René RICOL
2 avenue Hoche
75008 – PARIS

Dominique LEDOUBLE
99 boulevard Haussmann
75008 – PARIS

Vincent BAILLOT
7 rue du Parc de Clagny
78000 - VERSAILLES

Greffe du Tribunal de
Commerce de Paris
I M R
30 JUIN 2008
N° DE DÉPOT 88324

Gaz de France/Suez

Fusion -Absorption de la société Suez par la société Gaz de France

-=-

Rapport des commissaires à la fusion sur le rapport d'échange

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Madame le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 30 mai 2006, concernant l'opération de fusion par voie d'absorption de la société Suez par la société Gaz de France, nous avons établi le présent rapport sur la rémunération des apports prévu à l'article L. 236-10 du Code de Commerce, étant précisé que notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le projet de traité de fusion signé par les représentants des sociétés concernées en date du 5 juin 2008. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes relative à cette mission; cette doctrine requiert 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 du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre rapport est organisé selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération.
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération.
3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé.
4. Conclusion.

Aucun avantage particulier n'a été stipulé dans cette opération et nous n'en avons constaté aucun. Les droits particuliers dont bénéficiera l'Etat français dans la société fusionnée trouvent leur fondement dans l'article 24-1 de la loi du 9 août 2004 modifiée.

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

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1. SOCIETES CONCERNEES

(i) Société absorbante

Gaz de France, initialement constituée sous forme d'EPIC le 8 avril 1946, est une société anonyme à conseil d'administration depuis le 20 novembre 2004.

Le capital social de Gaz de France s'élève actuellement à 983 871 988 €. Il est divisé en 983 871 988 actions de 1 € de nominal chacune, toutes entièrement libérées et de même catégorie. Elles sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (Compartiment A) depuis le 8 juillet 2005. Gaz de France n'a consenti aucune option de souscription d'actions. A la date de signature du traité de fusion, l'Etat français détient environ 80 % du capital de la société Gaz de France.

Gaz de France a pour objet social, selon ses statuts, « *en France et à l'étranger, de :*

(a) prospecter, produire, traiter, importer, exporter, acheter, transporter, stocker, distribuer, fournir, commercialiser du gaz combustible ainsi que toute énergie ;

(b) réaliser le négoce de gaz ainsi que de toute énergie ;

(c) fournir des services de manière connexe aux activités précitées ;

(d) assurer les missions de service public qui lui sont assignées par la législation et la réglementation en vigueur, en particulier par la loi n° 46-628 du 8 avril 1946 sur la nationalisation de l'électricité et du gaz, la loi n° 2003-8 du 3 janvier 2003 relative aux marchés du gaz et de l'électricité et au service public de l'énergie, ainsi que la loi n°2004-803 du 9 août 2004 relative au service public de l'électricité et du gaz et aux entreprises électriques et gazières ;

(e) participer directement ou indirectement à toutes opérations ou activités de toute nature pouvant se rattacher à l'un des objets précités, ou de nature à assurer le développement du patrimoine social y compris des activités de recherche et d'ingénierie, par voie de création de sociétés ou d'entreprises nouvelles, d'apport, de souscription ou d'achat de titres ou de droits sociaux, de prises d'intérêt et de participations, sous quelque forme que ce soit, dans toutes entreprises ou sociétés, existantes ou à créer, de fusion, d'association ou de toute autre manière ;

(f) créer, acquérir, louer, prendre en location-gérance tous meubles, immeubles et fonds de commerce, prendre à bail, installer, exploiter tous établissements, fonds de commerce, usines, ateliers se rapportant à l'un des objets précités ;

(g) prendre, acquérir, exploiter ou céder tous procédés et brevets concernant les activités se rapportant à l'un des objets précités ;

(h) et plus généralement réaliser toutes opérations et activités de toute nature, industrielle, commerciale, financière, mobilière ou immobilière, y compris de services ou de recherche, se rattachant directement ou indirectement, en totalité ou en partie, à l'un quelconque des objets précités, à tous objets similaires complémentaires ou connexes ainsi qu'à ceux de nature à favoriser le développement des affaires de la société. »

Son siège social est situé à Paris (75017), 23 rue Philibert Delorme. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 542 107 651.

Le conseil d'administration est constitué de 18 administrateurs, dont 6 sont désignés par l'Etat, et 6 salariés.

Gaz de France, acteur majeur du marché du gaz naturel, dispose d'un portefeuille d'approvisionnements diversifiés et gère de longs réseaux de transport et de distribution. Les activités du groupe s'organisent avant la présente fusion de manière complémentaire autour de deux pôles et de six segments, hors holdings financières :

- fournitures d'Energie et de Services comprenant les segments Exploration-Production (appelé également « Amont »), Achat-Vente d'Energie et Services ;
- infrastructures comprenant les segments Transport-Stockage France, Distribution France et Transport Distribution International.

(ii) Société absorbée

Suez est une société anonyme à conseil d'administration dont le capital social s'élève à 2 617 883 906 €. Il est divisé en 1 308 941 953 actions de 2 € de nominal chacune, toutes entièrement libérées et de même catégorie. Elles sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (Compartiment A), sur le marché Euronext Brussels, à la cote officielle de la bourse de Luxembourg, sur la bourse Suisse (SWX Swiss Exchange), et font l'objet d'un programme *d'American Depositary Shares*.

Le public détient au 16 janvier 2008 environ 76% du capital. Le principal actionnaire est le Groupe Bruxelles Lambert qui, au 16 janvier 2008, détient 9,3% du capital et 14,1 % des droits de vote.

Par ailleurs, à la date de signature du traité de fusion, Suez :

- détient 2 ,73% de ses propres actions ;
- a consenti des options de souscription d'actions Suez ;
- et a également procédé à l'attribution d'actions gratuites Suez existantes sur le fondement de l'article L. 225-197-1 du Code de Commerce.

Le nombre total d'actions Suez susceptibles d'être créées à la suite de l'exercice des options de souscription d'actions s'élève à 39 101 997 actions.

Suez a pour objet social, selon ses statuts, « *la gestion et la mise en valeur de ses actifs présents et futurs, en tous pays par tous moyens et, notamment :*

a) l'obtention, l'achat, la prise à bail et l'exploitation de toutes concessions et entreprises relatives à l'alimentation des villes en eau potable ou industrielle, à l'évacuation et à l'épuration des eaux usées, aux opérations de dessèchement et d'assainissement, à l'irrigation et à l'établissement de tous ouvrages de transport, de protection et de retenue d'eau ;

b) l'obtention, l'achat, la prise à bail et l'exploitation de toutes activités de vente et de service aux collectivités et aux particuliers dans l'aménagement des villes et la gestion de l'environnement ;

c) l'étude, l'établissement et l'exécution de tous projets et de tous travaux publics ou privés pour le compte de toutes collectivités et particuliers ; la préparation et la passation de tous traités, contrats et marchés se rapportant à l'exécution de ces projets et de ces travaux ;

d) la prise de toutes participations sous forme de souscription, achat, apport, échange ou par tous autres moyens, d'actions, parts d'intérêts, obligations et tous autres titres de sociétés déjà existantes ou à créer ;

e) l'obtention, l'achat, la cession, la concession et l'exploitation de tous brevets d'invention, licences de brevets et tous procédés ;

f) et, généralement, toutes opérations industrielles, commerciales, financières, mobilières et immobilières pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social ou de nature à favoriser et à développer l'activité de la société. »

Son siège social est situé à Paris (75008), 16, rue de la Ville l'Evêque. Elle est immatriculée au registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 542 062 559.

Suez est un acteur majeur de la gestion de services d'utilité publique dans l'électricité, le gaz, les services à l'énergie, l'eau et la propreté, en Europe et dans le monde. Ses clients comprennent des collectivités, des entreprises et des particuliers. L'organisation des activités du groupe est intégrée autour de deux domaines d'activité :

- Suez Energie comprenant les pôles Suez Energie Europe, Suez Energie International et Suez Energie Services ;
- Suez Environnement.

(iii) Lien entre les sociétés

A la date de signature du projet de traité de fusion :

- Gaz de France détient directement 8 049 212 actions Suez de 2 € de nominal représentant 0,615% du capital sur la base des 1 308 941 953 actions et 0,539% des droits de vote de Suez sur la base des 1 491 841 800 droits de vote existant au 2 juin 2008. Gaz de France s'engage à ne pas acquérir ou céder d'actions Suez supplémentaires entre la date du projet de traité et la date de réalisation de la fusion ;
- Suez détient indirectement 9 800 000 actions Gaz de France de 1 € de nominal représentant 0,996 % du capital et des droits de vote de Gaz de France sur la base des 983 871 988 actions et droits de vote. Suez s'engage à ne pas acquérir d'actions Gaz de France supplémentaires entre la date du projet de traité et la date de réalisation de la fusion.

iv) Dirigeants communs

A la date de signature du projet de fusion, les sociétés parties à la fusion n'ont pas d'administrateurs communs.

1.2. CONTEXTE ET BUT DE L'OPERATION

Les Conseils d'administration de Gaz de France et Suez se sont prononcés en faveur du projet de fusion et l'ont annoncé publiquement au mois de février 2006. Ce projet a fait l'objet d'une annonce de nouvelles modalités par communiqué de presse commun des deux sociétés le 3 septembre 2007.

