

Rapport des commissaires à la fusion sur la rémunération des apports
en application de l'article L. 236-10 du Code de commerce

Fusion par voie d'absorption de la société TNU SA par la société Groupe
Eurotunnel S.A.

EXEMPLAIRE
CABINET

Les sociétés participantes

TNU SA
Société anonyme
au capital de 260 105 596,87 €
19, boulevard Malesherbes
75008 Paris

Assemblée générale extraordinaire du 28 avril 2009

Groupe Eurotunnel S.A.
Société anonyme
au capital de 75 936 766,01 €
19, boulevard Malesherbes
75008 Paris

Assemblée Générale extraordinaire du 6 mai 2009

Les commissaires à la fusion

Thierry Bellot
11, rue de Laborde
75008 Paris

Jean-Pierre Colle
100, rue de Courcelles
75017 Paris

Rapport en date du 27 mars 2009

V1

Rapport des commissaires à la fusion sur la rémunération des apports
en application de l'article L. 236-10 du Code de commerce

Fusion par voie d'absorption de la société TNU SA par la société Groupe
Eurotunnel S.A.

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Paris en date du 4 février 2009 concernant la fusion-absorption de la société TNU SA par la société Groupe Eurotunnel S.A. (« GET SA »), nous avons établi le présent rapport sur la rémunération des apports prévu par l'article L. 236-10 du Code de commerce. GET SA et TNU SA sont ci-après dénommées « les Sociétés Participantes ».

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le projet de traité de fusion en date du 10 mars 2009. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de ce rapport d'échange.

Nos diligences ont été réalisées par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elles ont consisté essentiellement à :

- vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des Sociétés Participantes sont pertinentes ;
- nous assurer que l'opération n'a pas pour effet d'appauvrir le patrimoine des actionnaires de TNU SA ou celui des actionnaires de GET SA.

Nous vous prions de trouver ci-après nos constatations et conclusions présentées dans l'ordre suivant :

1. **Présentation de l'opération**
2. **Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des Sociétés Participantes**
3. **Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé**

Nous précisons que notre mission doit également nous conduire à apprécier la valeur des apports, ce dont nous rendons compte dans un rapport distinct.

1 Présentation de l'opération

1.1 Contexte de l'opération

L'opération soumise à votre approbation consiste en la fusion par voie d'absorption de la société TNU SA par la société GET SA (ci-après la « Fusion »). Elle s'inscrit dans le cadre d'une simplification de l'organigramme juridique du groupe Eurotunnel (ci-après le « Groupe »).

Cette Fusion sera précédée des opérations suivantes :

- (i) Cession des Unités TNU (composées des actions TNU SA et TNU PLC) par Eurotunnel Group UK PLC (« EGP ») à GET SA
- (ii) Jumelage des actions de The Channel Tunnel Group Limited (« CTG ») et de France Manche SA (« FM ») sous condition suspensive de la cession de CTG par TNU PLC à TNU SA
- (iii) Cession des actions de CTG par TNU PLC à TNU SA
- (iv) Novation par changement de débiteur de l'emprunt obligataire amendé (l'« EOA »)
- (v) Cession de l'EOA par EGP à GET SA
- (vi) Séparation des Unités TNU en actions de TNU SA et de TNU PLC

1.2 Sociétés concernées

- **Société absorbante : GET SA**

GET SA est une société anonyme dont le siège social est situé 19, boulevard Malesherbes - 75008 Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 483 385 142.

Au 10 mars 2009, le capital social de GET SA s'élève à 75 936 766,01 euros, divisé en :

- 189 841 915 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,40 euro,
- 1 action de préférence d'une valeur nominale de 0,01 euro.

Les actions ordinaires GET SA sont admises aux négociations sur le marché Euronext (Compartiment B) et sur la *Official List* de la *United Kingdom Listing Authority* et aux négociations sur le *London Stock Exchange*.

A la date du 31 décembre 2008, il existe plusieurs catégories de valeurs mobilières donnant accès au capital de GET SA, à savoir :

- 6 028 085 Obligations Remboursables en Actions (ci-après dénommées les «ORA») émises par EGP (filiale détenue à 100% par GET SA) et donnant droit à la création d'un maximum de 156 850 770 actions ordinaires GET SA,
- 800 000 Titres Subordonnés Remboursables en Actions (ci-après dénommés les «TSRA») émis par GET SA et donnant droit à la création d'un maximum de 101 608 000 actions ordinaires GET SA (y compris la création d'un maximum de 2 400 000 actions ordinaires GET SA supplémentaires au titre de la rémunération des TSRA et la création de 4 320 000 actions ordinaires GET SA supplémentaires au titre de la rémunération complémentaire conditionnelle),
- 4 307 026 273 Bons de Souscription d'Actions (ci-après dénommés les «BSA») donnant droit à la création d'un maximum de 146 438 893 actions ordinaires GET SA.

