03B4231

TRIBUNAL DE COMMERCE DE NANTERRE
ORDONNANCE DU 28 FEVRIER 2006

GREFFE TRIBUNAL DE COMMERCE DE NANTERRE
28 AVR. 2006
DEPOT N° 11859

RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS SUR LA VALEUR DE L'APPORT DE 25.874.994 ACTIONS REPRESENTANT 99,99% DU CAPITAL DE CAIXA BANK FRANCE DETENUES PAR Hodefi A LA SOCIETE Boursorama

(Article L.225-147 du Code de Commerce)

Fabrice ODENT
Expert Comptable
Commissaire aux Comptes
1, Cours Valmy
92923 Paris La Défense

Jean-Luc TOURNAIRE
Expert Comptable
Commissaire aux Comptes
4, rue de l'Abreuvoir
92400 Courbevoie-La Défense

RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS SUR LA VALEUR DE L'APPORT DE 25.874.994 ACTIONS REPRESENTANT 99,99% DES ACTIONS DE CAIXABANK FRANCE DETENUS PAR HODEFI A LA SOCIETE BOURSORAMA

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre, en date 28 février 2006, nous vous présentons notre rapport sur la valeur des apports devant être effectués dans le cadre de l'apport de 25.874.994 actions représentant 99,99% du capital de :

- CaixaBank France, société anonyme au capital de € 207.000.000, ayant son siège social 46, rue Jacques Dulud – 92200 Neuilly Sur Seine, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 542 108 311 ;

- Détenues par la société Hodefi, société par actions simplifiée au capital de € 215.000.000, ayant son siège social 46, rue Jacques Dulud – 92200 Neuilly Sur Seine, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 403 147 538 ;

- à la société Boursorama, société anonyme cotée sur Eurolist by Euronext Paris au capital de € 27.435.184, ayant son siège social 18, Quai du Point du Jour – 92100 Boulogne Billancourt, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 351 058 151.

La valeur de l'apport de 25.874.994 actions représentant 99,99% des titres de Caixabank France a été arrêtée dans le projet de traité d'apport signé par les représentants des sociétés concernées en date du 21 avril 2006. 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..

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

Nous avons accompli notre mission conformément aux dispositions de l'article L. 225-147 du Code de Commerce, et vous prions de trouver, ci-après, nos constatations et conclusions présentées dans l'ordre suivant :

1- Présentation de l'opération envisagée, description de l'apport et rémunération et conditions

2- Diligences et apprécіation de la valeur des apports

3- Conclusion.

1 - PRESENTATION DE L'OPERATION ENVISAGEE

1.1 – CONTEXTE GENERAL DE L'OPERATION

Le Groupe Société Générale a proposé à la « *Caixa* » d'apporter CaixaBank France à sa filiale Boursorama afin de créer conjointement un nouvel ensemble qui ferait référence sur le marché des produits et services financiers pour les particuliers CSP+.

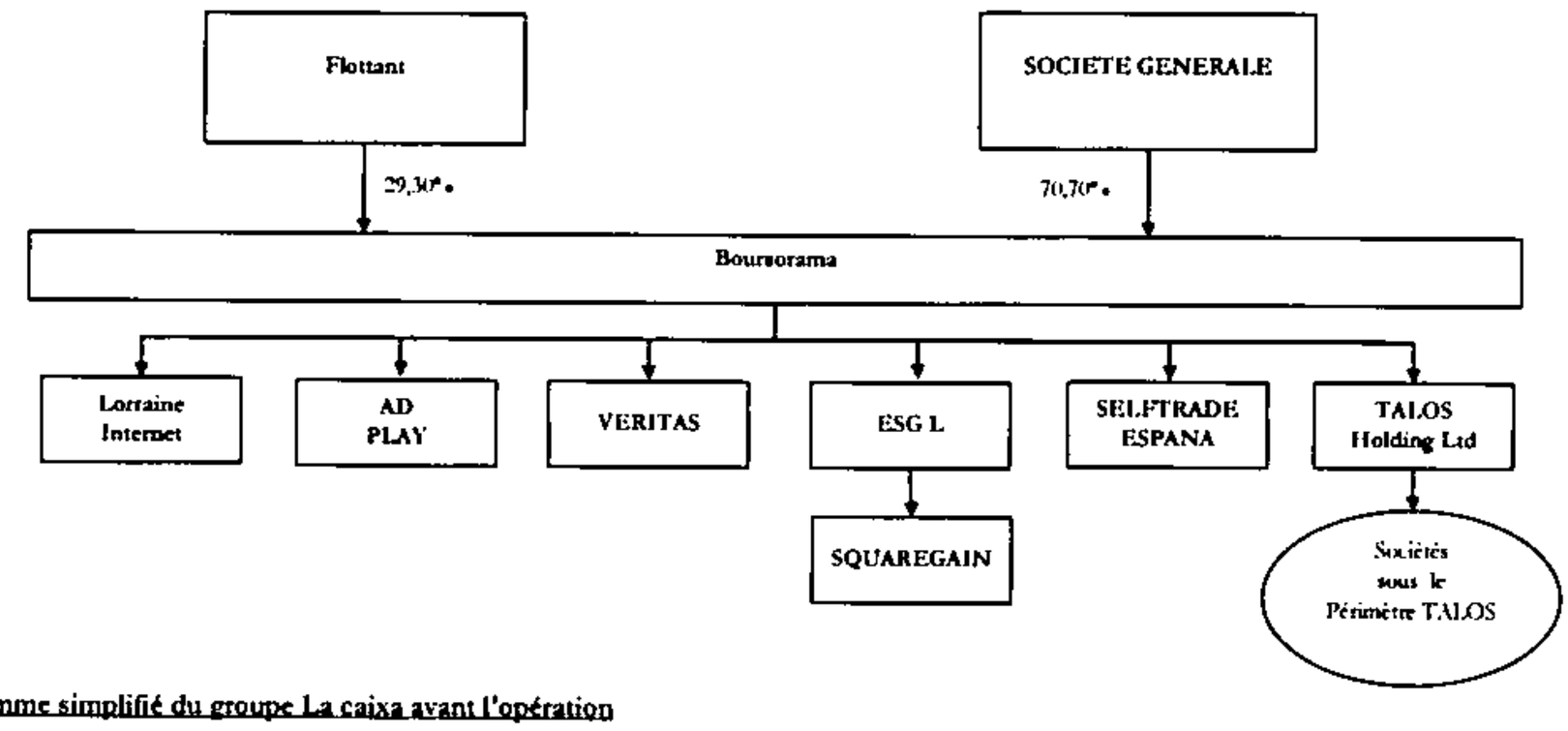
Un protocole d'accord (« *share acquisition agreement* ») a été conclu entre Boursorama, Société Générale, Hodefi SAS (actionnaire de CaixaBank France) et la maison mère de cette dernière, Caixa Holding (Espagne), le 24 mars 2006, aux termes duquel il a été principalement convenu que Boursorama acquerrait, par voie d'apport en pleine propriété, 99,99% des actions de CaixaBank France détenues par Hodefi SAS, et indirectement la majorité de ses deux filiales (Caixa Gestion SNC et Caixa Assurances SNC).

En contrepartie de l'acquisition de 25.874.994 actions représentant 99,99% du capital social de CaixaBank France, l'apport serait rémunéré (i) pour partie à hauteur de € 124.732.479,60, par l'attribution à Hodefi SAS de 17.039.955 actions émises par Boursorama et (ii) pour le surplus, par versement à Hodefi SAS, à la date de réalisation de l'opération, d'une soulte en numéraire de € 105.711.497,90 sous réserve d'un ajustement éventuel de cette somme en numéraire après la date de réalisation définitive de l'apport.

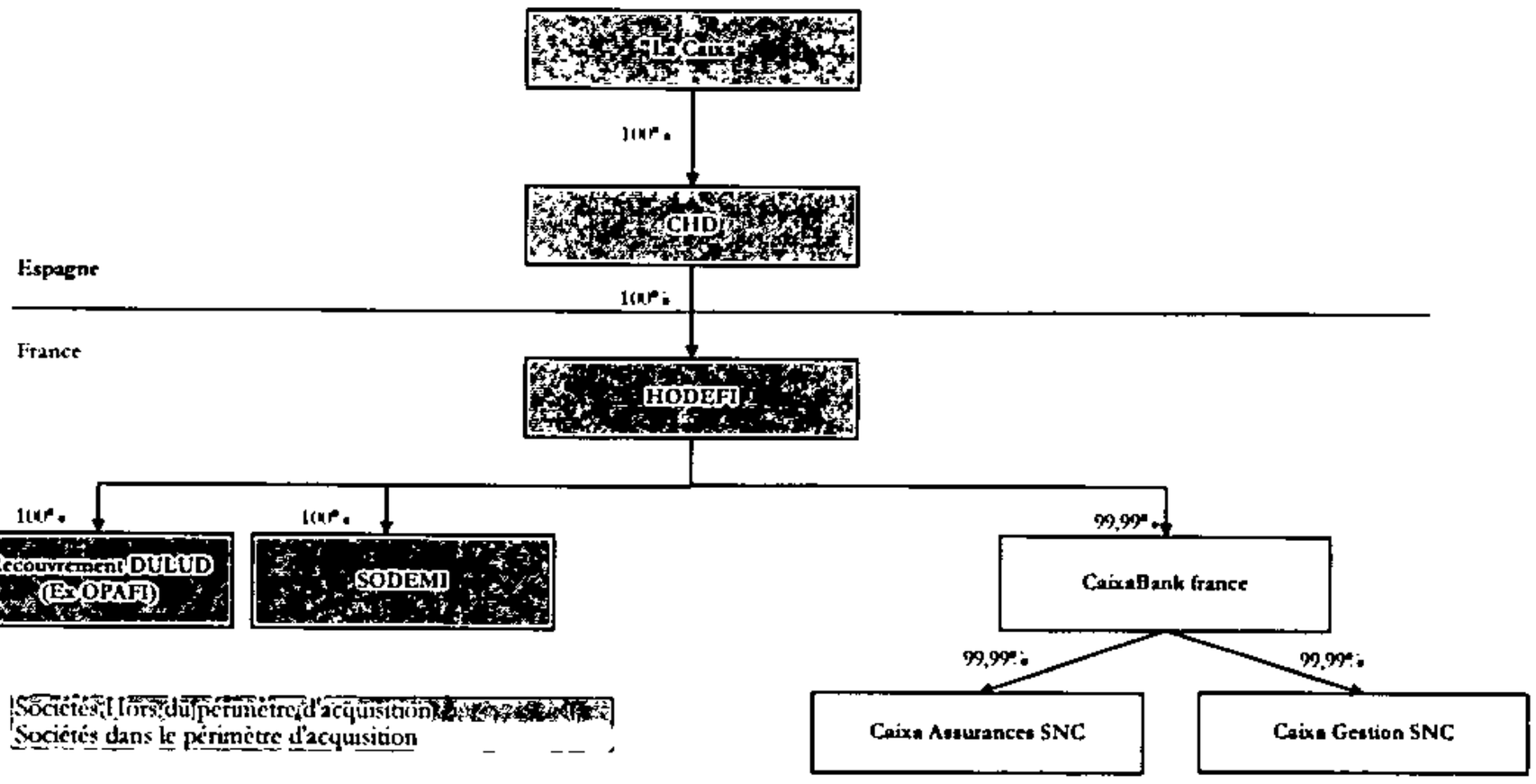
A l'issue de l'opération, Boursorama détiendra le contrôle exclusif de CaixaBank France, Hodefi SAS quant à elle aura une participation minoritaire (19,90%) dans le capital de Boursorama, sans droits de veto sur les décisions stratégiques de Boursorama, cette dernière demeurant contrôlée à titre exclusif par la Société Générale, laquelle conservera dans cette société une participation de 56,6%.