Ainsi qu'il est mentionné au projet de traité de fusion, l'opération projetée s'inscrit dans un contexte de mutation profonde et accélérée du secteur énergétique en Europe. Pour réduire leur exposition aux risques liés à l'évolution de ce secteur et assurer leur compétitivité à long terme sur le marché, la stratégie actuelle des acteurs consiste notamment à :

- se développer dans les deux secteurs du gaz et de l'électricité en s'appuyant sur un portefeuille d'activités récurrentes (infrastructures) et concurrentielles, en respectant les impératifs de gestion séparée de ces activités prévus par les cadres juridiques communautaires et nationaux ;
- optimiser leurs approvisionnements en électricité par le déploiement de moyens de production diversifiés ou de *sourcing* et en gaz par le développement d'un pôle exploration-production et la conclusion de contrats à long terme avec des producteurs géographiquement diversifiés ;
- investir dans le gaz naturel liquéfié pour bénéficier d'une plus grande flexibilité et poursuivre la diversification de leur portefeuille de ressources tout en continuant à participer au développement des infrastructures de transit et/ou de GNL en Europe.

La fusion des deux entreprises créera un leader mondial de l'énergie avec un fort ancrage en France et en Belgique. Cette opération industrielle majeure devrait permettre d'accélérer l'évolution des deux groupes en fonction des enjeux qui viennent d'être rappelés.

Plus spécifiquement, la logique industrielle de l'opération se décline autour de quatre axes principaux :

- l'atteinte d'une taille mondiale sur les marchés gaziers permettant d'optimiser les approvisionnements ;
- une forte complémentarité géographique et industrielle permettant de renforcer et d'élargir le champ d'une offre compétitive sur les marchés énergétiques européens ;

- un positionnement équilibré dans des métiers et des régions obéissant à des cycles différents ;
- une politique d'investissement renforcée permettant de se positionner favorablement face aux enjeux sectoriels.

Le nouveau groupe s'appuiera sur de fortes positions sur ses marchés domestiques de la France et du Benelux et disposera des moyens financiers et humains nécessaires pour accélérer son développement sur ses marchés domestiques comme à l'international.

Suez et Gaz de France estiment que la fusion génèrera deux grands types de synergies et de gains d'efficacité :

- des économies d'échelle et des réductions de coûts, en particulier des approvisionnements (achats d'énergie, mais aussi hors énergie) et des coûts opérationnels (rationalisation des structures et mise en commun de réseaux et de services) ; et
- des effets de complémentarité exploités à travers une offre commerciale améliorée (marques complémentaires, couverture commerciale élargie) et un programme d'investissement efficace (rationalisation et accélération des programmes de développement, possibilité de croissance additionnelle dans de nouveaux marchés géographiques).

Parmi ces gains d'efficacité, certains se matérialiseront à court terme, mais d'autres supposent une mise en œuvre dans la durée avec la mise en place de plates-formes communes et l'optimisation complète des moyens et des structures de la nouvelle organisation.

1.3. OPERATIONS PREALABLES A LA FUSION

La fusion sera précédée des opérations suivantes :

Concernant le groupe Suez

Aux termes du projet annoncé le 3 septembre 2007 par Suez et Gaz de France, la fusion entre ces deux groupes s'accompagnera de la distribution par Suez à ses actionnaires (autres qu'elle-même) de 65 % des actions composant le capital de Suez Environnement Company, suivie, après la réalisation de la fusion entre Suez et Gaz de France, de l'admission de ces actions aux négociations sur les marchés réglementés Euronext Paris et Euronext Brussels.

Dans ce cadre, et afin de regrouper les activités du pôle environnement de Suez dans Suez Environnement Company, il est prévu différentes opérations préalables de réorganisation interne au sein du groupe Suez afin que, dans un premier temps, la totalité des actions de la société Suez Environnement, société de tête de ce pôle, soient détenues directement par Suez puis, dans un deuxième temps, que ces actions soient apportées à une société dédiée, la société Suez Environnement Company, sans activité à ce jour et destinée à être cotée.

Ces opérations internes préalables à la réalisation de la fusion comportent :

- l'absorption de la société Rivolam par Suez par voie de fusion simplifiée ; Rivolam est une société intégralement détenue par Suez, dont l'actif net est presque exclusivement constitué par sa participation d'environ 99,4 %, au capital de la société Suez Environnement ;
- l'apport par Suez, sous forme d'apport placé sous le régime juridique des scissions, de 100% des actions composant le capital de Suez Environnement au profit de la société Suez Environnement Company.

Suez Environnement Company deviendra ainsi la société holding de tête de l'ensemble des entités opérationnelles composant actuellement le pôle Environnement du groupe Suez.

Cet apport de titres sera suivi de la distribution par Suez à ses actionnaires (autres que Suez), d'une quote-part de ces actions nouvelles créées en rémunération de l'apport, représentant 65 % des actions composant le capital de sa filiale Suez Environnement Company après l'apport.

Après réalisation de la présente fusion entre Suez et Gaz de France, les actions de la société Suez Environnement Company feront l'objet d'une admission aux négociations sur les marchés Euronext Paris et Euronext Brussels, ce qui permettra à Suez Environnement Company de bénéficier d'une visibilité accrue en rapport avec sa stature et ses ambitions par un accès direct aux marchés financiers.

Le nouveau groupe GDF SUEZ, issu de la présente fusion, détiendra de manière stable 35 % du capital de Suez Environnement Company. Par ailleurs il participera à un pacte d'actionnaires avec certains des principaux actionnaires actuels de Suez, futurs grands actionnaires de Suez Environnement Company, qui devrait regrouper de l'ordre de 47% du capital de Suez Environnement Company (sur la base de l'actionnariat de Suez au 30 avril 2008). Ce pacte est destiné à assurer la stabilité de l'actionnariat de Suez Environnement Company et son contrôle par GDF SUEZ. Il a été signé le 5 juin 2008 entre Suez, la Caisse des Dépôts et Consignations, Sofina, Areva, CNP Assurances, Groupe Bruxelles Lambert et Suez Environnement Company, et entrera en vigueur à la suite de la réalisation de l'opération.

En conséquence, la participation détenue par GDF SUEZ dans Suez Environnement Company sera consolidée par intégration globale dans les comptes du nouveau groupe GDF SUEZ issu de la fusion. Cette participation permettra la poursuite de la stratégie de développement dynamique du pôle « Environnement ».

La distribution des actions Suez Environnement Company devrait être effectuée, dans le cadre des dispositions de l'article 115-2 du Code Général des Impôts, par prélèvement sur le poste « Prime d'Emission » au passif du bilan de Suez.

Par courriers en date du 3 juin 2008, la Direction Générale des Impôts a donné son accord de principe, sous réserve du respect de certaines conditions, à l'octroi des agréments et décisions de suivi d'agréments sollicitées aux fins de soumettre l'apport-distribution au régime fiscal de faveur prévu aux articles 210-B et 115-2 du CGI et permettre l'absence de remise en cause, dans le cadre de la fusion, objet des présentes, du bénéfice de ce régime fiscal de faveur.

Les plans d'options et d'actions gratuites Suez seront ajustés afin de tenir compte de cette distribution ainsi que de la fusion, conformément à la loi et aux règlements des différents plans.

L'absorption de Rivolam, l'apport des actions Suez Environnement à Suez Environnement Company ainsi que la distribution postérieure des actions de cette dernière seront soumis à l'approbation de l'assemblée générale de Suez lors de l'assemblée également appelée à approuver la fusion et ont vocation à se réaliser préalablement à la réalisation de celle-ci.

1.4. REGIME DE L'OPERATION, CONDITIONS SUSPENSIVES

Le régime de l'opération est le suivant :

- au regard du droit des sociétés, l'opération consiste en une fusion soumise aux dispositions des articles L. 236-1 et suivants du Code de Commerce ;
- sur le plan fiscal, l'opération est placée sous le régime de faveur prévu aux articles 210 A et 816 du Code Général des Impôts, respectivement en matière d'impôt sur les sociétés et de droits d'enregistrement ;
- l'opération sera réalisée à zéro heure le jour de l'admission aux négociations des actions Suez Environnement Company sur le marché Euronext Paris tel qu'indiqué dans l'avis d'Euronext Paris ; toutefois, elle sera comptablement et fiscalement réputée avoir un effet rétroactif au 1er janvier 2008, de sorte que toutes les opérations intervenues dans la société absorbée depuis cette date bénéficieront activement et passivement à la société absorbante.

La présente fusion est soumise aux conditions suspensives suivantes :

- approbation par l'assemblée générale de Suez et réalisation de la fusion par absorption de la société Rivolam ;

- approbation par les assemblées générales de Suez et de Suez Environnement Company et réalisation de l'apport d'actions Suez Environnement à Suez Environnement Company ;

- approbation par l'assemblée générale de Suez et réalisation de la distribution de 65% des actions Suez Environnement Company ;

- signature du pacte d'actionnaires concernant Suez Environnement Company ;

- décision d'Euronext Paris autorisant l'admission aux négociations sur le marché Euronext Paris des actions de Suez Environnement Company ;

- approbation par l'assemblée générale mixte de Suez du projet de traité de fusion, et notamment la dissolution sans liquidation de Suez en résultant ;

- approbation par l'assemblée générale extraordinaire de Gaz de France du projet de traité de la fusion et de l'augmentation de capital y afférente, telle qu'elle est stipulée au traité de fusion ;

- approbation par l'assemblée générale extraordinaire de Gaz de France, de la reprise des obligations de Suez au titre des options de souscription d'actions et des actions gratuites, ainsi que la suppression, le cas échéant, du droit préférentiel de souscription correspondant ;

- entrée en vigueur de l'arrêté du ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi fixant les modalités de l'opération (fixation de la parité et reprise des plans d'options), pris sur avis conforme de la Commission des participations et des transferts ;

- publication des objectifs de l'accord de coopération industrielle, commerciale et financière entre Gaz de France et Suez.