Par ailleurs, 4 755 554 actions ordinaires GET SA supplémentaires, au maximum, pourraient être créées d'ici à 2011 au titre de la rémunération complémentaire conditionnelle à la suite de l'augmentation de capital réalisée en juin 2008 sur exercice de bons de souscription d'actions.

- **Société absorbée : TNU SA**

TNU SA est une société anonyme dont le siège social est situé 19, boulevard Malesherbes - 75008 Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 334 192 408.

A la date de signature du projet de traité de Fusion, le capital social de TNU SA s'élève à 260 105 596,87 euros, divisé en 26 010 559 687 actions de 0,01 euro, de même catégorie et entièrement libérées.

- **Liens en capital entre les Sociétés Participantes**

Après les opérations préalables mentionnées au § 1.1 ci-dessus, GET SA détiendra 99,32% du capital et des droits de vote de TNU SA.

Le solde, soit 0,68% du capital, est détenu par les actionnaires qui n'ont pas apporté leurs actions lors de l'offre publique d'échange réalisée en 2007 par GET

SA à l'attention des détenteurs d'Unités TNU composées d'une action TNU SA et d'une action TNU PLC.

1.3 Aspects juridiques

Conformément aux dispositions de l'article L. 236-4 du Code de commerce, il est précisé que la présente Fusion prendra effet immédiat à la date de la dernière assemblée générale qui aura approuvé l'opération, soit celle de GET SA qui se tiendra le 6 mai 2009.

La réalisation définitive de la Fusion est soumise à l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de TNU SA du projet de traité de Fusion et de ladite Fusion (et notamment de la dissolution sans liquidation de TNU SA en résultant) et à l'approbation de la Fusion par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de GET SA, ainsi qu'à la décision d'émission des actions ordinaires GET SA nouvelles en rémunération de la Fusion.

1.4 Régime fiscal

Au plan fiscal, l'opération est placée :

- en matière d'impôt sur les sociétés, sous le régime de faveur de l'article 210 A du Code Général des Impôts,
- en matière de droits d'enregistrement, sous le régime de l'article 816 du même Code, et donnera lieu au paiement d'un droit fixe de 500 €.

1.5 Description des apports

Aux termes du projet de traité de Fusion en date du 10 mars 2009, les apports de TNU SA représentent une valeur globale de 146 793 919 euros, qui correspond à l'actif net apporté.

Les valeurs individuelles des apports ont été déterminées sur la base des comptes sociaux de TNU SA au 31 décembre 2008, et du bilan pro forma de TNU SA au 31 décembre 2008, préparé pour les besoins de la Fusion sur la base des comptes sociaux de TNU SA au 31 décembre 2008 retraités pour tenir compte de l'impact des opérations réalisées entre le 31 décembre 2008 et la date de réalisation de la Fusion, décrites au § 1.1 ci-avant.

Ces valeurs individuelles, qui sont par nature estimées et provisoires, feront l'objet d'un ajustement sur la base d'une situation comptable définitive de TNU SA à la date d'effet de la Fusion.

Elles s'analysent comme suit :

	Valeur d'apport (en euros)
ACTIF APPORTE	
Immobilisations financières	613 810 267
Actif circulant	8 721 667
TOTAL ACTIF	<u>622 531 934</u>
 PASSIF PRIS EN CHARGE	
Dettes financières	474 009 282
Dettes d'exploitation	1 666 980
Dettes diverses	61 753
TOTAL PASSIF	<u>475 738 015</u>
 ACTIF NET APPORTE	<u><u>146 793 919</u></u>

Les immobilisations financières correspondent principalement aux actions de FM et de CTG, sociétés concessionnaires du Groupe qui seront détenues à 100% par TNU SA le jour de la Fusion.

Les dettes financières résultent principalement de l'acquisition des actions CTG par TNU SA à TNU PLC qui aura lieu avant la date de l'assemblée générale de TNU SA et dont le prix ne sera pas payé à la date de la Fusion.