Organigramme simplifié avant l'opération d'apport en nature de titres

Organigramme simplifié du groupe Boursorama avant l'opération

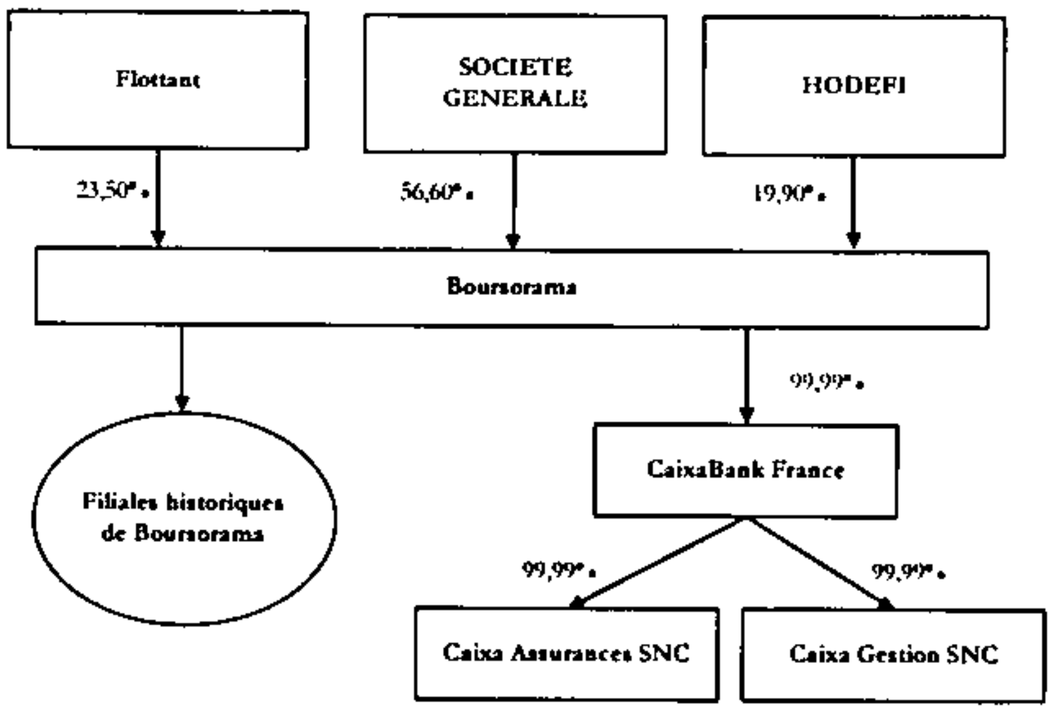


Organigramme simplifié du groupe La caixa avant l'opération



Ainsi, la structure de détention à l'issue de l'opération de apport se présentera de la façon suivante :

Organigramme simplifiée après l'opération d'apport en nature de titres



1.2 - PRESENTATION DES SOCIETES

▪ Boursorama (Société Bénéficiaire des apports)

Boursorama est une société anonyme au capital de € 27.435.184, divisé en 68.587.960 actions d'une valeur nominale de € 0,40 chacune, toutes de même catégorie, intégralement libérées.

La société est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 351 058 151 le 7 juin 1989.

Boursorama est une société cotée sur Eurolist by Euronext Paris.

Boursorama a pour objet :

- la gestion patrimoniale en faveur d'une clientèle (directement ou à travers une société), de façon éventuellement intermédiée par un professionnel, et également d'entrepreneurs, comportant notamment la réception des fonds du public, la tenue des comptes titres, espèces et d'épargne, les opérations relatives à la collecte de l'épargne salariale, les opérations de crédit assorties d'un gage de valeurs mobilières et instruments financiers ou d'un nantissement de contrats d'assurance-vie, ainsi que l'administration et la gestion de moyens de paiement ;

- la tenue de compte-conservation ;

- le conseil et l'assistance en matières de gestion patrimoine ;

- les opérations de change ;

- la commercialisation de produits d'assurance vie et de capitalisation ainsi que tout contrat portant garantie d'un capital défini ou d'une rente dans un cadre individuel ou collectif ;

- plus généralement toutes activités pouvant être exercées par un établissement de crédit ou par tout type d'établissement substitué par toute nouvelle réglementation ; et

- généralement, toutes autres opérations financières, commerciales, industrielles, civiles, immobilières ou mobilières, pouvant se rattacher directement ou indirectement, en totalité ou en partie aux activités, en particulier s'intéresser par voie de souscription, apport prise de participation ou par tout autre moyen, à toute société ou entreprise ayant une activité analogue, connexe ou complémentaire sienne.

Présente dans quatre pays Européens, Boursorama emploie 523 salariés fin 2005.

La société Boursorama clôture son exercice social à la date du 31 décembre de chaque année.

▪ CaixaBank France (Société dont 25.874.994 actions sont apportés)

CaixaBank France est une société anonyme au capital de € 207.000.000, divisé en 25.875.000 actions d'une valeur nominale de € 8 chacune, toutes de même catégorie, intégralement libérées.

La société a été immatriculée le 5 janvier 1989 au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 542 108 311.

CaixaBank France a pour objet, toutes les opérations concernant l'exercice du commerce de Banque et notamment :

- l'escompte et le réescompte de tous bons de caisses publiques et de tous effets, traites et billets à ordre, tirés, acceptés , souscrits ou endossés par des propriétaires, entrepreneurs, constructeurs, industriels, commerçants, particuliers, sociétés ou établissements quelconques ;

- l'ouverture, au profit des mêmes personnes, sociétés et établissements, de tous crédits de banque en compte courant sur garanties hypothécaires, retenues de garanties, cautionnements, nantissements de créances, de fonds de commerce, titres et valeurs, ainsi que sur toutes autres garanties et même dans toutes autres conditions acceptées par le conseil d'administration ;

- l'ouverture de tous comptes courants, comptes de dépôts à vue ou à terme, comptes spéciaux et autres comptes quelconques aux conditions déterminées par le conseil et sous réserve de la réglementation bancaire ;

- la prise de participation sous quelque forme que ce soit dans toutes entreprises ou sociétés ;

- la prestation de tous les services d'investissement au sens de la loi n°96-567 du 2 juillet 1996 et notamment :

  (i) réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers ;
  (ii) négociation pour son compte propre ;
  (iii) gestion de portefeuille pour le compte de tiers ;
  (iv) placement ;
  (v) prise ferme ;

- et généralement, toutes opérations industrielles, financières, commerciales ou immobilières se rattachant directement ou indirectement au bâtiment, à l'industrie, au commerce et aux travaux publics et particuliers, ainsi que toutes opérations de banque d'une façon générale, à l'exclusion de toutes entreprises de travaux publics et particuliers faites directement par Caixa.

Filiale de Hodefi SAS, elle-même filiale de CaixaHolding, société de droit espagnol, CaixaBank France emploie 428 salariés fin 2005.

La société CaixaBank France clôture son exercice social à la date du 31 décembre de chaque année.

▪ Hodefi (Société Apporteuse)

Hodefi est une société par actions simplifiée au capital de € 215.000.000, divisé en 2.150.000 actions d'une valeur nominale de € 100 chacune, entièrement libérées et de même catégorie.

La société est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 403 147 358 le 18 décembre 1995.

Elle a pour objet :

- l'acquisition, la cession et la gestion de toutes valeurs mobilières , de toute participation ou intérêts dans toutes sociétés et entreprises commerciales, industrielles, financières, mobilières, immobilières, françaises ou étrangères, et notamment dans les compagnies financières et établissements de crédit au sens de la loi du 24 janvier 1984 ;

- le tout directement ou indirectement par voie de création de sociétés et de groupements nouveaux, d'apports, de souscriptions ou d'achat de titres ou droits sociaux, de apport, d'alliance, d'association en participation ou de prise ou de dation en location-gérance de tous biens et autres droits ; et

- généralement, toutes opérations financières, commerciales, industrielles, mobilières et immobilières pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet ci-dessus ou à tous objets similaires et connexes de nature à favoriser son extension ou son développement.

Hodefi n'emploie pas de salarié à fin 2005.

La société Hodefi clôture son exercice social à la date du 31 décembre de chaque année.

1.3 - MOTIFS ET BUTS DE L'APPORT

CaixaBank France et Boursorama puisent leurs racines dans des modèles de développement très différents : réseau physique d'agences et crédit immobilier pour la première, distributeur de produits d'épargne en ligne et portail d'information financière pour la seconde.

Toutefois, on constate (i) une forte ressemblance des bases de clientèle et (ii) que le rapprochement apporterait une solution commune aux problématiques stratégiques – pourtant différentes – des deux entités.

(i) Les bases de clientèle des deux banques sont similaires : dans les deux cas, elles se caractérisent par une prépondérance de particuliers CSP+, autonomes, et sensibles au rapport qualité / prix des prestations financières qui leur sont offertes. Il est important de souligner, entre autres, que les clients de CaixaBank France sont peu consommateurs de visites en agences.

L'acquisition de CaixaBank France par Boursorama permettrait de résoudre les problématiques stratégiques auxquelles sont confrontées les deux entités :

(ii) Au stade actuel de son développement, CaixaBank France n'a pas atteint la taille critique nécessaire pour concurrencer les grands réseaux bancaires. Elle se concentre aujourd'hui sur la fidélisation de sa base de clientèle existante.

Le groupe Boursorama récolte les fruits de sa stratégie de développement basée sur le modèle « *Média-Epargne* ». Il doit toutefois atténuer les menaces qui pèsent sur son développement à moyen terme. Le groupe se doit donc de :

- Lever le frein à l'ouverture de nouveaux comptes que constitue une gamme de produits bancaires incomplète,
- Limiter les risques d'attrition de la base de clientèle souhaitant libérer son épargne pour réaliser une opération à crédit (acquisition de biens immobiliers,…)
- Anticiper une réaction des banques traditionnelles sur les produits d'épargne.

Par ailleurs, le rapprochement envisagé permettrait de tirer pleinement profit de complémentarités industrielles évidentes entre les deux entités :

- L'alimentation de la base de prospects est asymétrique : le portail www.boursorama.com génère 12.000 nouveaux prospects qualifiés par mois, alors que CaixaBank France se heurte aux difficultés typiques d'un réseau de dimension moyenne (55 agences),

- Les deux entités offrent une gamme de produits innovants et complémentaires à leurs clients.

Le nouvel ensemble se développerait sous la marque Boursorama Banque, et selon un modèle de banque directe, combinaison d'Internet et de services téléphoniques à distance, relayée sur le terrain par des agences.

La nouvelle entité se fixerait comme objectif de devenir un acteur majeur de la banque directe en France.

A l'issue de l'opération, le capital de Boursorama se répartira comme suit : la Société Générale détiendra 56,6%, les actionnaires de CaixaBank France 19,9% et les 23,5% restants constitueront le flottant.

1.4 - LIENS ENTRE LES SOCIETES

- **Liens en capital**

Préalablement à l'Opération (tel que ce terme est défini au 2.2.1.1 du prospectus AMF) et à la date d'enregistrement du document AMF, il n'existe aucun lien en capital et droits de vote entre Boursorama, d'une part, et CaixaBank France (ou ses filiales) d'autre part.

- **Dirigeants communs**

Il n'existe à ce jour aucun dirigeant ou administrateur commun entre ces deux sociétés. A la date de Réalisation de l'Opération (tel que ce terme est défini au 2.2.1.4 du Prospectus AMF), il sera soumis à l'assemblée des actionnaires de Boursorama la nomination, au Conseil d'administration de cette dernière, de deux administrateurs proposés par CaixaHolding.

- **Liens contractuels**

Préalablement à l'Opération et à la date d'enregistrement du document AMF, Boursorama et CaixaBank France ont conclu un accord commercial relatif à la mise à disposition gratuite, auprès de l'ensemble du réseau de CaixaBank France, d'espèces en faveur des clients de Boursorama Banque.

1.5 - ASPECTS FINANCIERS

Les termes et conditions du projet de traité d'apport ont été établis par les deux Sociétés sur la base de leurs comptes arrêtés au 31 décembre 2005, date de clôture de la société CaixaBank France et Boursorama.

Les comptes sociaux de CaixaBank France pour l'exercice clos le 31 décembre 2005 ont été approuvés par l'assemblée générale ordinaire du 20 mars 2006 et certifiés sans réserve et sans observation par les commissaires aux comptes.

Les comptes sociaux et consolidés d'Hodefi pour l'exercice clos le 31 décembre 2005 seront soumis pour approbation à l'assemblée générale ordinaire du 22 mai 2006.

L'apport de 99,99% des actions de CaixaBank France constituant une acquisition sous contrôle distinct, les titres de la société CaixaBank France seront apportés à la valeur réelle. Les titres figurent actuellement pour une valeur nette comptable de M€ 186 pour une quote-part de détention dans le capital de CaixaBank France de 95,29%, soit une valeur de M€ 195 pour 100% du capital social.