Il est précisé que le pacte d'actionnaires relatif à Suez Environnement Company a été signé le 5 juin 2008.

1.5. DESCRIPTION ET REMUNERATION DES APPORTS

Les termes et conditions du traité de fusion ont été établis par Gaz de France et Suez, sur la base de leurs comptes arrêtés au 31 décembre 2007 ayant fait l'objet de rapports par leurs commissaires aux comptes respectifs, et approuvés par leurs assemblées générales respectives en date du 19 mai 2008 et du 6 mai 2008.

Actif net apporté

Les éléments constitutifs de l'actif net apporté consistent en l'ensemble des actifs et passifs, biens, droits et obligations tels qu'ils existeront à la date de réalisation de l'opération.

En application du règlement n° 2004-01 du 4 mai 2004 du Comité de la réglementation comptable relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées, la fusion absorption de Suez par Gaz de France est réalisée sur la base des valeurs nettes comptables des éléments d'actif et de passif apportés par Suez, telles que figurant dans les comptes sociaux de Suez au 31 décembre 2007.

L'actif net apporté par Suez, ainsi déterminé, s'établit à **36 793 166 338 €**. Il sera corrigé en fonction de certaines opérations intervenues depuis le 1er janvier 2008.

En €

Actif net apporté avant correction	36 793 166 338
Prix d'émission des augmentations de capital depuis le 1er janvier 2008	47 810 633
Valeur comptable des titres Suez en auto-détention postérieurement au 31 décembre 2007	(1 456 840 674)
Montant des distributions de dividendes effectuées par Suez au titre de l'exercice 2007	(1 728 994 451)
Montant de la distribution des actions de Suez Environnement Company (augmenté de la quote-part du mali technique relatif aux actions Suez Environnement Company distribuées) qui seront attribuées aux actionnaires de Suez préalablement à la réalisation de la fusion	(4 467 539 790)
Montant de l'actif net apporté	**29 187 602 056**

Une description détaillée des apports figure dans le traité de fusion, le projet de prospectus de fusion et dans notre rapport sur la valeur des apports.

Rapport d'échange

La parité de fusion proposée aux actionnaires de Suez et de Gaz de France est fixée à 21 actions Gaz de France pour 22 actions Suez. Conformément à l'article L. 236-3 du Code de Commerce, il ne sera pas procédé à l'échange (i) des actions auto-détenues par Suez ni (ii) des actions Suez détenues par Gaz de France. A la date des présentes, Suez détient 35 724 397 actions Suez et Gaz de France détient 8 049 212 actions Suez.

En conséquence, en application du rapport d'échange visé ci-dessus, 1 207 660 692 actions nouvelles Gaz de France de 1 € de valeur nominale chacune, entièrement libérées, seraient créées par Gaz de France à titre d'augmentation de son capital de 1 207 660 692 €.

Les actions nouvellement créées seraient attribuées aux propriétaires des 1 265 168 344 actions composant le capital de Suez à la date des présentes, proportionnellement à leur participation au capital, déduction faite des 35 724 397 actions Suez en auto-détention et des 8 049 212 actions Suez détenues par Gaz de France. Il est précisé que la mise en œuvre du programme de rachat d'actions Suez a été suspendue le 28 mai 2008 après la séance de bourse et que l'exercice des options de souscription Suez a été suspendu le 22 mai 2008 après la séance de bourse.

Le capital de Gaz de France serait alors porté de 983 871 988 € à 2 191 532 680 €.

Prime de fusion

Sous réserve des ajustements éventuels dont le principe est déterminé par le traité de fusion, la prime de fusion correspond à la différence entre :

le montant de la quote-part (hors auto-détention) de l'actif net apporté par Suez (correspondant aux actions non détenues par Gaz de France)[1]	28 963 905 475 €
et le montant de l'augmentation de capital destinée à être attribuée aux actionnaires autres que Suez	1 207 660 692 €
Soit	27 756 244 783 €

Celle-ci pourra recevoir toute affectation, conforme aux principes en vigueur, décidée par l'assemblée générale des actionnaires.

De convention expresse, il est précisé qu'il sera proposé à l'assemblée générale extraordinaire de Gaz de France appelée à approuver le projet de fusion, d'autoriser le Conseil d'administration à procéder à tout prélèvement sur la prime de fusion en vue (i) de reconstituer, au passif de la société, les réserves et provisions réglementées existant au bilan de Suez, (ii) d'imputer sur la prime de fusion tous les frais, droits et impôts engagés ou dus dans le cadre de l'opération de fusion, (iii) de prélever sur ladite prime de fusion les sommes nécessaires pour la dotation à plein de la réserve légale et (iv) d'annuler les distributions reçues de Suez par Gaz de France sur la période intercalaire (c'est-à-dire entre la date d'effet et la date de réalisation de la fusion).

Mali de fusion

Il résultera de l'annulation des actions Suez détenues par Gaz de France un mali de fusion de 32 385 223 € déterminé comme suit :

Le montant de la quote-part (hors actions auto-détenues) de l'actif net apporté[2] par Suez à titre de fusion correspondant aux actions détenues par Gaz de France, s'élevant à	223 696 581 €
La valeur nette comptable des actions Suez détenues par Gaz de France s'élevant à	256 081 804 €
La différence représente le mali de fusion, qui s'élève à	32 385 223 €

[1] Avant les retraitements liés aux distributions de la période intercalaire, diminué de l'intégralité desdites distributions

[2] Avant les retraitements liés aux distributions de la période intercalaire, diminué de l'intégralité desdites distributions

Ce mali de fusion sera, compte tenu de sa nature, inscrit à l'actif du bilan de Gaz de France en immobilisations incorporelles. Il fera en outre l'objet d'une affectation extracomptable aux différents actifs apportés, la cession éventuelle ultérieure de l'un de ces actifs devant entraîner la reprise en résultat de la quote-part du mali de fusion qui lui était affectée.

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

2.1. DILIGENCES EFFECTUEES

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes relative à ce type de mission à l'effet :

- d'une part d'apprécier la pertinence des valeurs relatives et d'analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes ;
- d'autre part, d'apprécier le caractère équitable du rapport d'échange.

La réalisation de la présente fusion devait intervenir initialement fin 2006 mais n'a pu être menée à son terme. Les groupes Gaz de France et Suez ont annoncé le 3 septembre 2007 les nouvelles modalités de la fusion qui ont été rappelées ci-avant.

Compte tenu du déroulement de la mission, nous avons conduit un certain nombre de diligences au cours du second semestre 2006 qui conservent leur pertinence pour la suite de nos travaux. C'est ainsi que :

- nous avons rencontré des membres de la direction de Suez et Gaz de France ainsi que leurs conseils respectifs qui nous ont exposé l'économie générale de l'opération ;
- nous avons examiné les documents de référence au titre de l'exercice 2006 déposés par les Groupes Suez et Gaz de France auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après désignée AMF) ;
- nous avons eu accès, dans le cadre d'une procédure de data room pour les deux groupes, à une information, dont le détail est précisé dans une liste annexée au règlement de cette procédure, de nature juridique comprenant notamment une note de synthèse de la direction juridique du groupe Suez centralisant les travaux des directions opérationnelles relatifs aux aléas et risques liés à la transmission des apports et en relation avec l'exercice de l'activité ;

- nous avons examiné, en version projet, une note d'analyse de Gaz de France, en date du 6 novembre 2006 mise à jour le 28 mai 2008, récapitulant les actions à mettre en œuvre concernant ses principaux contrats et autorisations en raison du changement de contrôle de Gaz de France.

A titre d'information, nous rappelons que, dans le cadre des travaux réalisés au cours du deuxième semestre 2006, nous avions examiné les trajectoires financières établies par les groupes Gaz de France et Suez (en ce compris la branche Environnement), qui portaient sur la période comprise entre 2006 et 2012.

Les deux groupes nous ont confirmé que ces trajectoires 2006, compte tenu de leur antériorité, ne pouvaient pas être valablement retenues dans le cadre des nouvelles modalités du rapprochement et nous ont communiqué fin 2007 de nouvelles trajectoires établies au 1er semestre 2007.

