

**Apport de la branche d'activité « Spot »
effectué par la société Powernext
à la société EPEX Spot**

=====

**Rapport du commissaire à la scission
sur la valeur des apports
en application des articles L.236-10 et L. 225-147
du Code de commerce**

=====

**Assemblées générales des sociétés
Powernext (9 décembre 2008) et
EPEX Spot (31 décembre 2008)**

En exécution de la mission qui m'a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 10 octobre 2008 concernant l'apport partiel d'actifs de la branche d'activité « spot » que se propose d'effectuer la société Powernext à la société EPEX Spot, j'ai établi le présent rapport prévu par les articles L.236-10 et L. 225-147 du Code de commerce sur la valeur des apports, étant précisé que ma appréciation sur la rémunération des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La valeur des apports a été arrêtée dans le traité d'apport partiel d'actifs signé en date du 31 octobre 2008 par les représentants des sociétés concernées.

Il m'appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée. A cet effet, j'ai effectué mes diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à cette mission ; celle-ci requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur au nominal des actions à émettre par la société bénéficiaire des apports.

A aucun moment, je ne me suis trouvé dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévu par la loi. Conformément à l'ordonnance de désignation, j'ai adressé aux dirigeants des sociétés concernées par cette opération une attestation d'indépendance et d'impartialité.

Le présent rapport comprend les parties suivantes :

- 1 - Présentation de l'opération et description des apports.
- 2 - Diligences et appréciation de la valeur des apports.

1. Présentation de l'opération et description des apports

1.1. Présentation, motifs et buts de l'opération

Les opérations suivantes s'inscrivent dans le cadre global de la réorganisation stratégique des marchés électriques européens. Dans ce contexte et afin de développer ses activités avec son homologue allemand European Energy Exchange AG (EEX), Powernext et EEX envisagent de rapprocher leurs activités de cotation respectives sur ces marchés, en distinguant les contrats "*spots*" et "*futures*" :

- Dans un premier temps, l'activité "*spot*" de Powernext sera apportée à la Société Européenne EPEX Spot ; concomitamment, EEX apporte les titres de sa filiale EEX Power Spot (EPS) à EPEX Spot. A l'issue de ces opérations, Powernext et EEX détiendront chacune 50 % de la société EPEX Spot ;
- Dans un deuxième temps, l'activité "*futures*" de Powernext sera apportée à la société de droit allemand EEX Power Derivatives (EPD) ; à l'issue de cette opération, Powernext détiendrait 20 % d'EPD.

1.2. Présentation des sociétés directement ou indirectement visées par l'opération

▪ Powernext, société apporteuse

La société Powernext est une société anonyme au capital de 11 617 010 €, dont le siège social est à Paris (2^{ème} arrondissement), 5 boulevard Montmartre.

Le capital de la société Powernext est détenu à hauteur de 49,8 % par HGRT, le consortium de gestionnaires de réseaux d'électricité, regroupant RTE (France), Elia (Belgique) et TenneT (Pays-bas). Le solde du capital est détenu par des acteurs industriels européens réunissant gestionnaires de réseaux d'électricité et de gaz, producteurs et fournisseurs d'énergie et par les dirigeants de la société (environ 1 %).

La société Powernext est opérateur d'une plateforme multilatérale de négociation sur les marchés du gaz et de l'électricité.

▪ EPEX Spot SE, société bénéficiaire de l'apport

La société EPEX Spot est une société européenne au capital de 120 000 €, dont le siège social est à Paris (2^{ème} arrondissement), 5 boulevard Montmartre.

Le capital de la société EPEX Spot est détenu à parité par Powernext, la société apporteuse, et EEX.

La société EPEX Spot n'a pas d'activité.

1.3. Modalités juridiques et fiscales

L'opération est placée sous le régime juridique des scissions, défini par les articles L 236-16 à L 236-18 et L 236-21 du Code de commerce. Le règlement CRC 2004-01 ne traite pas des opérations dont la réalisation crée le contrôle conjoint. Le CNC, saisi de cette question, n'a pas encore produit de conclusion. Selon l'avis publié par les éditions Francis Lefebvre – Fusions et opérations assimilées (2^{ème} édition), il est possible de retenir au choix l'une ou l'autre des deux méthodes de valorisation, comptable ou réelle, dans la mesure où ce choix est laissé dans l'établissement des comptes consolidés, et où il n'existe pas de position sur cette question au niveau international. En conséquence, il a été décidé d'apporter les éléments de la branche d'activité "*spot*" à leur valeur comptable.