Dans le cadre de l'accord entre Hodefi, CaixaBank France et le Groupe Swiss Life, CaixaBank France a exercé son option de vente des titres qu'elles détenaient dans les filiales du groupe Swiss Life et Hodefi son option d'achat des titres CaixaBank France détenus par le Groupe Swiss Life. La participation de Hodefi dans CaixaBank France sera au terme de cette opération de 99,99%.

1.6 - ASPECTS JURIDIQUES ET FISCAUX

Les modalités de réalisation de l'opération d'apport sont consignées dans le projet de traité d'apport en date du 21 avril 2006, dont les caractéristiques essentielles sont les suivantes :

- Les apports seront soumis à une assemblée générale extraordinaire prévue pour le 16 mai 2006 sur la base de la valeur réelle des titres ;
- l'apport des Actions effectué à une société française passible de l'impôt sur les sociétés sera soumis au droit proportionnel de 1,1 % (plafonné à € 4.000), conformément aux dispositions de l'article 726 I 1° du Code général des impôts.

Les autres conditions sont précisées dans le projet de traité d'apport.

1.7 - CONDITIONS SUSPENSIVES

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

(a) la tenue d'une assemblée générale extraordinaire du Bénéficiaire qui (i) approuve la valeur de l'apport et (ii) décide l'émission de 17.039.955 Actions Nouvelles d'une valeur nominale de € 0,40 chacune attribuées à l'Apporteur et assorties d'une prime d'apport de € 117.916.488,60; et

(b) l'obtention de l'autorisation du Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie visée à l'article L.430-5 du Code de Commerce dans les conditions prévues dans la Convention Cadre; et

(c) l'approbation par l'Autorité des marchés financiers du document devant être préparé dans le cadre du règlement général et notamment de l'article 212-34; et

(d) l'acquisition par l'Apporteur de 1.216.125 actions de la Société auprès de la Société Suisse d'Assurances Générales sur la Vie Humaine dans les conditions prévues dans la Convention Cadre; et

(e) la cession par la Société à la Société Suisse d'Assurances Générales sur la Vie Humaine des actions que cette dernière détient (i) au sein du capital de la société SWISS LIFE Banque représentant 45% du capital et des droits de votre de cette dernière et (ii) au sein du capital de la société SWISS LIFE Assurances des Biens représentant 11,4% du capital et des droits de vote de cette dernière, dans les conditions prévues dans la Convention Cadre; et

(f) la signature entre la Société et EDS d'un accord de prestations de services informatiques dans les conditions prévues dans la Convention Cadre; et

(g) la signature entre le Bénéficiaire et la société « La Caixa » (Barcelone) d'une licence non exclusive d'utilisation du logiciel « Caixa Information Systems » dans les conditions prévues dans la Convention Cadre

A défaut de réalisation de ces conditions au plus tard 30 jours après le 30 septembre 2006,ou de renonciation à ces dernières selon les termes du « *share acquisition agreement* » le présent traité d'apport sera considéré comme nul et non avenu, sans indemnité de part ni d'autre.

1.8 - EVALUATION ET DESCRIPTION DES APPORTS

Aux termes du projet de traité d'apport, l'apport est constitué de 25.874.994 actions représentant 99,99% du capital de la société CaixaBank France qui sont transférées à la société Boursorama. Cet apport est fait sur la base de la valeur réelle des titres de CaixaBank France, conformément au règlement du CRC du 4 mai 2004, s'agissant d'une opération sous contrôle distinct.

Les Actions sont apportées pour une valeur globale de € 230.443.968,50, égale à leur valeur réelle. Les Actions ont été évaluées par référence aux méthodes définies en annexe du projet de traité d'apport en date du 21 avril 2006.

1.9 - REMUNERATION DES APPORTS, AUGMENTATION DE CAPITAL ET PRIME D'APPORT

1.9.1 REMUNERATION DES APPORTS

La rémunération de l'apport des 25.874.994 actions apportées a été fixée à € 230.443.968,50, répartie de la façon suivante:

(a) l'émission par le Bénéficiaire au profit de l'Apporteur de 17.039.955 actions nouvelles de € 0,40 de nominal pour un montant de € 124.732.470,60, correspondant à une valorisation du bénéficiaire à € 502.063.867,20 soit € 7,32 par action (les ***Actions Nouvelles***). Cette valorisation a été déterminée sur la base des méthodes apparaissant en annexe du projet de traité d'apport en date du 21 avril 2006.

(b) Le paiement d'une soulte d'un montant de € 105.711.497,90 (sous réserve d'un ajustement éventuel de cette somme en numéraire après la date de réalisation définitive de l'apport).

1.9.2 AUGMENTATION DE CAPITAL ET CREATION DES ACTIONS NOUVELLES

La société Boursorama procédera à une augmentation de son capital de € 124.732.470,60 par la création de 17.039.955 actions nouvelles de € 0,40 de nominal.

Le Bénéficiaire aura la pleine propriété des Actions à compter du jour de la réalisation de la condition suspensive stipulée à l'article 7 du projet de traité d'apport en nature. Il en aura la jouissance, en particulier d'un point de vue fiscal et pécuniaire, en ce compris le droit à dividende, à compter du 1er janvier 2006.

L'Apporteur aura, à compter du jour de la réalisation définitive de l'augmentation de capital résultant de l'apport, la pleine propriété des Actions Nouvelles, qui seront dès leur création entièrement assimilées aux actions anciennes pour l'exercice de tous les droits pécuniaires ou autres qui y sont ou seront attachés et, plus généralement, jouiront des mêmes droits et seront tenues des mêmes obligations que les actions anciennes composant le capital du Bénéficiaire.

1.9.3 PRIME D'APPORT

La différence entre, d'une part, la valeur de l'apport, soit € 124.732.470,60 et le montant de l'augmentation de capital de € 6.815.982,00, soit € 117.916.488,60, constituera une prime de apport qui sera inscrite à un compte spécial intitulé « *prime d'apport* » au bilan du bénéficiaire.

Il est précisé qu'il sera proposé à l'Assemblée Générale Extraordinaire du 16 mai 2006 de procéder à l'imputation sur le montant total de la prime d'apport un montant de € 694.427,93 qui sera affecté à la réserve légale.

2 - DILIGENCES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

2.1 - DILIGENCES ACCOMPLIES

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires, selon les normes de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, applicables à cette mission à l'effet de :

- contrôler la réalité des apports ;
- analyser la valeur individuelle des apports en nature de titres proposés dans le projet de traité d'apport et les documents qui nous ont été remis ;
- vérifier la valeur des apports considérés dans leur ensemble ;
- vérifier, jusqu'à la date d'émission du présent rapport, l'absence de faits ou d'événements susceptibles de remettre en cause la valeur des apports.

Nos diligences ont consisté, pour l'essentiel, à :

- nous entretenir avec les représentants des sociétés concernées par l'opération d'apport de titres afin de comprendre l'opération envisagée et le contexte dans lequel elle se situe, et pour analyser les modalités comptables, juridiques et fiscales envisagées ;
- examiner le projet de traité d'apport ;
- examiner les informations financières et comptables servant de base à l'opération ;
- nous entretenir avec les commissaires aux comptes des sociétés concernées par l'opération, relatifs aux comptes annuels et aux comptes consolidés clos le 31 décembre 2005 ;
- prendre en considération les résultats comptables au 31 mars 2006 (non audités) et les comparer avec le budget 2006 ;
- prendre connaissance des travaux d'évaluation réalisés par le Management de Boursorama ;
- prendre connaissance du document « *Share Acquisition Agreement* » signé en date du 24 mars 2006 ;
- examiner les hypothèses du business plan ;
- prendre connaissance du rapport établi par l'inspection générale de la Société Générale à la suite de la revue du portefeuille de crédits de la société CaixaBank France ;
- réaliser des tests de vraisemblance sur la pertinence des différentes estimations présentées ;
- nous assurer que les comptes des sociétés Hodefi et CaixaBank France ont été certifiés sans réserve au 31 décembre 2005 par les Commissaires aux Comptes ;
- vérifier, jusqu'à la date du présent rapport, l'absence de faits ou d'événements susceptibles de remettre en cause la valeur des apports ;

- demander aux dirigeants de la société CaixaBank France et de Boursorama de nous confirmer l'exhaustivité des informations transmises sur cette opération, ainsi que l'absence d'événements significatifs susceptibles de remettre en cause les hypothèses ayant servi de base à la détermination des valeurs relatives.

2.2 - APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

▪ SUR L'APPRECIATION DES VALEURS INDIVIDUELLES

S'agissant d'une opération sous contrôle distinct, retenir les apports pour leur valeur réelle est la méthode prévue au règlement 2004-1 du 4 mai 2004 du Comité de la Réglementation Comptable. Elle n'appelle pas d'observation particulière de notre part.

Les comptes sociaux de CaixaBank France pour l'exercice clos le 31 décembre 2005 ont été approuvés par l'assemblée générale ordinaires du 20 mars 2006 et certifiés sans réserve et sans observation par les commissaires aux comptes.

Les comptes sociaux et consolidés d'Hodefi pour l'exercice clos le 31 décembre 2005 seront soumis pour approbation à l'assemblée générale ordinaire du 22 mai 2006.

Notre entretien avec les commissaires aux comptes de CaixaBank France et Hodefi n'a pas mis en évidence d'élément de nature à remettre en cause la valeur individuelle proposée des titres CaixaBank France.

Par ailleurs, il convient de noter qu'à la date de ce rapport, Hodefi détient 24.658.819 actions de CaixaBank France pour un montant de 186 M€ et pour un pourcentage de détention de 95,30% soit une valeur à 100% de CaixaBank France de M€ 196. Les titres CaixaBank ne font pas l'objet de dépréciation dans les comptes d'Hodefi.

Par conséquent, au terme de nos travaux, nous n'avons pas relevé d'élément de nature à affecter la valeur de l'apport proposée.

▪ SUR L'APPRECIATION DES VALEURS PRISES DANS LEUR ENSEMBLE

S'agissant d'apprécier directement la valeur globale de l'apport de 25.874.994 actions représentant 99,99% du capital de CaixaBank France, nous nous sommes référés à la valeur intrinsèque de la société, retenue pour le calcul de la rémunération des apports, dont nous avons par ailleurs apprécié la pertinence dans notre rapport sur la rémunération des apports.

Par ailleurs, l'évaluation retenue résulte de la négociation entre deux parties indépendantes l'une de l'autre et en l'absence d'opérations récentes dans le secteur ou d'informations suffisantes sur les transactions, nous considérons que l'acquisition constitue la meilleure approche pour apprécier la valeur d'apport.

Nous nous sommes assurés que les événements intervenus postérieurement à la clôture de l'exercice 2005 n'étaient pas de nature à remettre en cause la valeur d'apport.

A l'issue de nos travaux, nous n'avons pas d'observation significative à formuler sur la valeur de l'apport de 25.874.994 actions représentant 99,99% du capital de la société CaixaBank France, prises dans leur ensemble.

3 - CONCLUSION

En conclusion de nos travaux, nous sommes d'avis que la valeur de l'apport de 25.874.994 actions représentant 99,99% du capital de la CaixaBank France s'élevant à € 230.443.968,50 n'est pas surévaluée et, en conséquence, est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire de l'apport augmentée de la prime d'apport.

Nous n'avons pas eu connaissance d'avantage particulier.

Paris, le 21 avril 2006.

Les Commissaires aux Apports

Membres de la Compagnie Régionale de Versailles

Fabrice ODENT

Jean-Luc TOURNAIRE

TRIBUNAL DE COMMERCE DE NANTERRE
ORDONNANCE DU 28 FEVRIER 2006

RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS SUR LA REMUNERATION DE L'APPORT DE 25.874.994 ACTIONS REPRESENTANT 99,99% DU CAPITAL DE CaixaBank France DETENUES PAR Hodefi A LA SOCIETE Boursorama

(Article L.236-10 du Code de Commerce)

Fabrice ODENT
Expert Comptable
Commissaire aux Comptes
1, Cours Valmy
92923 Paris La Défense

Jean-Luc TOURNAIRE
Expert Comptable
Commissaire aux Comptes
4, rue de l'Abreuvoir
92400 Courbevoie-La Défense

RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS SUR LA REMUNERATION DE L'APPORT PROPOSEE DANS LE CADRE DE L'APPORT DE 25.874.994 ACTIONS REPRESENTANT 99,99% DU CAPITAL DE LA SOCIETE CAIXABANK FRANCE DETENUES PAR HODEFI A LA SOCIETE BOURSORAMA

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre, en date 28 février 2006, nous vous présentons notre rapport sur la rémunération des apports devant être effectués dans le cadre de l'apport de 25.875.994 actions représentant 99,99% du capital de :

- CaixaBank France, société anonyme au capital de € 207.000.000, ayant son siège social 46, rue Jacques Dulud – 92200 Neuilly Sur Seine, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 542 108 311 ;

- Détenues par la société Hodefi, société par actions simplifiée au capital de € 215.000.000, ayant son siège social 46, rue Jacques Dulud – 92200 Neuilly Sur Seine, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 403 147 538 ;

- à la société Boursorama, société anonyme cotée sur Eurolist by Euronext Paris au capital de € 27.435.184, ayant son siège social 18, Quai du Point du Jour – 92100 Boulogne Billancourt, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 351 058 151.