Nos principales diligences effectuées à partir de la détermination des nouvelles modalités de l'opération sont décrites ci-dessous :

- nous avons pris connaissance du projet de prospectus de fusion devant être soumis au visa de l'AMF élaboré par les parties à l'occasion de la présente opération et annexé aux rapports des Conseils d'administration de chacun des deux groupes ;

- nous avons pris connaissance du projet de traité de fusion et ses annexes soumis à l'approbation du Conseil d'administration de chacun des deux groupes ;

- nous avons examiné les documents de référence au titre de l'exercice 2007, déposé par le groupe Suez auprès de l'AMF le 18 mars 2008 et enregistré par l'AMF le 15 mai 2008 en ce qui concerne le groupe Gaz de France ;

- nous avons examiné la trajectoire synthétique consolidée *stand-alone* établie par chacun des groupes Suez et Gaz de France portant sur la période comprise entre 2007 et 2010, ainsi que la trajectoire synthétique sur la même période de la branche Environnement de Suez. La trajectoire élaborée par Suez a fait l'objet d'une approbation par son Comité d'audit puis son Conseil d'administration respectivement le 3 et le 4 juillet 2007 et la trajectoire élaborée par Gaz de France a été arrêtée le 23 juillet 2007 suite aux décisions de sa Direction Générale du 20 juin 2007 et a été communiquée le 10 octobre 2007 à son Conseil d'administration ;

- nous avons recueilli, lors d'entretiens avec les représentants des directions opérationnelles des deux groupes, un éclairage complémentaire sur les trajectoires *stand-alone* de Gaz de France et de Suez notamment pour ce qui concerne les perspectives d'évolution des principaux agrégats des métiers exercés par les deux groupes sur 2007-2010 ;

- nous avons également recueilli lors d'échanges oraux avec ces représentants, des éléments d'appréciation sur les perspectives d'évolution au-delà de 2010, des métiers constitutifs de l'activité des deux groupes ;

- nous avons examiné les projets de rapports élaborés par les banques conseils des deux sociétés et qui nous ont été communiqués fin mai 2008. Nous nous sommes assurés de la correcte mise en œuvre des méthodes appliquées et des calculs de valorisation qui en résultent et nous avons examiné les approches d'évaluation mises en œuvre et les paramètres financiers utilisés ;

- nous avons pris contact avec les établissements financiers en charge de l'émission d'une opinion financière auprès des Conseils d'administration des deux groupes. Nous n'avons pas eu communication des rapports émis par ces établissements financiers aux Conseils d'administration des deux groupes chargés de se prononcer sur le caractère équitable de l'opération ;

- nous nous sommes entretenus avec l'expert indépendant, en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, mandaté par le Conseil d'administration de Suez, afin d'émettre une attestation d'équité relative aux conditions financières de l'opération. Nous avons pris connaissance le 3 juin 2008 de la version de son rapport délivré au Conseil d'administration de Suez du 4 juin 2008 statuant sur la présente opération ;

- nous avons effectué nos propres travaux d'évaluation de la parité en testant notamment certaines hypothèses ou calculs des banques conseils des deux sociétés ; nous avons travaillé sur la base des documents publics, des rapports des banques conseils des deux sociétés, des échanges avec les directions financières des deux groupes et la direction stratégique de Gaz de France tout au long de l'opération ainsi que sur un certain nombre de notes d'analystes récentes ;

- nous nous sommes assurés que les commissaires aux comptes des sociétés concernées par l'opération avaient certifié sans réserve les comptes sociaux et consolidés des exercices 2006 et 2007 des deux sociétés. Nous avons pris connaissance auprès des deux groupes des documents présentés par les commissaires aux comptes, à leurs Comités d'audit respectifs, lors des réunions de synthèse sur les comptes consolidés de Gaz de France et Suez au 31 décembre 2006 et au 31 décembre 2007. Nous avons également eu communication des lettres de mission des commissaires aux comptes des deux groupes, des lettres d'affirmation et leurs annexes demandées par les commissaires aux comptes des deux groupes, sur les comptes consolidés et sociaux clos au 31 décembre 2006 et au 31 décembre 2007 ;

- par ailleurs, les dispositions du Code de déontologie relatives au secret professionnel des commissaires aux comptes, et approuvées par décret du 16 novembre 2005 ne nous permettent plus d'avoir accès à leurs dossiers de travail. En conséquence, nous n'avons pas pris connaissance de leurs travaux sur la sincérité des informations figurant dans les documents relatifs à la fusion publiés par les deux groupes ;

- nous avons pris connaissance des synthèses des travaux d'audit interne réalisés au cours des exercices 2006 et 2007 et présentés aux Comités d'audit des deux sociétés ; nous avons également pris connaissance des procès-verbaux des conseils d'administration des exercices 2006, 2007 et de début 2008 ainsi que des textes des résolutions des assemblées des années 2006 et 2007 ;

- nous avons également reçu le pacte d'actionnaires de Suez Environnement Company ;

- nous avons reçu deux lettres d'affirmation signées de chacun des dirigeants des deux sociétés sur les points importants de l'opération que nous n'avons pu examiner précisément ou dont nous n'avons pas eu communication pour des motifs de confidentialité ; en particulier, nous avons obtenu de chacune des sociétés, pour les actifs la concernant, l'assurance que les évènements postérieurs à la clôture de l'exercice clos le 31 décembre 2007 dont ils ont connaissance ne remettent pas en cause de manière significative les valeurs du patrimoine de chacune des sociétés.

2.2. LIMITES DE NOS TRAVAUX

Nature de la mission

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires des deux sociétés sur le rapport d'échange proposé. 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.

Portée de notre rapport

Nous précisons également que nos travaux de valorisation dans le cadre de cette opération ne sont pas strictement assimilables à ceux menés par un expert indépendant. Notre mission consiste davantage à nous prononcer sur la parité que sur les valeurs réelles des deux groupes et en particulier notre rapport n'a pas pour objet d'exprimer une opinion sur la valeur réelle de chaque segment des deux groupes. De même, la présente fusion étant effectuée après distribution par Suez de 65% des actions Suez Environnement Company, notre opinion sur la parité d'échange ne porte pas sur la valeur réelle de Suez Environnement Company considérée isolément.

Limite de l'information disponible

Nous n'avons pas eu de contact direct avec les commissaires aux comptes et *a fortiori,* en raison des règles encadrant le secret professionnel, nous n'avons pas été en mesure de prendre connaissance de leurs dossiers de travail.

Nous n'avons pas eu accès aux différents travaux ni aux conclusions *des due diligences* comptables, juridiques et financières menées par le Groupe Gaz de France et ses conseils sur le Groupe Suez ni à ceux réalisés par le Groupe Suez et ses conseils sur le Groupe Gaz de France.

Nous n'avons réalisé qu'une consultation de la documentation juridique, comptable et financière des deux groupes. Nous précisons que les données suivantes nous ont été communiquées oralement par les groupes Gaz de France et Suez lors de la phase de nos travaux réalisés au 2ème trimestre 2008 :

- certaines informations prospectives par segment d'activité des deux groupes selon la ventilation retenue dans le cadre de l'information sectorielle communiquée historiquement par les deux groupes ;
- certains éléments d'appréciation et de sensibilité de ces informations au-delà de l'année 2010, aux hypothèses de prix des énergies et macro-économiques telles que le cours du Brent ou la parité euro/dollar notamment.

Ces données prospectives ont été discutées avec le management des sociétés Suez et Gaz de France et complétées lors d'échanges oraux avec ces derniers mais elles n'ont pas donné lieu, de par leur caractère général, à une analyse approfondie par branche, notamment en ce qui concerne les éléments jugés stratégiques, ou à toutes les simulations que nous aurions jugées utiles.

Dans ce contexte, nous n'avons pas été en mesure de valider la construction « bottom up » de ces trajectoires. S'agissant de la branche Environnement de Suez, la même limitation que celle décrite ci-dessus relative à Suez et Gaz de France trouve à s'appliquer, tant sur l'analyse par sous-segments que sur le niveau de commentaires et de simulations y afférant.

Les trajectoires ont été élaborées au cours du premier semestre 2007 par les groupes Gaz de France et Suez. Elles n'ont pas fait l'objet de mise à jour suite à la publication des résultats semestriels et annuels des deux groupes.

Nous avons toutefois obtenu une analyse des écarts pour les années 2007 et 2008 entre les trajectoires et le réalisé à fin décembre 2007 et le budget 2008. Nous nous sommes fait confirmer que les différences observées ne remettent pas en cause les trajectoires communiquées en termes de rentabilité et d'investissements pour la période 2009-2010.

Difficulté d'une appréciation « *stand-alone* » de la fusion

La présente opération a été annoncée il y a près de deux ans et demi et repoussée à plusieurs reprises. Dans ces conditions, il est difficile et en partie artificiel d'apprécier la parité comme si les deux groupes étaient aujourd'hui totalement indépendants :

- les trajectoires 2007-2010 de chacun des deux groupes, approuvées par leurs organes de direction au cours de l'exercice 2007, ont été établies sur une base *stand-alone*. Toutefois, on ne peut totalement écarter que les décisions stratégiques ou tactiques prises par les deux groupes depuis février 2006 ne tiennent pas compte, en partie au moins, des perspectives de la fusion. Les valorisations intrinsèques sont donc dépendantes de cette situation particulière ;

- les approches de valorisation par les analystes de marché peuvent « intégrer », au 1er semestre 2008, les synergies attendues et la nouvelle présentation des branches du futur groupe GDF SUEZ. De même, les cessions de Fluxys et SPE demandées par la Commission européenne à Suez et Gaz de France n'ont pas été réalisées à ce jour et nous avons eu confirmation que ces cessions ne sont pas par construction anticipées dans les trajectoires *stand-alone* 2007-2010 des deux sociétés soumis à notre examen. Il en est de même de Distrigaz, dont la cession conforme aux demandes de la Commission européenne a fait l'objet d'un accord ferme et définitif annoncé le 29 mai 2008. Cependant, les valorisations dites de « marché » pour définir la parité peuvent notamment comprendre chez certains analystes une anticipation de ces cessions.