La société EPEX Spot aura la propriété des biens et droits apportés à la date de réalisation de l'apport et la jouissance à compter du 1^{er} octobre 2008, sous réserve de la réalisation des conditions suspensives suivantes :

- approbation des conditions et modalités de l'apport par les assemblées générales extraordinaires des sociétés apporteuse et bénéficiaire ;
- apport par la société EEX à la société EPEX Spot, de la totalité des titres qu'elle détient dans la société EPS.

Au plan fiscal, l'opération est soumise au régime spécial mentionné à l'article 210 B du code général des impôts en matière d'impôt sur les sociétés et, en matière de droits d'enregistrement, au droit fixe.

1.4. Description, évaluation et rémunération des apports

Selon le traité d'apport partiel d'actifs, la valeur des éléments apportés de la branche d'activité "*spot*" est estimée à 2 426 547,56 €. Les actifs et les passifs sont apportés à la valeur nette comptable, tels qu'ils figurent dans les comptes de la société Powernext au 30 septembre 2008.

La société bénéficiaire s'engage à recevoir les actifs apportés et le passif transmis tels qu'ils existeront au 1^{er} octobre 2008 notwithstanding les changements intervenus dans leur consistance et leur valeur entre le 30 septembre 2008, date ayant servi de référence pour l'estimation de la valeur des éléments d'actif et de passif transmis au titre de l'apport, et la date de réalisation définitive de l'apport.

Sur la base des comptes au 30 septembre 2008 de la société Powernext, après examen limité de son commissaire aux comptes, la valeur des actifs apportés se répartit comme suit :

Concessions, brevets et droits similaires	197 266,37 €
Autres immobilisations corporelles	6 590,97 €
Clients et comptes rattachés	2 199 955,76 €
Charges constatées d'avance	3 484,67 €
Disponibilités (TVA)	12 250 518,79 €
Disponibilités	1 257 678,99 €
Total actif	15 915 495,55 €

L'apport par la société Powernext des différents éléments d'actif constituant sa branche d'activité "spot" est consenti et accepté par la société EPEX Spot, moyennant la prise en charge des dettes, charges et provisions afférentes à cette branche, telles qu'elles figurent dans les comptes de la société Powernext au 30 septembre 2008 :

Provisions pour risques et charges	48 717,50 €
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	443 792,77 €
Dettes fiscales et sociales (TVA)	12 250 518,79 €
Autres dettes fiscales et sociales	567 442,93 €
Produits constatés d'avance	178 476,00 €
Total passif	13 488 947,99 €

Sur ces bases, l'actif net apporté s'établit à 2 426 547,56 €.

Cet apport sera rémunéré par l'attribution à la société Powernext de 24 265 470 actions nouvelles de la société EPEX SPOT d'une valeur nominale de 0,1 €, sans prime d'apport.

Cette opération s'inscrivant dans le cadre plus global d'un partenariat avec la société allemande EEX, dans lequel la parité constitue un élément essentiel tant en termes de contrôle que de gouvernance, j'ai également examiné les poids relatifs des apports de Powernext et d'EEX après leur réalisation. Cette analyse est présentée dans mon rapport relatif à la rémunération.

2. Diligences et appréciation de la valeur des apports

2.1. Travaux effectués

J'ai effectué les diligences que j'ai estimées nécessaires pour apprécier la valeur des apports, conformément à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à ce type de mission pour :

- contrôler la réalité des apports et l'exhaustivité du passif transmis ;
- analyser les valeurs individuelles proposées dans le projet de traité d'apport partiel d'actifs ;
- 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.

Ma mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la société EPEX Spot sur la valeur des apports devant être effectués par la société Powernext. 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. Mon rapport ne peut donc pas être utilisé dans un tel contexte.

Pour me permettre d'apprécier la valeur des apports, j'ai mené les diligences spécifiques suivantes :