La rémunération de l'apport résulte des valeurs relatives retenues dans le projet de traité d'apport signé par les représentants des sociétés concernées en date du 21 avril 2006. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de la rémunération de l'apport en nature des titres. 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, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et, d'autre part à analyser le positionnement des valeurs relatives jugées pertinentes.

Dans un rapport distinct et conformément aux dispositions de l'article L.225-147 du Code de Commerce, nous rendons également compte de notre appréciation de la valeur de l'apport des 99,99% des actions de la société CaixaBank France effectués par la société Hodefi à la société Boursorama.

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

Nous avons accompli notre mission conformément aux dispositions de l'article L. 236-10 du Code de Commerce, et vous prions de trouver, ci-après, nos constatations et conclusions présentées dans l'ordre suivant :

1- Présentation de l'opération envisagée

2- Description et rémunération des apports

3- Diligences effectuées et appréciation du caractère équitable de la rémunération de l'apport proposé

4- Conclusion.

1 - PRESENTATION DE L'OPERATION ENVISAGEE

1.1 – CONTEXTE GENERAL DE L'OPERATION

Le Groupe Société Générale a proposé à la « *Caixa* » d'apporter CaixaBank France à sa filiale Boursorama afin de créer conjointement un nouvel ensemble qui ferait référence sur le marché des produits et services financiers pour les particuliers CSP+.

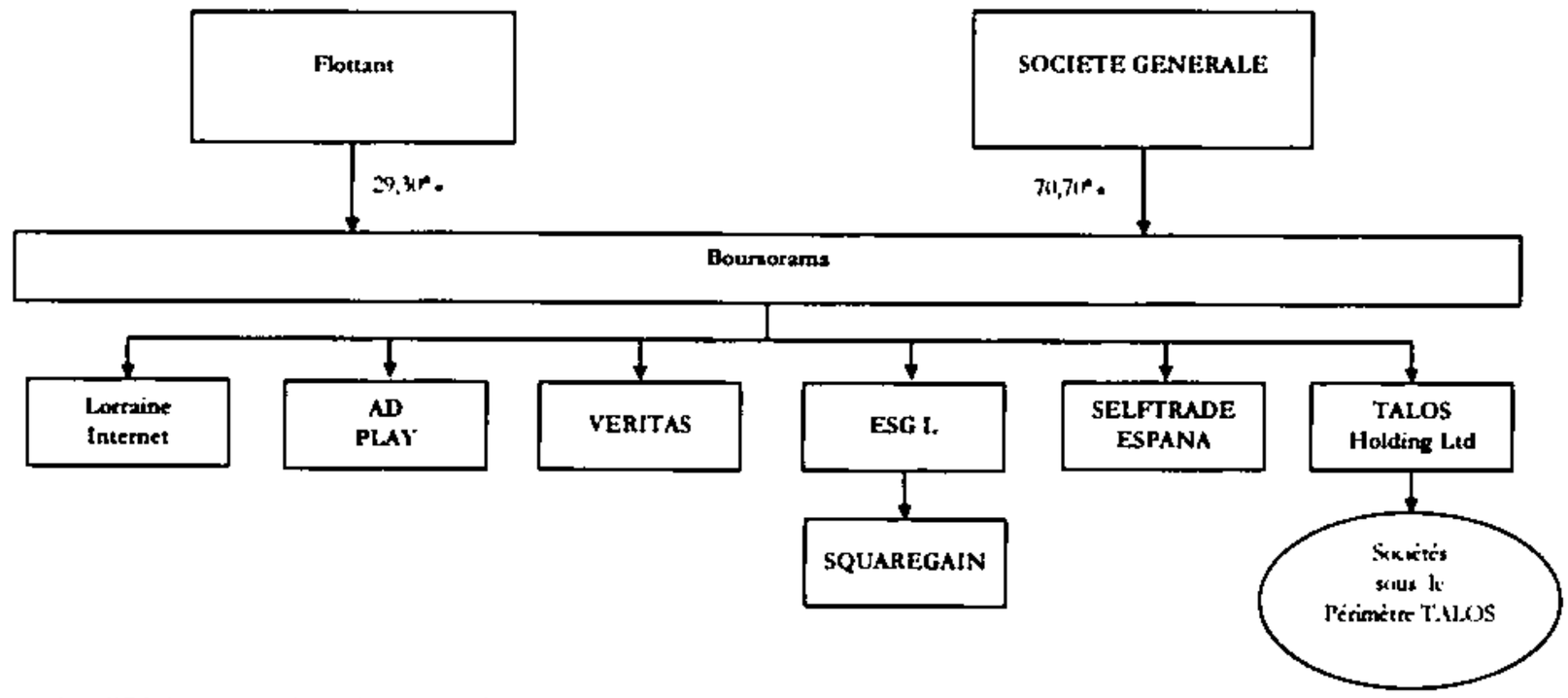
Un protocole d'accord (« *share acquisition agreement* ») a été conclu entre Boursorama, Société Générale, Hodefi SAS (actionnaire de CaixaBank France) et la maison mère de cette dernière, CaixaHolding (Espagne), le 24 mars 2006, aux termes duquel il a été principalement convenu que Boursorama acquerrait, par voie d'apport en pleine propriété, 99,99% des actions de CaixaBank France détenues par Hodefi SAS, et indirectement la majorité de ses deux filiales (Caixa Gestion SNC et Caixa Assurances SNC).

En contrepartie de l'acquisition de 25.874.994 actions représentant 99,99% du capital social de CaixaBank France, l'apport serait rémunéré (i) pour partie à hauteur de € 124.732.479,60, par l'attribution à Hodefi SAS de 17.039.955 actions émises par Boursorama et (ii) pour le surplus, par versement à Hodefi SAS, à la date de réalisation de l'opération, d'une soulte en numéraire de € 105.711.497,90 sous réserve d'un ajustement éventuel de cette somme en numéraire après la date de réalisation définitive de l'apport..

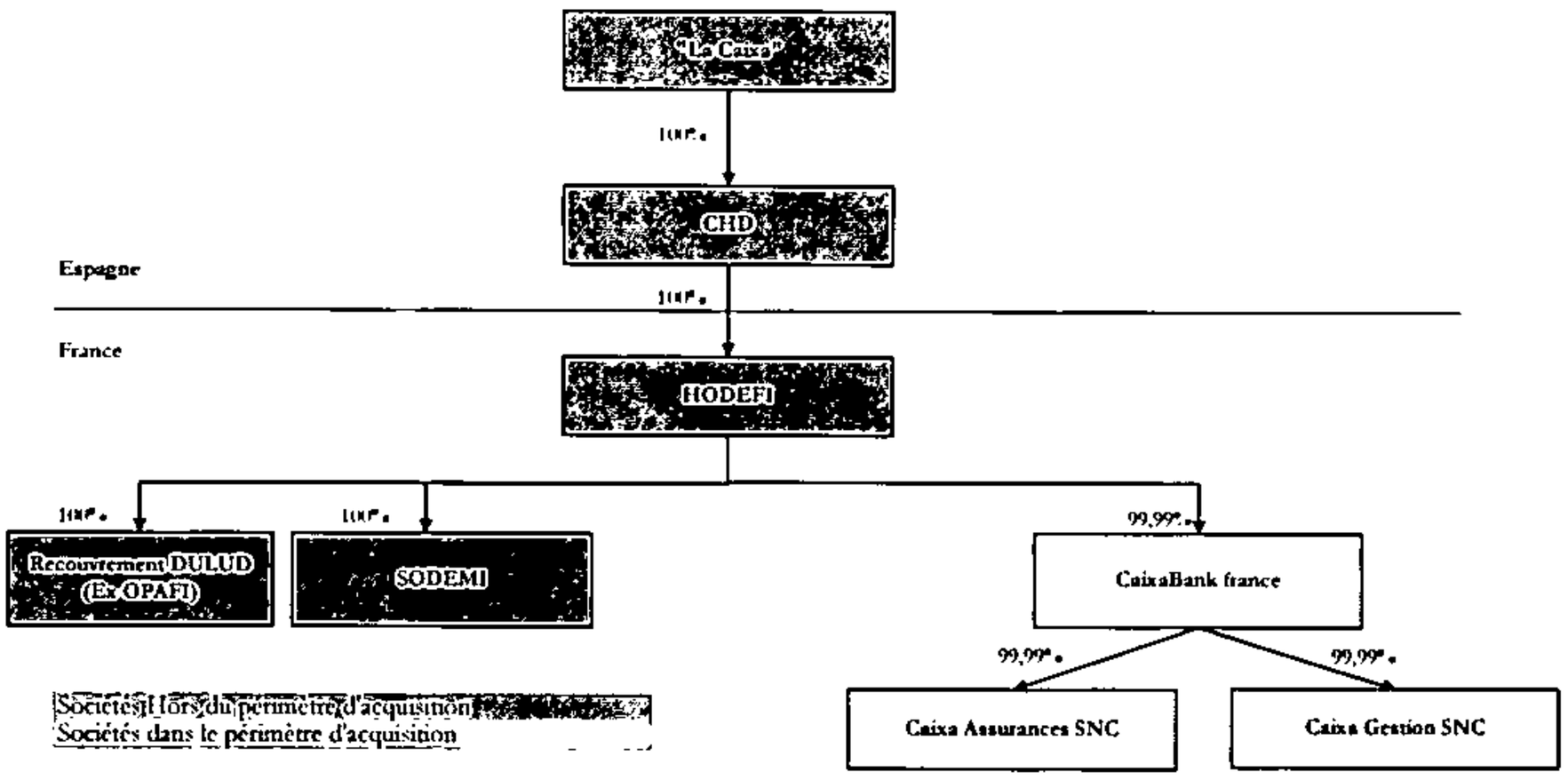
A l'issue de l'opération, Boursorama détiendra le contrôle exclusif de CaixaBank France, Hodefi SAS quant à elle aura une participation minoritaire (19,90%) dans le capital de Boursorama, sans droits de veto sur les décisions stratégiques de Boursorama, cette dernière demeurant contrôlée à titre exclusif par la Société Générale, laquelle conservera dans cette société une participation de 56,6%.