2.3. METHODES RETENUES PAR LES SOCIETES POUR L'ETABLISSEMENT DE LA PARITE

2.3.1. Méthodes écartées

Les sociétés et leurs conseils ont écarté les critères suivants :

- actif net comptable : la comparaison des actifs nets comptables n'a pas été retenue dans la mesure où la valeur des sociétés du secteur de l'énergie n'est généralement pas correctement reflétée par la valeur historique de leurs actifs ;
- actif net réévalué : cette méthode convient avant tout à des sociétés de portefeuille de participations, ce qui n'est pas le cas de groupes énergétiques structurés ;
- multiples de transactions comparables : l'approche de valorisation par les transactions comparables constitue une approche généralement pertinente dans le cadre d'opérations de prise de contrôle ; or la fusion de Suez et Gaz de France est une fusion d'égaux ;
- actualisation de dividendes futurs : cette méthode ne trouve pas à s'appliquer car elle dépend de la politique future de dividendes des sociétés ;
- rapport des bénéfices nets par action (BNPA) et marge brute d'autofinancement (MBA) par action. Cette approche, bien que relativement courante dans le cadre de fusions de sociétés, apparaît comme non pertinente dans la mesure où (i) la comparaison des résultats nets est rendue difficile du fait des différences de structures financières entre les 2 sociétés, et (ii) elle aboutit à valoriser Gaz de France, Suez et le pôle Environnement sur la base des mêmes multiples.

2.3.2. Méthodes retenues

L'appréciation de la parité de Gaz de France et de Suez a été réalisée selon une approche multicritère fondée sur les méthodes usuellement retenues dans le cadre d'opérations similaires.

- analyse des cours de bourse de Gaz de France et Suez ;
- cours cibles (objectifs de cours) publiés par les analystes financiers ;

- valeur par action issue de la méthode des multiples de sociétés cotées comparables appliqués aux agrégats consolidés des deux groupes ;

- valeur par action issue de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (méthodes dite des DCF - « Discounted Cash-Flows ») sur la base des trajectoires financières consolidées 2007-2010 de Suez, de la branche Suez Environnement et de Gaz de France communiquées par les sociétés.

Dans chacune des méthodes, la valeur de l'action Suez retenue pour la pesée des valeurs relatives a été déterminée de façon ajustée pour tenir compte des opérations préalables à la fusion et notamment la distribution aux actionnaires de Suez, hors Suez, de 65% des actions de Suez Environnement Company. La valeur par action de Suez est ainsi appréhendée dans les différentes approches mises en œuvre à partir de la valeur des fonds propres de Suez diminuée de la valeur de 65 % de la valeur des fonds propres du pôle Environnement.

2.4. APPRECIATION DES COMMISSAIRES A LA FUSION

2.4.1. Méthodes écartées

Nous n'avons pas d'observation sur la justification des méthodes écartées par les sociétés et leurs conseils. Nous avons notamment pu vérifier sur un échantillon d'opérations entre égaux qu'aucune prime significative n'était observée, ce qui justifie d'écarter les multiples de transactions comparables qui font apparaître ce type de prime.

2.4.2. Méthodes retenues

2.4.2.1. Remarques d'ordre général

Nous relevons que l'approche multicritère soumise à notre examen a tendance à privilégier les approches de valorisation boursière. Compte tenu de la pertinence des cours de bourse des deux sociétés comprises dans l'indice CAC 40 et de la connaissance du projet de fusion par le marché depuis février 2006, il nous semble que ces approches peuvent être, à juste titre, considérées comme les plus pertinentes. En effet les autres méthodes mises en œuvre comportent :

- s'agissant de l'approche analogique, des limites liées au degré de comparabilité des sociétés constituant l'échantillon avec les deux groupes concernés par la fusion en fonction de l'activité, de la structure financière, de la rentabilité, de la taille et des marchés des sociétés étudiées ;

- s'agissant de la méthode DCF, un horizon limité de prévisions pour les deux groupes qui conduit à une forte volatilité des résultats obtenus selon cette méthode, compte tenu de la très forte prépondérance de la valeur terminale dans la valeur globale.

S'agissant du choix des méthodes retenues pour l'approche de valorisation multicritère, nous n'avons pas d'autre commentaire.

2.4.2.2. Remarques sur les approches de valorisation retenues par les deux groupes et leurs conseils

Cours de bourse

Cette méthode permet d'apprécier la valorisation des deux sociétés du point de vue des marchés financiers.

Les critères généralement admis pour apprécier la pertinence du cours de bourse sont le flottant et la liquidité du titre, ainsi que, dans une moindre mesure, l'importance du suivi par les analystes financiers.

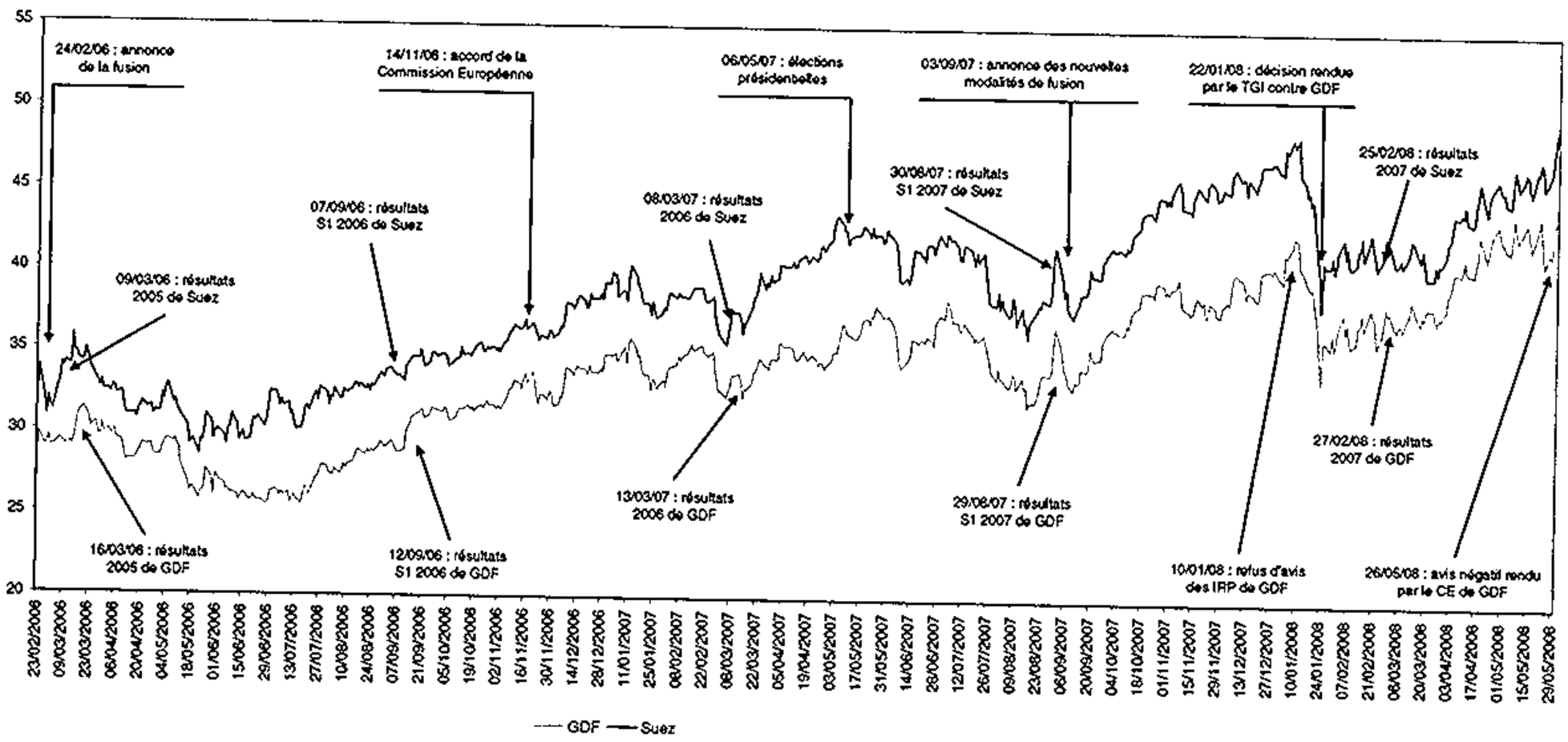
Les sociétés Gaz de France et Suez sont admises aux négociations sur le Compartiment A du marché Eurolist d'Euronext Paris et font partie de l'indice CAC 40. Elles présentent un flottant d'environ respectivement 19,8% et 75,45% et font l'objet de transactions régulières ; les taux moyens de rotation quotidienne du flottant sur 1 mois au 30 mai 2008 ressortent respectivement à 0,79% pour Gaz de France et 0,46% pour Suez. Ces taux de rotation sont comparables aux taux constatés en moyenne pour les sociétés composant l'indice CAC 40.

Cette méthode, utilisée par les deux groupes et leurs conseils, est incontournable dans le cadre d'opérations boursières qui impliquent deux groupes cotés dont les titres sont liquides et suivis par les analystes financiers.

Au 30 mai 2008 le cours de l'action Gaz de France et de l'action Suez s'élève respectivement à 43,79 € et 47,90 € (après distribution de dividendes par chacune des deux sociétés).

Nous présentons ci-après un graphe illustrant l'évolution du cours de bourse des deux sociétés depuis l'annonce initiale de l'opération de rapprochement entre les deux groupes effectuée le 24 février 2006 :

Evolution des cours de bourse comparés Suez et GDF depuis le 23 février 2006



Depuis l'annonce, le 3 septembre 2007 des nouvelles modalités de rapprochement entre les deux groupes nous relevons que les évolutions des cours de Gaz de France et de Suez suivent la même tendance, les marchés financiers intégrant la fusion prévue entre les deux groupes dans leur appréciation de la valeur de ces sociétés.

Nous constatons que l'appréciation des cours des deux sociétés s'explique notamment par la publication des résultats semestriels au 30 juin 2007 et des résultats annuels au 31 décembre 2007 qui sont supérieurs aux consensus des analystes.