1.6 Rémunération des apports

Les valeurs de GET SA et de TNU SA ont été calculées selon la méthode de l'actif net réévalué.

Le nombre d'actions à émettre a été déterminé selon les étapes suivantes:

- (i) Calcul d'une valeur relative unique de TNU SA par rapport à GET SA, par référence à l'actif net réévalué des Sociétés Participantes au 31 décembre 2008, soit 0,0437487.
- (ii) Calcul du rapport d'échange en multipliant la valeur relative unique par le rapport entre le nombre d'actions GET SA et le nombre d'actions TNU SA, soit 0,001008 action ordinaire GET SA pour 1 action TNU SA.
- (iii) Définition de la parité d'échange, obtenue en convertissant le rapport d'échange en nombre entier d'actions, soit 1 action ordinaire GET SA pour 992 actions TNU SA.
- (iv) Renonciation par GET SA à échanger ses actions TNU SA, conformément aux dispositions de l'article L. 236-3 du Code de commerce.
- (v) Création de 178 730 actions ordinaires GET SA nouvelles, entièrement libérées, par voie d'augmentation du capital social de GET SA de 71 492 euros.

2 Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des Sociétés Participantes

2.1 Appréciation de la méthodologie de calcul des valeurs relatives retenue dans le projet de traité de Fusion

2.1.1 *Analyse de l'unique méthode de calcul des valeurs relatives mentionnée dans le projet de traité de Fusion*

L'unique méthode de calcul des valeurs relatives mentionnée dans le projet de traité de Fusion consiste à comparer les valeurs de TNU SA et de GET SA selon la méthode d'évaluation de l'actif net réévalué. Elle conduit à une valeur relative de 0,0437487.

S'agissant de deux sociétés holdings, la première détenant principalement, à la date de la Fusion, les sociétés concessionnaires FM et CTG, la seconde détenant principalement TNU SA, TNU PLC (anciennement détentrice des actions CTG qui seront cédées à TNU SA préalablement à la Fusion) et EGP, la méthode d'évaluation de l'actif net réévalué, consistant à faire la somme des parties que constituent les participations détenues par chacune d'entre elles, nous semble appropriée.

2.1.2 *Analyse des motifs ayant conduit à écarter les autres méthodes de calcul des valeurs relatives mentionnées dans le projet de traité de Fusion*

Les autres méthodes de calcul des valeurs relatives mentionnées dans le projet de traité de Fusion consistant à comparer les valeurs de TNU SA et de GET SA selon les méthodes d'évaluation des transactions comparables et des comparables boursiers n'ont pas été jugées appropriées par la direction du Groupe, « *compte tenu de la situation spécifique du Groupe et notamment des particularités respectives du principal actif du Groupe (la concession) et de l'E OA* », comme cela est indiqué à l'annexe 7 du projet de traité de Fusion.

Nous validons ces motifs, considérant :

- qu'il n'existe pas de société comparable à GET SA, détenant une telle concession avec les contrats de transports passagers et de fret qui s'y attachent ;
- qu'il n'existe pas d'emprunt sur le marché comparable à l'E OA, dont les flux d'intérêt sont modulables.

2.1.3 Analyse d'une méthode de calcul des valeurs relatives non présentée dans le projet de traité de Fusion

GET SA étant une société cotée avec un large flottant et un volume d'échange important, il aurait pu paraître approprié de calculer une valeur relative TNU SA / GET SA en comparant la capitalisation boursière de GET SA avec l'actif net réévalué de TNU SA.

Cependant, en raison de la crise financière actuelle, nous estimons qu'une telle démarche aurait conduit :

- à sous-évaluer GET SA, sans en tirer les conséquences sur la valeur de TNU SA qui constitue sa principale participation,
- et, par conséquent, à surévaluer la valeur relative TNU SA / GET SA.

2.1.4 Conclusion sur la méthodologie de calcul des valeurs relatives retenue dans le projet de traité de Fusion

La méthodologie de calcul des valeurs relatives retenue dans le projet de traité de Fusion, qui conduit à retenir une unique valeur relative TNU SA / GET SA fondée sur la méthode de l'actif net réévalué, nous semble appropriée au cas d'espèce.