Organigramme simplifié avant l'opération d'apport en nature de titres

Organigramme simplifié du groupe Bousorama avant l'opération

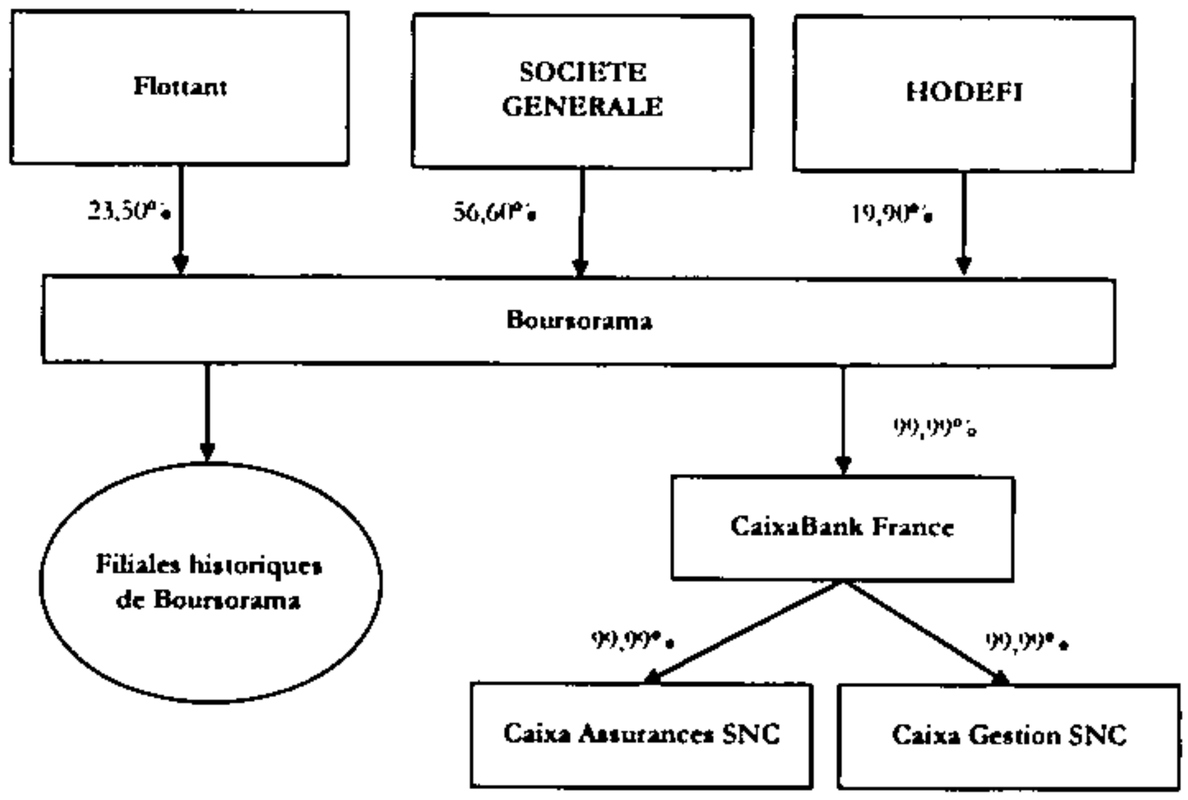


Organigramme simplifié du groupe La caixa avant l'opération



Ainsi, la structure de détention à l'issue de l'opération de apport se présentera de la façon suivante :

Organigramme simplifiée après l'opération d'apport en nature de titres



1.2 - PRESENTATION DES SOCIETES

- **Boursorama (Société Bénéficiaire des apports)**

Boursorama est une société anonyme au capital de € 27.435.184, divisé en 68.587.960 actions d'une valeur nominale de € 0,40 chacune, toutes de même catégorie, intégralement libérées.

La société est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 351 058 151 le 7 juin 1989.

Boursorama est une société cotée sur Eurolist by Euronext Paris.

Boursorama a pour objet :

- la gestion patrimoniale en faveur d'une clientèle (directement ou à travers une société), de façon éventuellement intermédiée par un professionnel, et également d'entrepreneurs, comportant notamment la réception des fonds du public, la tenue des comptes titres, espèces et d'épargne, les opérations relatives à la collecte de l'épargne salariale, les opérations de crédit assorties d'un gage de valeurs mobilières et instruments financiers ou d'un nantissement de contrats d'assurance-vie, ainsi que l'administration et la gestion de moyens de paiement ;

- la tenue de compte-conservation ;

- le conseil et l'assistance en matières de gestion patrimoine ;

- les opérations de change ;

- la commercialisation de produits d'assurance vie et de capitalisation ainsi que tout contrat portant garantie d'un capital défini ou d'une rente dans un cadre individuel ou collectif ;

- plus généralement toutes activités pouvant être exercées par un établissement de crédit ou par tout type d'établissement substitué par toute nouvelle réglementation ; et

- généralement, toutes autres opérations financières, commerciales, industrielles, civiles, immobilières ou mobilières, pouvant se rattacher directement ou indirectement, en totalité ou en partie aux activités, en particulier s'intéresser par voie de souscription, apport prise de participation ou par tout autre moyen, à toute société ou entreprise ayant une activité analogue, connexe ou complémentaire sienne.

Présente dans quatre pays Européens, Boursorama emploie 523 salariés fin 2005.

La société Boursorama clôture son exercice social à la date du 31 décembre de chaque année.

- **CaixaBank France (Société dont 25.874.994 actions sont apportés)**

CaixaBank France est une société anonyme au capital de € 207.000.000, divisé en 25.875.000 actions d'une valeur nominale de € 8 chacune, toutes de même catégorie, intégralement libérées.

La société a été immatriculée le 5 janvier 1989 au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 542 108 311.

CaixaBank France a pour objet, toutes les opérations concernant l'exercice du commerce de Banque et notamment :

- l'escompte et le réescompte de tous bons de caisses publiques et de tous effets, traites et billets à ordre, tirés, acceptés , souscrits ou endossés par des propriétaires, entrepreneurs, constructeurs, industriels, commerçants, particuliers, sociétés ou établissements quelconques ;

- l'ouverture, au profit des mêmes personnes, sociétés et établissements, de tous crédits de banque en compte courant sur garanties hypothécaires, retenues de garanties, cautionnements, nantissements de créances, de fonds de commerce, titres et valeurs, ainsi que sur toutes autres garanties et même dans toutes autres conditions acceptées par le conseil d'administration ;

- l'ouverture de tous comptes courants, comptes de dépôts à vue ou à terme, comptes spéciaux et autres comptes quelconques aux conditions déterminées par le conseil et sous réserve de la réglementation bancaire ;

- la prise de participation sous quelque forme que ce soit dans toutes entreprises ou sociétés ;

- la prestation de tous les services d'investissement au sens de la loi n°96-567 du 2 juillet 1996 et notamment :

  (i) réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers ;
  (ii) négociation pour son compte propre ;
  (iii) gestion de portefeuille pour le compte de tiers ;
  (iv) placement ;
  (v) prise ferme ;

- et généralement, toutes opérations industrielles, financières, commerciales ou immobilières se rattachant directement ou indirectement au bâtiment, à l'industrie, au commerce et aux travaux publics et particuliers, ainsi que toutes opérations de banque d'une façon générale, à l'exclusion de toutes entreprises de travaux publics et particuliers faites directement par Caixa.

Filiale de Hodefi SAS, elle-même filiale de CaixaHolding, société de droit espagnol, CaixaBank France emploie 428 salariés fin 2005.

La société CaixaBank France clôture son exercice social à la date du 31 décembre de chaque année.

▪ Hodefi (Société Apporteuse)

Hodefi est une société par actions simplifiée au capital de € 215.000.000, divisé en 2.150.000 actions d'une valeur nominale de € 100 chacune, entièrement libérées et de même catégorie.

La société est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 403 147 358 le 18 décembre 1995.

Elle a pour objet :

- l'acquisition, la cession et la gestion de toutes valeurs mobilières , de toute participation ou intérêts dans toutes sociétés et entreprises commerciales, industrielles, financières, mobilières, immobilières, françaises ou étrangères, et notamment dans les compagnies financières et établissements de crédit au sens de la loi du 24 janvier 1984 ;

- le tout directement ou indirectement par voie de création de sociétés et de groupements nouveaux, d'apports, de souscriptions ou d'achat de titres ou droits sociaux, de apport, d'alliance, d'association en participation ou de prise ou de dation en location-gérance de tous biens et autres droits ; et

- généralement, toutes opérations financières, commerciales, industrielles, mobilières et immobilières pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet ci-dessus ou à tous objets similaires et connexes de nature à favoriser son extension ou son développement.

Hodefi n'emploie pas de salarié à fin 2005.

La société Hodefi clôture son exercice social à la date du 31 décembre de chaque année.

1.3 - MOTIFS ET BUTS DE L'APPORT

CaixaBank France et Boursorama puisent leurs racines dans des modèles de développement très différents : réseau physique d'agences et crédit immobilier pour la première, distributeur de produits d'épargne en ligne et portail d'information financière pour la seconde.

Toutefois, on constate (i) une forte ressemblance des bases de clientèle et (ii) que le rapprochement apporterait une solution commune aux problématiques stratégiques – pourtant différentes – des deux entités.

(i) Les bases de clientèle des deux banques sont similaires : dans les deux cas, elles se caractérisent par une prépondérance de particuliers CSP+, autonomes, et sensibles au rapport qualité / prix des prestations financières qui leur sont offertes. Il est important de souligner, entre autres, que les clients de CaixaBank France sont peu consommateurs de visites en agences.

L'acquisition de CaixaBank France par Boursorama permettrait de résoudre les problématiques stratégiques auxquelles sont confrontées les deux entités :

(ii) Au stade actuel de son développement, CaixaBank France n'a pas atteint la taille critique nécessaire pour concurrencer les grands réseaux bancaires. Elle se concentre aujourd'hui sur la fidélisation de sa base de clientèle existante.

Le groupe Boursorama récolte les fruits de sa stratégie de développement basée sur le modèle « *Média-Epargne* ». Il doit toutefois atténuer les menaces qui pèsent sur son développement à moyen terme. Le groupe se doit donc de :

- Lever le frein à l'ouverture de nouveaux comptes que constitue une gamme de produits bancaires incomplète,
- Limiter les risques d'attrition de la base de clientèle souhaitant libérer son épargne pour réaliser une opération à crédit (acquisition de biens immobiliers,…)
- Anticiper une réaction des banques traditionnelles sur les produits d'épargne.

Par ailleurs, le rapprochement envisagé permettrait de tirer pleinement profit de complémentarités industrielles évidentes entre les deux entités :

- L'alimentation de la base de prospects est asymétrique : le portail www.boursorama.com génère 12.000 nouveaux prospects qualifiés par mois, alors que CaixaBank France se heurte aux difficultés typiques d'un réseau de dimension moyenne (55 agences),

- Les deux entités offrent une gamme de produits innovants et complémentaires à leurs clients.

Le nouvel ensemble se développerait sous la marque Boursorama Banque, et selon un modèle de banque directe, combinaison d'Internet et de services téléphoniques à distance, relayée sur le terrain par des agences.

La nouvelle entité se fixerait comme objectif de devenir un acteur majeur de la banque directe en France.

A l'issue de l'opération, le capital de Boursorama se répartira comme suit : la Société Générale détiendra 56,6%, les actionnaires de CaixaBank France 19,9% et les 23,5% restants constitueront le flottant.

1.4 - LIENS ENTRE LES SOCIETES

- **Liens en capital**

Préalablement à l'Opération (tel que ce terme est défini au 2.2.1.1 du prospectus AMF) et à la date d'enregistrement du document AMF, il n'existe aucun lien en capital et droits de vote entre Boursorama, d'une part, et CaixaBank France (ou ses filiales) d'autre part.

- **Dirigeants communs**

.Il n'existe à ce jour aucun dirigeant ou administrateur commun entre ces deux sociétés. A la date de Réalisation de l'Opération (tel que ce terme est défini au 2.2.1.4 du Prospectus AMF), il sera soumis à l'assemblée des actionnaires de Boursorama la nomination, au Conseil d'administration de cette dernière, de deux administrateurs proposés par CaixaHolding.

- **Liens contractuels**

Préalablement à l'Opération et à la date d'enregistrement du document AMF, Boursorama et CaixaBank France ont conclu un accord commercial relatif à la mise à disposition gratuite, auprès de l'ensemble du réseau de CaixaBank France, d'espèces en faveur des clients de Boursorama Banque.

1.5 - ASPECTS FINANCIERS

Les termes et conditions du projet de traité d'apport ont été établis par les deux Sociétés sur la base de leurs comptes arrêtés au 31 décembre 2005, date de clôture de la société CaixaBank France et Boursorama.

Les comptes sociaux de CaixaBank France pour l'exercice clos le 31 décembre 2005 ont été approuvés par l'assemblée générale ordinaires du 20 mars 2006 et certifiés sans réserve et sans observation par les commissaires aux comptes.

Les comptes sociaux et consolidés d'Hodefi pour l'exercice clos le 31 décembre 2005 seront soumis pour approbation à l'assemblée générale ordinaire du 22 mai 2006.

Les comptes consolidés de la société Boursorama pour l'exercice clos le 31 décembre 2005 ont été certifiés sans réserve et sans observation par les commissaires aux comptes. Ces comptes seront soumis pour approbation à l'assemblée générale ordinaire du 16 mai 2006.

L'apport de 99,99% des actions de CaixaBank France constituant une acquisition sous contrôle distinct, les titres de la société CaixaBank France seront apportés à la valeur réelle. Les titres figurent actuellement pour une valeur nette comptable de M€ 186 pour une quote-part de détention dans le capital de CaixaBank France de 95,29%, soit une valeur de M€ 195 pour 100% du capital social.