Il convient d'ajouter que l'évolution des actions des deux groupes a surperformé celle de l'indice CAC 40 sur la période examinée.

Sur un an (à partir du 30 mai 2007), la progression de l'action Suez atteint +17,0% et celle de Gaz de France +20,4% alors que l'indice CAC a diminué de -17,0%. Cette tendance a également été observée pour les groupes énergétiques au niveau européen puisque l'indice Euros Stoxx Energie Utilities a progressé sur un an de +2,5% alors que l'indice général Euro Stoxx 50 diminuait de -15,5 %.

Les banques conseils de chacun des deux groupes ont effectué l'analyse du cours de bourse et le calcul des moyennes correspondantes (1 mois, 3 mois et 6 mois) aux deux dates suivantes : au 16 mai 2008 correspondant à la date de finalisation des travaux des conseils des deux groupes, et au 28 août 2007, derniers cours publiés non affectés par les rumeurs sur les nouvelles modalités de la fusion qui ont été annoncées par communiqué de presse commun des deux groupes le 3 septembre 2007.

Nous avons également réalisé notre analyse au 28 août 2007 pour les raisons précitées et effectué une mise à jour à la date de la finalisation de nos travaux soit au 30 mai 2008. Il convient de souligner que cette dernière date est postérieure à l'avis rendu par le Comité central d'entreprise de Gaz de France le 26 mai 2008.

Nous avons apprécié le cours des actions des sociétés concernées en retenant, comme les conseils de chacun des groupes, des moyennes couvrant de courtes périodes allant de 1 à 3 mois et des périodes plus longues jusqu'à 6 mois, se terminant le 30 mai 2008 et le 28 août 2007. Ces moyennes on été déterminées après retraitement des dividendes versés par Suez et Gaz de France respectivement les 9 et 22 mai 2008.

Cours cibles des analystes

Les sociétés Gaz de France et Suez font l'objet d'un suivi régulier par les départements de recherche des institutions financières. Cette méthode est une approche prospective puisqu'elle intègre les perspectives d'évolutions du cours dans les prochains mois et permet d'indiquer les valorisations anticipées par les analystes financiers selon leur appréciation des groupes concernés.

Cette méthode est utilisée par les deux groupes et leurs conseils. Elle peut s'appliquer dans le cadre d'opérations boursières qui impliquent deux groupes cotés dont les titres sont liquides et suivis par de nombreux analystes financiers.

Nous avons apprécié les cours cibles en examinant les notes d'analystes financiers concernant Suez et Gaz de France émises par 11 institutions financières, pour l'essentiel, après la publication des résultats annuels au 31 décembre 2007, intervenue respectivement les 25 et 27 février 2008. Nous n'avons retenu que les travaux d'analystes présentant un cours cible pour les deux entités (Gaz de France et Suez) et une valorisation pour Suez Environnement et ne tenant pas compte de l'incidence des synergies liées à la présente fusion qui ont été annoncées par les deux groupes.

Sur la base de nos propres travaux, nous n'avons pas d'autre commentaire à formuler sur cette méthode.

Méthode analogique sur la base des multiples de sociétés comparables

La méthode des multiples de sociétés comparables (multiples boursiers) consiste à valoriser une société sur la base de multiples d'agrégats observés sur un échantillon d'entreprises cotées comparables intervenant dans le même secteur d'activité.

Il n'existe pas de sociétés réellement comparables à Gaz de France et à Suez compte tenu de l'absence de société intégrée recouvrant l'ensemble des segments de chacun des deux groupes dans les mêmes proportions.

L'échantillon des sociétés comparables retenu pour Gaz de France est constitué d'énergéticiens intégrés européens et d'acteurs présents dans le secteur des activités régulées d'infrastructures et de commercialisation[3]. Afin d'intégrer la particularité de Gaz de France concernant l'importance de l'activité Exploration-Production, il a également été retenu un échantillon spécifique constitué de sociétés représentatives de ce secteur[4]. La

[3] Sociétés Centrica, EDF, E On, Enagas, Gas Natural, National Grid, RWE et Snam Rete Gas

valeur relative de Gaz de France est obtenue, selon cette méthode, en pondérant les multiples obtenus pour ces deux échantillons sur la base du poids respectif des activités concernées dans l'Ebitda du groupe.

Concernant Suez, et compte tenu de l'opération préalable de distribution de 65% de Suez Environnement Company, la mise en œuvre de la méthode s'appuie sur une valorisation séparée du pôle « Energie » et du pôle « Environnement » sur la base d'échantillons distincts[5].

La valorisation a été effectuée à partir de l'Ebitda, selon la définition qui sera appliquée par le groupe fusionné, estimé pour les exercices 2008 et 2009 selon les trajectoires financières consolidées des deux groupes. Cet agrégat a été, à juste titre, privilégié par les deux groupes et leurs conseils car il prend en compte les différences de rentabilité des sociétés étudiées. Les références aux multiples de chiffre d'affaires et de résultat d'exploitation n'ont pas été, à juste titre, retenus. En effet le multiple de chiffre d'affaires ne traduit pas les différences de rentabilité entre sociétés et le multiple de résultat d'exploitation est impacté par l'hétérogénéité des politiques d'amortissement.

Pour déterminer les multiples nous avons retenu la capitalisation boursière des sociétés de l'échantillon calculée sur une moyenne des cours sur 1 mois au 30 mai 2008.

Il convient d'observer, concernant le pôle Environnement de Suez, qu'il n'a pas été tenu compte de décote d'illiquidité par rapport au multiple obtenu pour Veolia qui nous semble la société la plus comparable au pôle environnement de Suez. En effet, le montant de cette décote est difficile à déterminer et Suez Environnement Company a vocation à être mise sur le marché à l'issue de la présente opération. Par ailleurs, la position de leader sur le secteur de Veolia n'a pas non plus été prise en compte, ce qui peut se justifier compte tenu de l'aspect plus diversifié de Veolia (activités dans les transports et les services à l'énergie) qui n'en fait pas un *pure player* de l'environnement, contrairement au pôle environnement de Suez.

Nous avons apprécié les échantillons retenus pour Suez et Gaz de France. Sur la base de nos propres travaux, nous n'avons pas de commentaire à formuler dans la mise en œuvre de cette méthode.

Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles

Comme il a été rappelé ci-dessus, les trajectoires financières sont globales pour chaque groupe.

---

[5] Echantillon du pôle énergie : EDF, EDP, E On, Fortum, Iberdrola, RWE, Scottish & Southern Energy (SSE), et Verbund ; échantillon du pôle environnement : société Veolia et sociétés étudiées mais non retenues (Lassila &

La méthode fondée sur l'actualisation des flux futurs permet de mesurer l'enrichissement des actionnaires à travers les flux de trésorerie dégagés par l'entreprise. La création de valeur résulte de la différence entre la rentabilité des capitaux investis et l'exigence de rémunération des actionnaires et des créanciers.

La valeur attribuable aux actionnaires s'obtient en retirant de la valeur d'entreprise le montant de dettes financières nettes ainsi que l'ensemble des autres éléments ayant un impact financier non pris en compte dans les flux actualisés. Les flux financiers sont issus des trajectoires communiquées par les sociétés. Une valeur de sortie (ou valeur terminale) est prise en compte à l'horizon de ces trajectoires.

L'examen des trajectoires financières appelle les observations suivantes de notre part :

- l'horizon limité des projections donne un poids extrêmement important à la valeur terminale des deux sociétés et au pôle Environnement de Suez et rend le modèle très sensible aux paramètres financiers utilisés, notamment au taux de croissance perpétuelle. On observera que le fait de prolonger de quelques années les trajectoires financières qui nous ont été présentées ne change pas sensiblement la situation, ce qui signifie que la valeur des deux groupes se situe dans un horizon de long terme ;

- les deux groupes ont utilisé des hypothèses macro-économiques à long terme convergentes, que ce soit pour le prix du Brent, les tarifs de l'électricité, ou la parité euro/dollar ; cependant, la convergence de ces hypothèses s'effectue largement au-delà des trajectoires financières 2007-2010 présentées. En outre, nous relevons que les activités de Gaz de France sont plus sensibles à des variations de prix du Brent, alors que celles de Suez le sont davantage à des variations du prix de l'électricité ;

- les trajectoires examinées comportent une part importante d'investissements non contributifs à l'horizon des projections ;

- dans les conditions actuelles de forte volatilité des prix de l'énergie, il est difficile pour les deux groupes d'estimer les résultats de leurs activités de *trading* d'énergie.

Il convient également de préciser que :

- les trajectoires déterminées par les deux groupes correspondent à leur meilleure estimation des perspectives d'activité à la date de leur établissement. Ces dernières présentent par nature un caractère incertain, les réalisations restant soumises aux aléas inhérents à toute analyse prospective ;

- les taux d'actualisation utilisés ainsi que les perspectives d'évolution du cours de matières premières, sont conditionnés par les références de marché à la date de l'évaluation, qui pourront différer, parfois de manière significative, des informations prospectives retenues dans le cadre de cette évaluation.

Nous confirmons que les valeurs relatives proposées pour Suez, Gaz de France et le pôle Environnement de Suez par cette méthode ne sont pas remises en cause de manière significative par nos travaux. Il convient toutefois de souligner que le montant des investissements et, par voie de conséquence, la valeur de la dette financière nette incluse dans les trajectoires de chaque groupe, sont sensiblement supérieurs aux estimations du consensus des analystes.