- Compréhension du contexte de l'apport au regard du cadre général de l'opération à travers l'analyse des documents spécifiques communiqués par les parties :
 - le projet de traité d'apport signé le 31 octobre 2008 par les représentants habilités de la société Powernext et de la société EPEX Spot ;
 - le procès-verbal du conseil d'administration de la société Powernext du 31 octobre 2008 approuvant le projet de traité d'apport ;
 - le plan à moyen terme (PMT) établi par la société Powernext en septembre 2007, porté à notre connaissance le 9 novembre 2007 ;
 - le rapport de valorisation établi par BNP Paribas, « Projet Beethoven », daté du 25 octobre 2007 ;
 - le budget 2008 révisé de la branche Spot et le réalisé 9 mois.
- Entretiens avec le management de la société Powernext (21 octobre et 13 novembre), complétés par des échanges téléphoniques et réalisation d'une revue limitée des pièces comptables à partir desquelles le détournement des comptes a été établi.
- Examen des comptes de la société Powernext au 31 décembre 2006 et au 30 septembre 2008 et de l'extraction des éléments comptables relatifs à l'activité "spot" à ces mêmes dates.
- Revue des rapports du commissaire aux comptes de la société Powernext établis sur les comptes clos au 31 décembre 2007.
- Obtention des attestations de revue limitée du commissaire aux comptes de la société Powernext établies sur la situation comptable et sur les comptes détournés au 30 septembre 2008.
- Approche directe de la valeur de la branche d'activité "spot" apportée :
 - par la méthode des flux de trésorerie prévisionnels actualisés (méthode DCF) ; mes diligences ont consisté en particulier à :
 - . analyser les prévisions de l'activité "spot" sur la base, notamment, des réalisations ressortant des comptes arrêtés au 31 décembre 2007, de la situation intermédiaire au 30 septembre 2007 et du plan d'affaires 2008-2012 établi par le management de la société Powernext ;
 - . revoir le plan d'affaires sur des éléments que j'ai estimé pertinents après échanges avec le management de la société Powernext ;
 - . analyser la méthode d'évaluation et la sensibilité de la valeur aux paramètres structurants du plan d'affaires ;
 - à titre de recoupement, par la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers.
- J'ai obtenu confirmation par les dirigeants des sociétés concernées de l'absence, jusqu'à la date du présent rapport, de faits ou événements connus susceptibles de remettre en cause la valeur des apports.

2.2. Appréciation de la valeur des apports

La valeur des apports retenue par les sociétés Pownext et EPEX Spot est de 2 426 547,56 €. Cette valeur est très sensiblement inférieure à la valeur réelle de l'apport telle que déterminée par mes soins selon la méthode des flux de trésorerie actualisés. Par ailleurs, les prévisions dont je dispose ont été établies sans tenir compte des effets de synergie attendus du rapprochement avec l'activité spot d'EEX, ce qui constitue un élément de prudence.

Mes travaux d'évaluation reposent essentiellement sur une approche intrinsèque. A titre de recoupement, une approche analogique, par la méthode des multiples boursiers, a également été mise en œuvre.

2.2.1 Approche directe de la valeur des apports par la méthode des flux de trésorerie actualisée

Les travaux d'évaluation ont été mis en œuvre sur la base du plan d'affaires établi par le management de la société Pownext pour la période 2008-2012.

Le plan d'affaires a été établi en référence à des marchés plus matures que sont les marchés allemand et scandinave, ce qui permet d'anticiper sur la période prévisionnelle une croissance des commissions de transactions perçues par Pownext supérieure à la croissance globale de la consommation d'électricité française. Cette croissance est corroborée par l'historique des transactions réalisées sur la plateforme de transactions gérée par la société.

Mes diligences ont consisté à m'assurer de la cohérence des hypothèses entre les prévisions du plan d'affaires établi au dernier trimestre 2007 et le budget de l'exercice 2008, et à tenir compte des éventuels écarts dans les prévisions relatives aux exercices futurs.

Les études de sensibilité que j'ai menées sur ce plan d'affaires font ressortir une fourchette d'évaluation largement supérieure à la valeur d'apport. Cette dernière s'établit cependant en-deçà des résultats ressortant du rapport de valorisation réalisé par BNP Paribas en octobre 2007, essentiellement du fait de l'évolution de l'aversion au risque des investisseurs financiers, intervenue entre octobre 2007 et la fin du premier semestre 2008. Au vu du niveau exceptionnel atteint par celle-ci depuis octobre 2008, j'ai volontairement exclu cette période de mon calcul du taux d'actualisation. Je me suis assuré toutefois que la prise en compte des données récentes ne modifierait pas ma conclusion quant à l'absence de surévaluation de la valeur d'apport retenue.

2.2.2 Méthode des comparables boursiers

En l'absence de sociétés cotées directement comparables à la branche d'activité apportée, j'ai constitué, à titre de simple recoupement, un échantillon de bourses de matières premières présentes sur le secteur de l'énergie. Comparé à cette approche analogique, la valeur centrale issue de l'actualisation des flux de trésorerie présente une décote moyenne de 20% ce qui est cohérent avec la différence de taille existant entre la branche apportée et les sociétés de l'échantillon.

En conclusion de mes travaux et sous le bénéfice des observations qui précèdent, je suis d'avis que la valeur de l'apport, s'élevant à 2 426 547,56 €, n'est pas surévaluée et, en conséquence, qu'elle est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire de l'apport étant rappelé qu'il ne sera créé aucune prime d'apport.

Fait à Paris, le 1^{er} décembre 2008

Le commissaire à la scission

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'T. Bellot' with a stylized flourish.

Thierry Bellot
Commissaire aux comptes
Membre de la Compagnie Régionale de Paris