Dans le cadre de l'accord entre Hodefi, CaixaBank France et le Groupe Swiss Life, CaixaBank France a exercé son option de vente des titres qu'elles détenaient dans les filiales du groupe Swiss Life et son Hodefi option d'achat des titres CaixaBank France détenus par le Groupe Swiss Life. La participation de Hodefi dans CaixaBank France sera au terme de cette opération de 99,99%.

1.6 - ASPECTS JURIDIQUES ET FISCAUX

Les modalités de réalisation de l'opération d'apport sont consignées dans le projet de traité d'apport en date du 21 avril 2006, dont les caractéristiques essentielles sont les suivantes :

- Les apports seront soumis à une assemblée générale extraordinaire prévue pour le 16 mai 2006 sur la base de la valeur réelle des titres ;
- l'apport des Actions effectué à une société française passible de l'impôt sur les sociétés sera soumis au droit proportionnel de 1,1 % (plafonné à € 4.000), conformément aux dispositions de l'article 726 I 1° du Code général des impôts.

Les autres conditions sont précisées dans le projet de traité d'apport.

1.7 - CONDITIONS SUSPENSIVES

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

(a) la tenue d'une assemblée générale extraordinaire du Bénéficiaire qui (i) approuve la valeur de l'apport et (ii) décide l'émission de 17.039.955 Actions Nouvelles d'une valeur nominale de € 0,40 chacune attribuées à l'Apporteur et assorties d'une prime d'apport de € 117.916.488,60; et

(b) l'obtention de l'autorisation du Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie visée à l'article L.430-5 du Code de Commerce dans les conditions prévues dans la Convention Cadre; et

(c) l'approbation par l'Autorité des marchés financiers du document devant être préparé dans le cadre du règlement général et notamment de l'article 212-34; et

(d) l'acquisition par l'Apporteur de 1.216.125 actions de la Société auprès de la Société Suisse d'Assurances Générales sur la Vie Humaine dans les conditions prévues dans la Convention Cadre; et

(e) la cession par la Société à la Société Suisse d'Assurances Générales sur la Vie Humaine des actions que cette dernière détient (i) au sein du capital de la société SWISS LIFE Banque représentant 45% du capital et des droits de votre de cette dernière et (ii) au sein du capital de la société SWISS LIFE Assurances des Biens représentant 11,4% du capital et des droits de vote de cette dernière, dans les conditions prévues dans la Convention Cadre; et

(f) la signature entre la Société et EDS d'un accord de prestations de services informatiques dans les conditions prévues dans la Convention Cadre; et

(g) la signature entre le Bénéficiaire et la société « La Caixa » (Barcelone) d'une licence non exclusive d'utilisation du logiciel « Caixa Information Systems » dans les conditions prévues dans la Convention Cadre

A défaut de réalisation de ces conditions au plus tard 30 jours après le 30 septembre 2006,ou de renonciation à ces dernières selon les termes du « *share acquisition agreement* », le présent traité d'apport sera considéré comme nul et non avenu, sans indemnité de part ni d'autre.

2 - DESCRIPTION ET REMUNERATION DES APPORTS

2.1 - DESCRIPTION DES APPORTS

Aux termes du projet de traité d'apport, l'apport est constitué de 25.874.994 actions représentant 99,99% du capital de la société CaixaBank France qui sont transférées à la société Boursorama. Cette acquisition est faite sur la base de la valeur réelle des titres de CaixaBank France, conformément au règlement du CRC du 4 mai 2004, s'agissant d'une opération sous contrôle distinct.

Les Actions sont apportées pour une valeur globale de € 230.443.968,50, égale à leur valeur réelle. Les Actions ont été évaluées par référence aux méthodes définies en annexe du projet de traité d'apport en date du 21 avril 2006.

2.1.1. REMUNERATION DE L'APPORT

La rémunération de l'apport des Actions a été fixée à 230.443.968,50, répartie de la façon suivante:

(a) l'émission par le Bénéficiaire au profit de l'Apporteur de 17.039.955 actions nouvelles de € 0,40 de nominal pour un montant de € 124.732.470,60, correspondant à une valorisation du bénéficiaire à € 502.063.867,20 soit € 7,32 par action (les ***Actions Nouvelles***). Cette valorisation a été déterminée par référence à la moyenne du cours de bourse des actions du Bénéficiaire sur les 40 jours de bourse précédents le 29 décembre 2005 (inclus).

(b) Le paiement d'une soulte d'un montant de € 105.711.497,90 (sous réserve d'un ajustement éventuel de cette somme en numéraire après la date de réalisation définitive de l'apport).

2.1.2. AUGMENTATION DE CAPITAL ET CREATION DES ACTIONS NOUVELLES

La société Boursorama procédera à une augmentation de son capital de € 124.732.470,60 par la création de 17.039.955 actions nouvelles de € 0,40 de nominal.

Le Bénéficiaire aura la pleine propriété des Actions à compter du jour de la réalisation de la condition suspensive stipulée à l'article 7 du projet de traité d'apport en nature. Il en aura la jouissance, en particulier d'un point de vue fiscal et pécuniaire, en ce compris le droit à dividende, à compter du 1er janvier 2006.

L'Apporteur aura, à compter du jour de la réalisation définitive de l'augmentation de capital résultant de l'apport, la pleine propriété des Actions Nouvelles, qui seront dès leur création entièrement assimilées aux actions anciennes pour l'exercice de tous les droits pécuniaires ou autres qui y sont ou seront attachés et, plus généralement, jouiront des mêmes droits et seront tenus des obligations que les actions anciennes composant le capital du Bénéficiaire.

2.1.3. PRIME D'APPORT

La différence entre, d'une part, la valeur de l'apport, soit € 124.732.470,60 et le montant de l'augmentation de capital de € 6.815.982,00, soit € 117.916.488,60, constituera une prime de apport qui sera inscrite à un compte spécial intitulé « prime d'apport » au bilan du bénéficiaire.

Il est précisé qu'il sera proposé à l'Assemblée Générale Extraordinaire du 16 mai 2006 de procéder à l'imputation sur le montant total de la prime d'apport un montant de € 694.427,93 qui sera affecté à la réserve légale.

3 - DILIGENCES EFFECTUEES ET APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DE LA REMUNERATION DE L'APPORT EN NATURE DE TITRES PROPOSE

3.1 - DILIGENCES EFFECTUEES PAR LES COMMISSAIRES AUX APPORTS

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires selon les normes de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes pour vérifier le caractère équitable de la rémunération proposée.

Nos diligences ont consisté, pour l'essentiel, à :

- nous entretenir avec les représentants des sociétés concernées par l'opération d'apport afin de comprendre l'opération envisagée et le contexte dans lequel elle se situe, et pour analyser les modalités comptables, juridiques et fiscales envisagées ;

- examiner le projet de traité d'apport ;

- prendre connaissance des éléments financiers historiques et prévisionnels établis par le management de CaixaBank France et de Boursorama pour apprécier leur cohérence au regard des éléments dont nous avons eu connaissance au cours de notre mission ;

- apprécier le caractère cohérent des données prévisionnelles qui ont été fournies par le management de CaixaBank France et de Boursorama et sur la base desquelles repose l'évaluation ;

- vérifier la correcte mise en œuvre des méthodes d'évaluation;

- procéder à des simulations permettant de mesurer la sensibilité de la valeur attribuée à chacune des sociétés aux différents paramètres et hypothèses ;

- nous assurer que les comptes des sociétés Hodefi et CaixaBank ont été certifiés sans réserve et sans observation par les Commissaires aux Comptes et que les comptes consolidés et sociaux de la société Boursorama clos au 31 décembre 2005 ont été certifiés sans réserve et sans observation par les Commissaires aux Comptes ;

- procéder en tant que de besoin à des travaux de revue limitée notamment sur la base d'entretien ;

- vérifier, jusqu'à la date du présent rapport, l'absence de faits ou d'événements susceptibles de remettre en cause les valeurs relatives ;

- analyser la pertinence des critères retenus pour la détermination des valeurs relatives et rechercher d'autres critères envisageables ;

- demander aux dirigeants de la société CaixaBank France et de Boursorama de nous confirmer l'exhaustivité des informations transmises sur cette opération, ainsi que l'absence d'événements significatifs susceptibles de remettre en cause les hypothèses ayant servi de base à la détermination des valeurs relatives.

3.2 – VERIFICATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES ATTRIBUEES AUX ACTIONS DES SOCIETES PARTICIPANT A L'OPERATION

3.2.1 – PRESENTATION DES METHODES UTILISEES POUR DETERMINER LES VALEURS RELATIVES ATTRIBUEES AUX ACTIONS DES DEUX SOCIETES

Sous réserve de la réalisation des conditions suspensives qui seront soumises à l'Assemblée Générale Extraordinaire de Boursorama, la détermination de la rémunération de l'apport des titres résulte des évaluations effectuées des deux sociétés. Pour déterminer le nombre d'actions à émettre pour Boursorama en rémunération de l'apport de titres de la société CaixaBank France détenus par Hodefi, les sociétés ont procédé à une comparaison entre les valorisations respectives retenues pour les droits sociaux des deux sociétés par application d'une approche multicritères qui est ainsi exposée en annexe du projet de traité d'apport. Parmi les critères usuellement utilisés pour l'évaluation des sociétés, il a été retenu ceux qui étaient pertinents eu égard à l'activité et aux particularités des sociétés bénéficiaire et apporteuse. Les méthodes utilisées dans l'approche multicritères sont détaillées ci-après.

3.2.1.1. BOURSORAMA (*Société Bénéficiaire des apports*)

Les parties sont convenues de valoriser Boursorama à sa valeur réelle sur la base des comptes à fin décembre 2005 et des hypothèses transcrites dans le Business Plan de Boursorama « *Stand Alone* ».

Boursorama a été évaluée sur la base des deux méthodes suivantes :

- Le cours de bourse, référence naturelle la Société étant cotée et la liquidité du titre suffisante,
- L'approche intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie futurs (*Discounted Cash Flow* ou *DCF*).

Les autres approches, basées sur les comparables boursiers et sur les multiples de transaction impliquant des sociétés comparables, n'ont pas été jugées pertinentes.

Il n'existe pas de véritable comparable boursier : les plus proches sont probablement DAB Bank et Comdirect en Allemagne, et se distinguent de Boursorama par (i) la concentration géographique de leur activité sur leur marché domestique, (ii) l'absence d'un portail internet largement visité générant des revenus média et des prospects bancaires, et (iii) par un *business model* d'ores et déjà axé sur une activité de banque directe.

Par ailleurs, à notre connaissance aucune transaction portant sur une cible semblable à Boursorama n'a eu lieu récemment sur le marché européen.

L'acquisition de Keytrade, courtier en ligne présent au Benelux, par Crédit Agricole, en 2005 n'a pas été retenue. Ce courtier n'est que très faiblement comparable à Boursorama, qui a entrepris une diversification de ses activités (épargne, media) et qui opère sur des zones géographiques différentes.

De même, les critères de valorisation basés sur l'actif net comptable ou réévalué n'ont pas été mis en œuvre car jugés non adaptés à une société comme Boursorama, qui n'a pas une activité de banque traditionnelle (absence, notamment, d'activités de crédit et donc de problématiques bilantielles).

A – Approche par le cours de Bourse

Compte tenu de sa cotation sur le marché Eurolist d'Euronext Paris, la méthode du cours de Bourse a été retenue à titre principal pour la valorisation de l'action Boursorama. L'action Boursorama bénéficie d'une liquidité satisfaisante, alimentée par un flottant suffisamment ample et par un suivi régulier de la part d'un certain nombre d'analystes financiers.

A l'issue des négociations entre les parties, le cours de l'action Boursorama retenu est de € 7,32 correspondant à la moyenne des cours de clôture des 40 séances de bourse précédant le 30 décembre 2005. La valorisation de Boursorama ressort à M€ 499,9.

Le tableau ci – dessous présente les cours extrêmes et le cours moyen sur la période du 1er janvier 2005 à la date de l'annonce de l'opération, le 27 janvier 2006.

- Cours moyen : 6,78
- Plus haut : 9,17
- Plus bas : 5,25

Cette fourchette se compare au cours retenu par les parties, soit € 7,32 par action.

B - Approche « *Discounted Cash Flow*» ou "DCF"

La méthode de valorisation par les flux de trésorerie futurs, ou « DCF», est généralement considérée comme la plus pertinente dans le cadre de la valorisation d'une entreprise dans la mesure où elle permet d'intégrer les composantes stratégique, économique et financière de la société, et de prendre en compte les facteurs de risque et de temps.