Méthodes complémentaires mises en œuvre par les commissaires à la fusion

Nous avons également mis en œuvre des méthodes complémentaires afin d'apprécier la valeur relative des deux groupes comprenant :

- la méthode des *discounted cash-flows* selon les trajectoires consolidées 2007-2010 établies par chacun des groupes Gaz de France et Suez et complétés pour la période 2010-2013 sur la base d'éclairages complémentaires concernant les informations prospectives communiquées par oral par les deux groupes ;

  les valeurs relatives attribuées aux entités concernées selon cette approche sont supérieures à celle obtenues sur la base des seules trajectoires 2007-2010. Cette différence s'explique essentiellement par un montant de capitaux employés non contributifs moindre ainsi qu'un démarrage de projets sur les années 2011-2013. Nous constatons cependant que les entités concernées progressent sensiblement de la même manière sur cette période, ce qui mécaniquement n'a que peu d'impact sur la parité ;

  néanmoins, nous privilégions, dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des *discounted cash flows,* les résultats obtenus sur la base de ces prévisions étendues.

- deux approches de valorisation par segments d'activité, appelées approches par somme des parties dite « SOP » (*Sum Of the Parts*), à partir :

  - pour l'une, de la valorisation de chacune des branches constitutives de chaque groupe par l'application des multiples de comparables boursiers aux agrégats financiers jugés pertinents.

    Cette approche d'évaluation analogique par métier permet de valoriser les différentes activités exercées en prenant en compte leurs spécificités. L'évaluation obtenue s'appuie sur les ratios de valorisation observés sur un échantillon d'entreprises cotées suffisamment comparables. Les échantillons retenus sont propres à chaque segment ou division.

  - pour l'autre, de la valorisation par segment à partir de la valorisation intrinsèque de chacune des branches par actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles.

    Sa mise en œuvre s'appuie sur les éléments d'information recueillis lors de nos entretiens concernant, d'une part, les évolutions de chacune des activités constitutives des deux groupes et, d'autre part, des appréciations sur le tendanciel à l'horizon des trajectoires des deux groupes

limité à 2010. Elle permet de valoriser les différentes activités exercées en prenant en compte leurs spécificités et nous semble utilement compléter l'approche intrinsèque effectuée à partir des trajectoires consolidées de chacun des deux groupes sur l'horizon 2007-2010.

La construction de notre propre approche et des hypothèses que nous avons retenues ont fait l'objet d'échanges avec les directions des deux groupes.

Les résultats obtenus selon les approches de valorisation par segment (multiples de comparables et valeurs intrinsèques) ne sont cependant présentés qu'à titre informatif compte tenu des informations parcellaires sur lesquelles s'appuient ces méthodes.

2.4.3. Commentaire des commissaires à la fusion sur les valeurs relatives

Les groupes Suez et Gaz de France n'ont pas souhaité communiquer sur les valeurs des différents segments d'activité ni sur les valeurs relatives de leurs actions respectives retenues pour déterminer le rapport d'échange dans le cadre de la fusion. Cette position nous a conduits à ne présenter le résultat de nos travaux qu'en termes de parité.

Etant rappelé nos commentaires au paragraphe 2.2 ci-dessus, l'appréciation des valeurs relatives est réalisée sur la base des données globales consolidées de Suez, de Gaz de France et de la branche Environnement de Suez. Les approches d'évaluation ont été menées en retenant diverses hypothèses relatives à l'environnement économique ou réglementaire des deux groupes.

Les trajectoires ont été élaborées par les groupes sur une base *stand-alone*. Elles n'intègrent donc pas, par construction, les conséquences des différents engagements pris par les groupes Gaz de France et Suez vis-à-vis de la Commission Européenne et du gouvernement belge qui n'auront d'incidence, selon les informations fournies par le management, que dans le cas de la réalisation de la fusion. De même, elles n'intègrent pas les synergies attendues à court et moyen terme suite à la fusion et telles que présentées par les deux groupes.

Comme mentionné ci-dessus, nous avons également procédé, à titre de confort, à l'appréciation de la valeur relative de chaque segment pré-opération à l'aide d'informations publiques et d'échanges avec le management des sociétés sur les différents segments.

Concernant les valeurs relatives obtenues pour chacun des deux groupes, nous formulons les commentaires suivants :

a. Gaz de France

Nous nous sommes fait confirmer par le management de Gaz de France l'absence d'élément, à ce jour, susceptible de remettre en cause, suite à la fusion avec Suez, les conditions d'exclusivité de l'exploitation du réseau public prévue par la loi du 8 avril 1946, telles qu'elles ont été retenues pour l'élaboration de la trajectoire de Gaz de France.

Le portefeuille clients de Gaz de France comprend, pour une part significative, la clientèle résidentielle pour laquelle les tarifs sont soumis à une autorité de régulation.

La trajectoire de Gaz de France tient compte d'une hypothèse de rattrapage des pertes cumulées de revenus, liées à une revalorisation insuffisante depuis 2004 du prix du gaz dans les tarifs administrés.

La trajectoire du groupe Gaz de France prend en compte les conséquences de la libéralisation du marché en termes d'évolution des parts de marché. De même, elle intègre un développement des marchés concernant la clientèle Electricité.

Les trajectoires ont été élaborées sur la base de chacun des statuts sociaux des groupes concernés. Ceux-ci nous ont indiqué que ces statuts ne sont pas de nature à affecter la mise en œuvre opérationnelle et financière et les résultats du nouvel ensemble issu de la fusion.

L'évaluation de Gaz de France sur la base de sa trajectoire a été réalisée en supposant un ratio d'endettement cible de l'ordre de 33 % (dette financière nette / valeur d'entreprise) sur la base des sociétés du secteur alors que celui-ci est aujourd'hui inférieur.

Concernant les enquêtes approfondies lancées par la Commission Européenne dans le secteur de l'énergie, Gaz de France nous a indiqué avoir reçu le 11 juin 2008 une notification de griefs concernant l'enquête lancée en mai 2006 sur le marché du gaz dans le sud de l'Allemagne, mais n'avoir pas reçu la notification de griefs marquant le début de la procédure contradictoire en ce qui concerne l'enquête relative au marché français. Nous nous sommes fait confirmer que la société Gaz de France n'était pas en mesure de se prononcer, à ce jour, sur les impacts éventuels des griefs qui lui sont ou lui seront notifiés.

En l'état des informations disponibles, l'analyse des résultats des travaux des deux groupes menés avec leurs conseils ainsi que les travaux que nous avons menés ne nous conduisent pas à remettre en cause la valeur relative attribuée aux actions Gaz de France.

b. Suez

- ***Pôle « Energie » de Suez***

La trajectoire de Suez tient compte, pour le pôle « Energie », d'un montant significatif d'investissements non contributifs à la croissance à l'horizon des prévisions fin 2010 liés aux objectifs annoncés d'augmentation significatives des capacités de production

(à un horizon de 5 ans). Ces investissements ont été retraités dans le cadre des approches de valorisations.

Concernant les enquêtes approfondies lancées par la Commission Européenne dans le secteur de l'énergie, nous nous sommes fait confirmer par Suez que la société n'avait pas reçu à ce jour la notification de griefs marquant le début de la procédure contradictoire.

Il a été tenu compte, au titre de la charge d'impôts de la trajectoire, de la consommation d'une partie des déficits reportables.

L'analyse des résultats de travaux des banques conseils ainsi que les travaux menés par nos soins ne nous conduisent pas à formuler de remarque spécifique sur la valeur relative attribuée aux actions Suez.

- ***Pôle Environnement de Suez***

Les informations communiquées au public dans le cadre de la fusion ne mentionnent pas une valeur attribuée à la branche Suez Environnement (regroupée sous Suez Environnement Company). Le projet d'introduction de Suez Environnement Company sera réalisé par distribution de 65% du capital de Suez Environnement Company par Suez à ses actionnaires autres qu'elle même. La parité Suez / Gaz de France est donc calculée en intégrant dans le périmètre Suez la valeur de 35% de Suez Environnement Company.

A ce titre, GDF SUEZ restera, après la fusion, l'actionnaire de référence de Suez Environnement Company. Dans ce cadre, nous avons approché la valeur de la participation de Suez dans Suez Environnement Company en mettant en œuvre l'approche de valorisation multicritères présentée au paragraphe 2.3.2.

Les travaux menés par nos soins ne remettent pas en cause la valeur relative de la branche Suez Environnement retenue pour le calcul de la parité Suez / Gaz de France.

3. APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DU RAPPORT D'ECHANGE

3.1. REMARQUES D'ORDRE GENERAL

Cette opération revêt des aspects politiques et stratégiques difficilement appréciables de façon financière. Nous avons tenté néanmoins d'identifier l'incidence sur la valorisation de l'action Suez de certains droits particuliers : l'absence de prime ou décote, la perte du caractère opéable de Suez, l'attribution d'une action spécifique à l'Etat français.

3.1.1. L'absence de prime ou décote dans l'opération

L'opération constitue une fusion entre égaux et a été présentée comme telle depuis l'annonce du rapprochement initial fin février 2006 et lors de l'annonce le 3 septembre 2007 des nouvelles modalités de l'opération. Nous avons recherché, pour des opérations comparables, les primes ou décotes ressortant des fusions entre égaux.

Il apparaît clairement que, pour ces opérations, la prime ou la décote par rapport au cours moyen 1 mois de la cible avant fusion est négligeable.[6] Un « rapprochement entre égaux » ne génère par nature aucune prime en faveur des actionnaires de l'une ou l'autre partie, à la différence d'une offre publique. C'est également la raison pour laquelle nous avons apprécié la parité sur la base d'une valeur *stand-alone*, avant synergie, de chacun des deux groupes.