Cette méthode a été utilisée en complément de la méthode du cours de bourse. Les cash flows « libres », disponibles pour l'actionnaire, ont été estimés sur la base de projections internes couvrant la période 2006 / 2010.

Ces cash flows ont été actualisés au coût moyen du capital, égal au coût des fonds propres en raison du faible endettement de Boursorama. Le coût des fonds propres a été déterminé à partir d'un taux d'intérêt sans risque de 3,43% (*correspondant à la moyenne des taux de l'OAT à 10 ans au cours des 40 derniers jours de bourse de 2005*) et d'une prime de risque de marché de 4,54% (*correspondant à la moyenne long terme des primes de risque de marché utilisées par les analystes suivant la valeur Boursorama*). Le bêta a été pris égal à 1,2. Ces hypothèses aboutissent à retenir un taux d'actualisation de 8,88%. La valeur terminale a été calculée en utilisant un taux de croissance perpétuel égal à 2%.

Sur ces bases, la valeur des capitaux propres de Boursorama Stand Alone s'établit à M€ 499,6, résultat qui corrobore la valeur de l'action retenue par les parties telle que décrite dans le paragraphe précédent.

3.2.1.2. CAIXABANK FRANCE (*société dont les titres sont apportées*)

Boursorama a procédé à l'évaluation de la société sur la base de la méthode des méthodes suivantes :

- Actif net comptable à fin décembre 2005,
- Discounted Dividend Method ou « *DDM* ».

Les autres approches, basées sur les comparables boursiers et sur les multiples de transaction impliquant des sociétés comparables, n'ont pas été jugées pertinentes.

A la connaissance de la société, il n'existe pas de fusion ou acquisition récente impliquant une banque de détail dont la taille et l'activité soient suffisamment comparables à CaixaBank France. De même, il n'existe pas de banques de détail cotées de taille et d'activité comparables à celle de CaixaBank France qui puissent servir de comparables.

Les méthodes analogiques (*Multiple de sociétés comparables boursiers et multiples de transaction comparables*) n'ont pas été jugées pertinentes et n'ont donc pas été retenues.

A – Actif net comptable

Ce critère de valorisation est pertinent s'agissant de la valorisation d'une banque de détail. Le ratio de valorisation retenu pour l'opération est de une fois la situation nette comptable de CaixaBank France à fin 2005, ce qui valorise la cible à M€ 234, soit après ajustement prévu en cash dans le « agreement for acquisition » une valeur de M€ 230.

On notera que les résultats générés par CaixaBank France entre la date retenue pour la valorisation de la situation nette (31 décembre 2005) et le closing de l'opération d'acquisition resteront acquis à Boursorama.

B – Valorisation par la méthode dite « *Discounted Dividend Model* » (DDM)

En l'absence de comparables boursiers ou de transactions similaires, eu égard à l'activité de CaixaBank France, la méthode de valorisation la plus pertinente est la méthode intrinsèque par actualisation des flux futurs. Cette valorisation s'appuie sur des flux prévisionnels définis à partir d'un niveau de fonds propres cible (ratio Tier 1 cible de 6,5% en période de croisière, cohérent avec les activités purement retail de CaixaBank France). Les flux qui sont ainsi actualisés correspondent donc à l'excédent de fonds propres, disponible pour l'actionnaire, à partir de 2006.

Pour mettre en œuvre cette méthode, Boursorama a élaboré un plan prévisionnel consolidé de CaixaBank France autour de deux axes : (i) stand alone et (ii) en tenant compte de la totalité des synergies mobilisables avec Boursorama.

S'agissant du business plan stand alone, Boursorama a adapté le plan stratégique et financier élaboré par CaixaBank France sur la période 2006 à 2020, après confrontation des hypothèses avec celles retenues pour des activités similaires au sein du Groupe Société Générale.

S'agissant du business plan comprenant la totalité des synergies, les fondamentaux reposent sur les éléments suivants :

- Soutien du Groupe Société Générale à l'exécution du rapprochement envisagé et notamment :
  - reclassement en son sein du personnel dont les postes ne seraient pas maintenus dans la nouvelle organisation, tous profils confondus (personnel en agence, fonctions support du siège)
  - acquisition des droits au bail sur une partie des agences cédées,
  - rachat par les enseignes Société Générale ou Crédit du Nord des clients de CaixaBank France qui préféreraient demeurer dans le cadre d'une relation bancaire traditionnelle
- Abandon de la clause de retour à meilleure fortune
- Prise en compte d'un taux d'attrition de la clientèle défini par région et par agence
- Adoption d'une dynamique commerciale fondée sur le maintien ou l'amélioration des produits phare des deux entités
- Identification de nombreuses sources de synergies entre les deux sociétés, dont certaines n'ont pas encore été chiffrées :
  - des synergies commerciales, grâce à l'utilisation du portail www.boursorama.com et à un dispositif complémentaire (call center / agences) permettant d'optimiser la transformation de prospects en clients et la maximisation des ventes croisées ;

- o des synergies techniques, liées à la fusion des plate-formes de transaction et de back-offices ;
- o des synergies liées à la mise en commun des moyens humains, techniques, logistiques, et à la renégociation de contrats fournisseurs

Le cash flow prévisionnel est égal au résultat net avec fonds propres normatifs (par hypothèse, les investissements et les amortissements se compensent) diminué ou augmenté du besoin ou ressource en fonds propres nécessaire afin de respecter les ratios réglementaires cible.

Les cash flows « libres » de CaixaBank France ont été actualisés à un taux correspondant au coût du capital. Celui-ci a été déterminé à partir d'un taux d'intérêt sans risque de 3,43% (*correspondant à la moyenne des taux de l'OAT à 10 ans au cours des 40 derniers jours de bourse de 2005*) et d'une prime de risque de marché de 4,54% (*correspondant à la moyenne long terme des primes de risque de marché utilisées par les analystes suivant la valeur Boursorama*). Le bêta a été pris égal à 1,1 compte tenu de la récurrence des résultats de la banque de détail en France. Ces hypothèses aboutissent à retenir un taux d'actualisation de 8,5%.

La valeur terminale (VT) au-delà de 2020 a été calculée en utilisant le modèle de Gordon. Celui-ci vise à déterminer le prix théorique qu'un investisseur est prêt à offrir pour un actif compte tenu de son risque, de sa rentabilité normalisée mesurée par le retour sur fonds propres (ROE) et de son taux de croissance à long terme (pris égal à 2%), selon la formule suivante :

$$VT = \text{Fonds Propres} * \frac{\text{Return On Equity (ROE)} - \text{taux de croissance}}{\text{Coût des fonds propres} - \text{taux de croissance}}$$

La valorisation ainsi obtenue conforte la valeur d'apport retenue pour CaixaBank France dans le projet de traité d'apport soit M€ 230.

L'application de ces méthodes à chacune des entités conduit aux valorisations suivantes :

- € 230.443.968,50, divisé par 25.875.000 actions soit € 8,906047092 par action pour CaixaBank France ;
- € 502.063.867,20, divisé par 68.587.960 actions soit € 7,32 par action pour Boursorama ;
- Soit un rapport d'échange implicite de : € 8,906047092/€ 7,32 = 1,2166731 ; 1,2166731 actions de Boursorama pour 1 action CaixaBank France. Boursorama devra donc émettre 31.481.416 actions.
- La rémunération des apports peut encore être déterminée comme étant égale à la valeur réelle de l'apport divisé par la valeur réelle par action de la société bénéficiaire de l'apport soit : € 230.443.968,50/€ 7,32 = 31.481.416 actions.

Toutefois, l'acquisition de CaixaBank France se fait en partie par un paiement en cash (€ 105.711.497,90) et en partie en titre (€ 124.732.470,60). Dans ces conditions, la rémunération des apports en titre s'effectuera sur la base de € 124.732.470,60 en émettant 17.039.955[1] actions nouvelles de € 0,4 de nominal.

[1] Valeur de l'apport rémunéré en titre/valeur réelle par action de la bénéficiaire soit € 124.732.470,60/€ 7,32 = 17.039.955 actions nouvelles.

3.2.2 –APPRECIATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES ATTRIBUEES AUX ACTIONS DES DEUX SOCIETES

Pour nous prononcer sur la parité, nous avons donc eu à notre disposition :

- l'évaluation de CaixaBank France faite par le management de Boursorama (après revue des hypothèses par le Groupe Société Générale) ainsi que l'évaluation de Boursorama
- les Business Plans des deux entités
- les comptes consolidés de Boursorama pour l'exercice 2005
- les projets de comptes sociaux et consolidés de Hodefi et les comptes sociaux de CaixaBank France pour l'exercice 2005 et de ses filiales Caixa Gestion SNC et Caixa Assurances SNC

Les analyses que nous avons effectuées nous conduisent à formuler les commentaires suivants :

Tout d'abord, il convient de préciser que les sociétés présentes à l'opération exercent des activités différentes :

- CaixaBank France est une banque de détail disposant d'un réseau physique de 55 agences avec une activité principalement centrée sur la distribution de crédit immobilier ;

- Boursorama est un distributeur de produits d'épargne en ligne et un portail d'information financière.

Dans ces conditions, les critères de comparaisons habituellement utilisés pour déterminer la pesée relative des sociétés dans la mise en œuvre des méthodes de valorisation doivent être cohérents entre eux.

3.2.2.1. Sur les méthodes écartées

A - ACTIF NET REEVALUE

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et passifs.

Boursorama a considéré que cette méthode était peu appropriée pour valoriser Boursorama et CaixaBank France dans la mesure où son actif net est essentiellement composé d'actifs majoritairement contrôlés et non de participations financières minoritaires.

Nous n'avons pas de remarque sur les raisons qui ont conduit Boursorama à écarter cette méthode. En effet, la méthode de l'actif net réévaluée ne permet pas d'appréhender la valeur de sociétés comme Boursorama et CaixaBank France, les actifs ne recelant pas en eux-mêmes de plus values latente significatives hormis le fonds de commerce qui est appréhendé par ailleurs à travers la valorisation de cash-flows actualisés qui a été mise en œuvre.

B – APPROCHE ANALOGIQUE

Les critères traditionnels de valorisation suivants n'ont pas été retenus compte tenu de l'absence de transactions comparables et/ou de la difficulté de trouver des sociétés cotées présentant des similitudes avec Boursorama et CaixaBank France.

Boursorama a considéré que cette approche était peu appropriée à l'évaluation de Boursorama et de CaixaBank France pour les raisons explicitées en annexe du projet de traité d'apport.
Sur le principe, nous n'avons pas de remarque sur la non prise en compte de cette approche, compte tenu de la difficulté de trouver des sociétés directement comparables.