Dans l'approche boursière de la parité, il n'est pas tenu compte du parcours boursier plus récent de la société Gaz de France laquelle a fait l'objet d'une introduction en bourse en juillet 2005. En outre, le parcours boursier de Gaz de France n'est pas fondamentalement différent de celui d'une société majoritairement privée.

3.1.2. La perte du caractère opéable de l'action Suez

Le capital de Suez est aujourd'hui largement réparti dans le public ; cette situation rend possible la réalisation d'une offre publique, ce qui est un facteur de bonne tenue des cours. La géographie du capital après fusion et le poids de l'Etat français rendent une offre publique plus difficile et peuvent peser sur le cours de l'action GDF SUEZ après fusion. Il reste que les titres de beaucoup de sociétés contrôlées par un Etat connaissent un parcours boursier qui n'est pas sensiblement inférieur à celui de sociétés comparables au capital plus ouvert.

3.1.3. Attribution d'une action spécifique à l'Etat français

L'attribution d'une action spécifique à l'Etat français a des incidences multiples sur la valeur de l'action du nouveau groupe :

- elle affecte la valeur financière du droit de vote attaché à l'action GDF SUEZ dès lors que toute décision stratégique entrant dans le champ de l'action spécifique

---

[6] A titre d'exemple, les opérations suivantes de taille significative avec une parité stricte de 50%-50% dans les instances dirigeantes (et réalisées par échange de titres uniquement) font ressortir une prime ou une décote sur le cours moyen 1 mois de la cible de :
- (3,4%) pour Alcatel-Lucent (2006) ;
- (0,9%) pour Axalto-Gemplus (2005) ;
- 4,5% pour Arcelor-Usinor (2002) ;
- (0,5%) pour Glaxo-Smith Kline (2000) ;
- 0,9% pour [illegible] (1997)

de l'Etat français[7], nécessitera l'accord de ce dernier. La valeur du droit de vote a fait l'objet tant d'analyses doctrinales que d'estimations pratiques dans le cadre d'opérations telles que la réunion de certificats de droits de vote et de certificats d'investissement, de rachat d'actions à dividende prioritaire ou de titres participatifs. Celles-ci mettent en évidence une décote limitée ;

- à l'inverse ces dispositions peuvent présenter des avantages dans le cadre d'un groupe énergétique dépendant largement d'Etats étrangers et d'entreprises publiques pour son approvisionnement. Il convient également d'ajouter que cette influence des Etats est une caractéristique actuelle du secteur énergétique dans la plupart des pays d'Europe continentale ;

- en vertu des directives européennes, les tarifs de réseau doivent être approuvés et publiés par les régulateurs nationaux, les pouvoirs publics conservant un rôle de protection vis-à-vis de la clientèle résidentielle. La présence de l'Etat français au sein du capital peut ainsi conduire à une situation de conflit d'intérêts entre son rôle de protection du consommateur en tant que régulateur des tarifs et la priorité donnée à la valeur de ses actifs en tant qu'actionnaire de référence du nouvel ensemble fusionné.

Il convient de rappeler que l'Etat belge détient une action spécifique dans trois filiales du groupes Suez : Fluxys, Distrigaz et Synatom qui ont été attribuées préalablement à l'annonce du 3 septembre 2007 concernant les modalités de rapprochement entre les groupes Gaz de France et Suez et indépendamment de la présente opération.

3.1.4. Traitement des cessions exigées par la Commission européenne

La fusion doit s'opérer entre les deux groupes fonctionnant dans leur périmètre actuel. A ce titre, nous nous sommes fait confirmer par le management des groupes Gaz de France et Suez, qu'à ce jour, ni Gaz de France en France ni Suez, au travers d'Electrabel en Belgique, n'avait reçu de demande de la Commission européenne de cessions d'actifs indépendamment de la réalisation de la présente fusion. Dès lors, les valeurs attribuées à chaque groupe se situent dans ce contexte ; elles ne présument pas de ce que pourrait être l'éventuel prix de cession de telle ou telle activité.

Les deux groupes nous ont également confirmé que les divers engagements pris tant envers la Commission européenne que le gouvernement belge, n'affectent pas la parité dès lors que ces engagements ne valent que pour autant que la fusion est réalisée. Nous ne sommes également pas en mesure d'apprécier l'incidence de ces décisions qui, selon les deux groupes, ne remettent pas en cause la logique industrielle de l'opération, en termes de résultats futurs et de dégagements de plus ou moins-values éventuelles.

---

[7] L'action spécifique de l'Etat français est prévue par le décret n° 2007-1790 du 20 décembre 2007, pris en application de l'article 24-1 de la loi n° 2007-803 du 9 août 2004. Elle est destinée à préserver les intérêts essentiels de la France

3.1.5. Incidence de certains paramètres économiques ou techniques

La parité retenue par les parties est fortement tributaire :

- de la valeur attribuée à certains paramètres fondamentaux du prix de l'énergie : évolution future du prix du baril et du KWh, parité euro/dollar, tarifs de marché dans une économie complètement dérégulée, rapport des prix gaz/charbon...

- de certaines hypothèses structurantes qui excèdent la durée de visibilité du marché : renouvellement à leurs termes des contrats d'approvisionnement de longue durée, maintien du cadre législatif applicable à la distribution du gaz, incertitude réglementaire relative aux centrales nucléaires en Belgique.

3.2. RESULTATS OBTENUS

3.2.1. Parités d'échange présentées par les sociétés

Le rapport d'échange est directement issu de la pesée des valeurs relatives des sociétés Suez et Gaz de France.

Les parités présentées par les sociétés selon ces différentes approches retenues sont résumées dans le tableau ci-dessous.

		Min	Max
Cours de bourse au 16 mai 2008	Dernier cours	0,91	0,94
	Moyenne 1 mois	0,90	0,93
	Moyenne 3 mois	0,90	0,94
	Moyenne 6 mois	0,93	0,97
	Depuis l'annonce du 3 septembre 2007	0,94	0,97
Cours de bourse au 28 août 2007	Dernier cours	0,92	0,96
	Moyenne 1 mois	0,92	0,96
	Moyenne 3 mois	0,93	0,97
	Moyenne 6 mois	0,94	0,97
Cours cibles d'analystes au 16 mai 2008		0,91	1,02
Multiples de comparables boursiers		0,85	1,03
Actualisation des flux (DCF)		0,86	1,05

3.2.2. Résultats obtenus selon les commissaires à la fusion

Comme mentionné ci-avant, nous avons conduit nos propres travaux afin de conforter la valeur relative des sociétés Suez et Gaz de France selon les méthodes présentées par les deux groupes.

Sur la base de notre analyse, nous obtenons les résultats suivants :

Parités Commissaires à la fusion		Min	Centrale	Max
Cours de bourse au 30 mai 2008	Dernier cours	0,93	0,95	0,96
	Moyenne 1 mois	0,91	0,93	0,94
	Moyenne 3 mois	0,90	0,92	0,93
	Moyenne 6 mois	0,93	0,94	0,96
Cours de bourse au 28 août 2007	Dernier cours	0,92	0,94	0,96
	Moyenne 1 mois	0,92	0,94	0,96
	Moyenne 3 mois	0,92	0,94	0,96
	Moyenne 6 mois	0,93	0,95	0,97
Cours cibles d'analystes au 16 mai 2008		0,91	0,96	1,01
Multiples de comparables boursiers globaux		0,81	0,91	1,00
Actualisation des flux (DCF)		0,86	0,96	1,05
A titre informatif				
Somme des parties multiples comparables boursiers		0,88	0,98	1,08
Somme des parties actualisation des flux		0,84	0,94	1,03

Nous avons également apprécié la sensibilité de la parité en retenant une évolution opposée de l'action Suez par rapport à l'action Gaz de France sur la base des valeurs obtenues dans le cadre de la méthode du cours de bourse.

Une hausse de l'action Suez de 2,5 % et une baisse de l'action Gaz de France de même amplitude se traduit par une parité comprise entre 0,96 et 1,00.

Une baisse de l'action Suez de 2,5 % et une hausse de l'action Gaz de France de même amplitude aboutit à une parité comprise entre 0,87 et 0,90.

Les résultats obtenus selon nos travaux ne remettent pas en cause la parité de 21 actions Gaz de France contre 22 actions Suez après distribution par Suez à ses actionnaires (autres qu'elle même) de 65% de Suez Environnement Company, soit environ 0,9545 actions Gaz de France pour 1 action Suez après distribution.

4. CONCLUSION

Nous souhaitons rappeler que :

- la valeur des titres Suez et Gaz de France est dépendante des facteurs de risques et des perspectives d'avenir des deux groupes. Ainsi qu'ils le soulignent dans leurs documents de référence et dans le prospectus de fusion établi pour les besoins de la présente opération, de nombreux facteurs peuvent avoir une influence significative sur l'évolution des valeurs. Cette situation est inhérente à l'activité des sociétés concernées et à leur environnement ;

- nous n'avons pas eu accès à une information détaillée sur les trajectoires financières par segment.

Cependant, sur la base des informations disponibles, nos diligences n'ont pas révélé d'éléments qui nous conduiraient à remettre en cause la parité arrêtée.

En conclusion de nos travaux, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 21 actions Gaz de France pour 22 actions Suez après distribution par Suez à ses actionnaires (autres qu'elle-même) de 65% de Suez Environnement Company, est équitable.

A Paris, le 11 juin 2008,

Les commissaires à la fusion

René RICOL

Dominique LEDOUBLE

Vincent BAILLOT