3.2.2.2. Sur les méthodes retenues

- CONCERNANT BOURSORAMA

A – COURS DE BOURSE

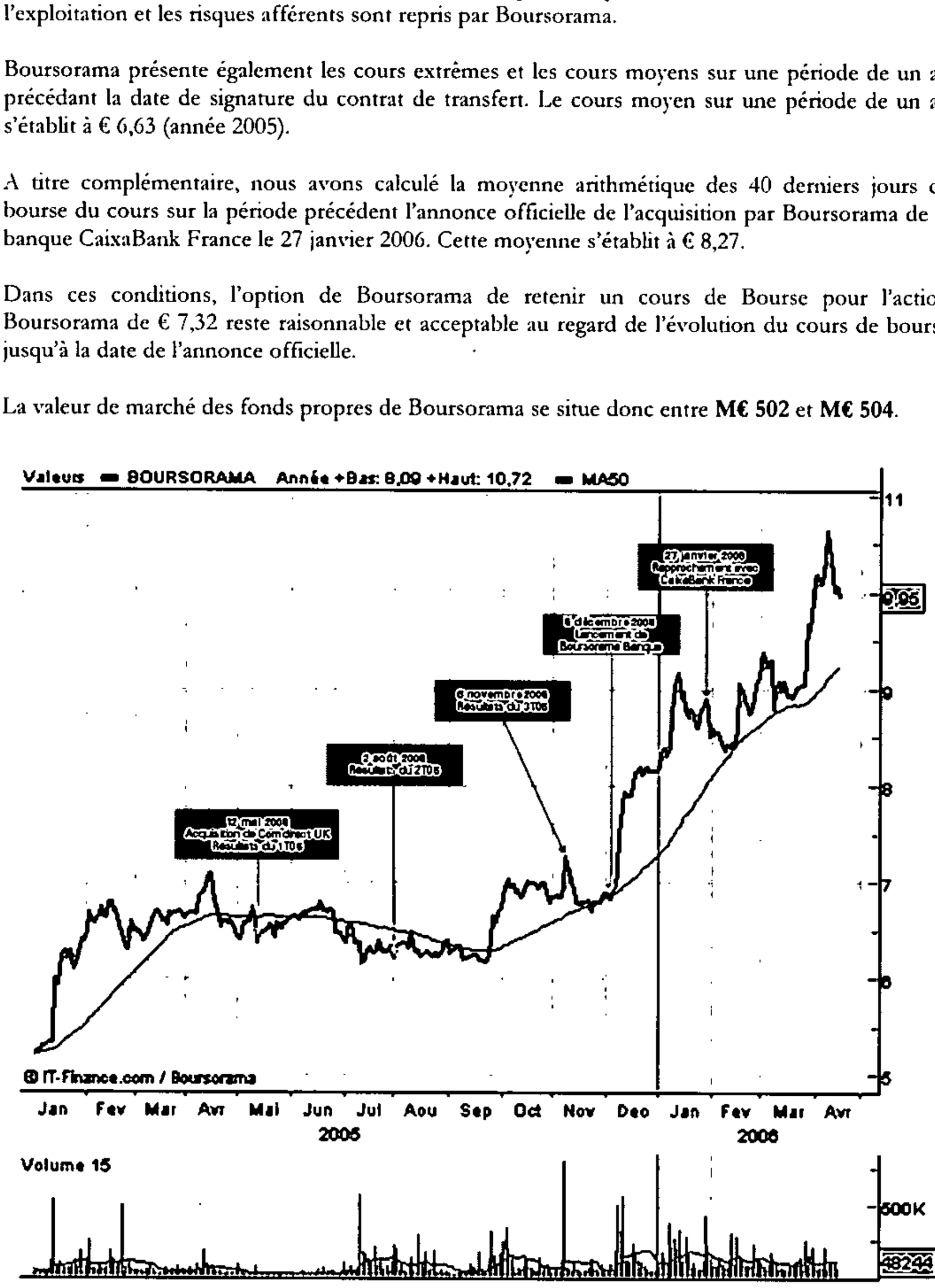
Boursorama a calculé la moyenne des cours de clôture des 40 séances de bourse précédant le 30 décembre 2005. Boursorama considère, en effet, qu'à compter de cette date les résultats de l'exploitation et les risques afférents sont repris par Boursorama.

Boursorama présente également les cours extrêmes et les cours moyens sur une période de un an précédant la date de signature du contrat de transfert. Le cours moyen sur une période de un an s'établit à € 6,63 (année 2005).

A titre complémentaire, nous avons calculé la moyenne arithmétique des 40 derniers jours de bourse du cours sur la période précédent l'annonce officielle de l'acquisition par Boursorama de la banque CaixaBank France le 27 janvier 2006. Cette moyenne s'établit à € 8,27.

Dans ces conditions, l'option de Boursorama de retenir un cours de Bourse pour l'action Boursorama de € 7,32 reste raisonnable et acceptable au regard de l'évolution du cours de bourse jusqu'à la date de l'annonce officielle.

La valeur de marché des fonds propres de Boursorama se situe donc entre **M€ 502** et **M€ 504**.



B – MÉTHODE DITE DU DISCOUNTED CASH FLOW (DCF)

Boursorama nous a communiqué les hypothèses sur la base desquelles elle a formulé son prix d'acquisition de CaixaBank France et la rémunération des apports.

Nous avons analysé les hypothèses retenues et avons vérifié les calculs d'actualisation des flux. Nous avons également testé la sensibilité du modèle aux hypothèses retenues.

Le management de Boursorama a développé cette méthode en s'appuyant sur les travaux réalisés dans le cadre de la consolidation des comptes à fin décembre 2005. Pour mettre en œuvre cette méthode, le management a utilisé le Business Plan élaboré en interne sur la période de 2006e à 2010e puis en retenant un taux de progression du résultat d'exploitation après impôts (NOPAT[2]) de 2% par an jusqu'à fin 2016e. Le Business Plan correspond à celui utilisé dans le cadre des tests de dépréciation (« Impairment Test») des écarts d'acquisition et de valorisation des marques lors de l'établissement des comptes consolidés de Boursorama certifiés sans réserve et sans observation par les commissaires aux comptes.

Ce Business Plan dont nous avons examiné les hypothèses détaillées, nous semble cohérent au regard des caractéristiques de l'activité de Boursorama et de son marché de clientèle. De même, nous n'avons pas de remarque à formuler sur les modalités de construction de ce Business Plan.

Par ailleurs, le taux d'actualisation retenu par le management de Boursorama se situe à 8,88% en valeur centrale. Sur la base d'un taux OAT à 10 ans à la date de notre rapport et d'un taux de croissance de 3% la valeur induite conforte la valeur retenue pour Boursorama dans le cadre de la rémunération de l'apport.

Cette méthode nous paraît pertinente pour valoriser Boursorama.

Sur la base de ces analyses de sensibilité, les autres hypothèses demeurant inchangées, nous aboutissons à une fourchette de valorisation de € 500 (DCF) - € 504 (cours de bourse) conforme en valeur centrale (M€ 502) à la valorisation retenue par Boursorama.

- CONCERNANT CAIXABANK FRANCE

A – ACTIF NET COMPTABLE

Ce critère de valorisation est pertinent s'agissant de la valorisation d'une banque de détail en phase de maturité ayant atteint une taille critique sur le marché français. Or cette méthode est difficilement adaptable au cas présent dans la mesure où la CaixaBank France a une rentabilité relativement faible correspondant principalement à un effet de positionnement et de taille sur le marché et un coefficient d'exploitation élevé.

Le multiple implicite de fonds propres retenu pour l'opération est de une fois la situation nette comptable de CaixaBank France à fin 2005, soit M€ 230. En lui-même, ce multiple apparaît faible par rapport aux multiples généralement observés sur le marché et traduit les faiblesses mentionnées ci-dessus.

B – METHODE DITE DU DISCOUNTED DIVIDEND MODEL (DDM)

Le management de Boursorama a développé cette méthode en s'appuyant sur un modèle utilisé pour le secteur financier, c'est-à-dire en prenant des flux prévisionnels définis à partir d'un niveau de fonds propres cible. Cette méthodologie est en effet plus adaptée aux établissements financiers mais d'application difficile pour des sociétés qui ne distribuent pas de dividende dont la proportion des dettes financières aux fonds propres ne reste pas constantes dans le temps.

---

[2] Résultat Net d'exploitation après impôts

Pour mettre en œuvre cette méthode, Boursorama a utilisé le Business Plan élaboré par la CaixaBank France sur la période 2006 à 2020. Ce Business Plan 2006 à 2020 présente les prévisions stratégiques de Boursorama après acquisition de CaixaBank France.

Le Business Plan établi par Boursorama pour CaixaBank France, nous semble volontariste mais cohérent avec les prévisions de marché. De même, nous n'avons pas de remarque à formuler sur les modalités de construction de ce Business Plan.

Par ailleurs, le taux d'actualisation retenu par le management de CaixaBank France se situe à 8,5% en valeur centrale. Ce taux nous paraît faible compte tenu de la mise en œuvre d'un nouveau « *Business Model* ».

Sur la base d'un taux OAT à 10 ans à la date de notre rapport et d'un taux de croissance de 3% la valeur induite permet de conforter la valeur d'apport déterminée par Boursorama.

Enfin, nous avons recoupé la valeur terminale du management en la calculant sur la base de l'actualisation à l'infini du résultat 2020e supposé normatif, avec une hypothèse de taux de croissance de 2% et de taux d'actualisation de 8,5% (valeur centrale de la fourchette de taux d'actualisation retenue par le management de Boursorama).

Il ressort de l'approche intrinsèque mise en œuvre ci-dessus (DDM) que cette valeur de M€ 230 pour CaixaBank France intègre une partie des synergies anticipées pour l'opération.

Sur la base de ces analyses de sensibilité, les autres hypothèses demeurant inchangées, nous aboutissons une fourchette de valorisation de M€ 230 - M€ 253, légèrement supérieure à celle du management de Boursorama qui ressort à M€ 230 (prix d'acquisition des titres de CaixaBank France).

3.2.2.3. Méthodes alternatives mises en place par les commissaires aux apports

A titre complémentaire, nous avons mis en œuvre deux autres méthodes intrinsèques en effectuant des tests de sensibilité : les approches donnent une approximation raisonnable des valeurs d'apport pour CaixaBank France.

Synthèse des méthodes et critères appliqués à Boursorama et CaixaBank France

€m Méthode de valorisation	
Boursorama	
Cours de Bourse	504
Discounted Cash Flow	502
Valeur centrale	**503**
CaixaBank France	
Actif Net comptable à fin décembre 2005	230
Discounted Dividend Method (DDM)	253
Gordon Shapiro	231
Valeur centrale	**238**

3.3 – APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DE LA REMUNERATION DE L'APPORT PROPOSE

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires selon les normes de la Compagnie Nationale des Commissaires Aux Comptes pour apprécier le caractère équitable de la rémunération des apports.

En particulier, nous avons analysé le positionnement du poids relatif proposé par rapport aux valeurs relatives que nous avons jugées pertinentes.

3.3.1 - ANALYSE DU POSITIONNEMENT DE LA REMUNERATION DE L'APPORT

Il résulte des valeurs précédemment énoncées un rapport d'échange implicite de 1,2166731 action Boursorama pour 1 action de la société CaixaBank France ressortant des valeurs relatives présentées ci-avant.

Nous constatons que le rapport d'échange se situe dans la fourchette des valeurs relatives obtenues.

En outre, il est important de souligner que CaixaBank France peut difficilement être comparées à d'autres sociétés du secteur ainsi que Boursorama. De ce fait, il est difficile d'utiliser des critères et méthodes pertinents communs aux deux sociétés à l'exception de ceux fondés sur des approches intrinsèques (DCF et DDM). De plus, ces approches comportent par nature des hypothèses basées sur des prévisions présentant un caractère incertain qui peuvent différer des réalisations.

Par ailleurs, le rapport d'échange implicite résulte de la négociation entre deux parties indépendantes l'un de l'autre et en l'absence d'opérations récentes dans le secteur ou d'informations suffisantes sur les transactions, nous considérons que l'acquisition constitue la meilleure approche pour apprécier le positionnement du rapport d'échange.

Le poids relatif des valeurs CaixaBank France/Boursorama établies par le management de Boursorama dans le projet de traité d'apport ressort à 31,5% pour 100% Caixabank France et 68,5% pour Boursorama.

A l'issue de nos travaux, ces valeurs relatives sont confortées par les tests de sensibilité qui ont été mis en oeuvre. Enfin, nous n'avons pas trouvé d'autres éléments significatifs susceptibles de remettre en cause le caractère équitable de la rémunération de l'apport.

3.3.2 – INCIDENCE DE LA REMUNERATION DE L'APPORT SUR LA SITUATION FUTURE DES DIFFERENTES CATEGORIES D'ACTIONNAIRES

Nous avons testé l'impact sur la répartition du capital de la société bénéficiaire des apports après apports des titres de la société Hodefi, en fonction des différents rapports d'échange ainsi obtenus. La sensibilité de la répartition du capital de Boursorama aux différents rapports d'échange est relativement faible. Le seul franchissement de seuils significatif est celui de l'actionnaire Hodefi qui franchit le seuil de 15% avec le rapport d'échange.

Par ailleurs, l'examen de la situation individuelle des différentes catégories d'actionnaires avant et après l'apport et compte tenu des hypothèses du Business Plan et des modalités retenues pour l'opération, la rémunération de l'apport ne devrait pas entraîner d'appauvrissement durable pour chaque catégorie d'actionnaires.

Le succès de cette opération s'inscrit dans le cadre d'un soutien important du Groupe Société Générale et comporte la mise en œuvre de synergies significatives entre CaixaBank France et Boursorama.

4 - CONCLUSION

En conclusion de nos travaux, nous sommes d'avis que la rémunération proposée pour l'apport conduisant à émettre 17.039.955 actions de la société Boursorama est équitable.

Paris, le 21 avril 2006.

Les Commissaires aux Apports

Membres de la Compagnie Régionale de Versailles

Fabrice ODENT

Jean-Luc TOURNAIRE