2.2 Diligences effectuées pour valider l'unique valeur relative présentée dans le projet de traité de Fusion

2.2.1 Revue des données de base utilisées

Compte tenu de la singularité de la concession et de son financement (Cf. supra § 2.1.2), le conseil d'administration de GET SA a décidé de faire appel à un Expert Indépendant pour les évaluer.

Nous analysons ci-après sa démarche et ses conclusions :

2.2.1.1 Valeur de la concession

Pour évaluer la concession, l'Expert Indépendant a mis en œuvre la méthode des Discounted Cash Flow (DCF) qui l'a amené à :

- calculer les flux de trésorerie disponibles sur la durée résiduelle de la concession (2009 – 2086) à partir du plan d'affaires établi par la direction des concessionnaires FM et CTG, tel que revu par lui ;
- actualiser ces flux de trésorerie au coût moyen pondéré du capital du Groupe déterminé sur la base de moyennes avant impôt sur les cinq dernières années.

Cette expertise, qui valorise la concession à 6,9 milliards d'euros, appelle de notre part les commentaires suivants :

- (i) Dans les conditions d'exploitation et de concurrence actuelles et prévisibles à moyen terme :
 - le Groupe bénéficie d'une bonne visibilité,
 - le plan d'affaires, tel que revu par l'Expert Indépendant, nous paraît donc constituer une base fiable pour mettre en œuvre la méthode du DCF.
- (ii) Compte tenu de la situation fiscale du Groupe, l'utilisation d'un taux d'actualisation avant impôt nous semble appropriée.
- (iii) Dans le contexte de la crise financière actuelle :
 - le coût du capital du Groupe au 31 décembre 2008 intègre une prime de risque excessive ;
 - le choix de calculer ce taux en faisant une moyenne sur 5 ans nous semble dès lors justifié.

En définitive, nous n'avons pas d'observation sur la valorisation de la concession par l'Expert Indépendant.

2.2.1.2 Valeur du « prêt à long terme »

Le « prêt à long terme » constitue la part externe du financement des sociétés concessionnaires. Il est divisé en plusieurs tranches donnant lieu chacune à un taux d'intérêt et à un échéancier de remboursement.

Comme le mentionne l'Expert Indépendant, la valeur de marché de ce prêt a été considérée comme égale à sa valeur comptable réévaluée sur la base du taux de change euro / livre sterling retenu dans le projet de traité de Fusion.

Cette approche nous paraît acceptable dans la mesure où les conditions de ce prêt ont été négociées en 2007.

2.2.1.3 Valeur de l'EOA

L'EOA constitue la part intra groupe du financement des sociétés concessionnaires.

Le remboursement de cet emprunt est subordonné au remboursement de la dette senior (« prêt à long terme »). Ainsi, pour déterminer la valeur de marché de l'EOA, l'Expert Indépendant a estimé qu'il convient d'actualiser les flux d'intérêts et de remboursement à un taux de 8%, compris entre le taux actuariel du prêt à long terme (7,27%) et le coût des fonds propres (10,22%).

Ce choix nous semble cohérent dans la mesure où le taux retenu :

- est supérieur au taux actuariel du prêt à long terme dont le remboursement est prioritaire ;
- est inférieur au coût des fonds propres exigé par les actionnaires de TNU SA qui acceptent, par définition, de supporter un risque plus élevé que les créanciers.

2.2.2 Vérification des modalités de détermination de l'actif net réévalué des Sociétés Participantes

Nous avons vérifié les calculs effectués par le Groupe pour déterminer l'actif net réévalué des Sociétés Participantes via la réévaluation de la valeur des fonds propres des sociétés suivantes :

- FM et CTG sur la base de la valeur de la concession déterminée par l'Expert Indépendant, minorée de la valeur comptable du « prêt à long terme » et de la valeur de l'EOA déterminée par l'Expert Indépendant, et après prise en compte des autres actifs et passifs d'exploitation,
- EGP sur la base de la valeur des créances internes reconnues en contrepartie de la cession de l'EOA à GET SA et de la cession des Unités TNU à GET SA, minorée de la valeur comptable des ORA non encore remboursées, et après prise en compte des autres actifs et passifs d'exploitation,
- TNU PLC sur la base de la valeur de la créance interne reconnue en contrepartie de la cession des actions CTG à TNU SA, et après prise en compte des autres actifs et passifs d'exploitation,
- TNU SA sur la base des valeurs des fonds propres réévalués de FM et de CTG, minorée de la dette interne reconnue en contrepartie de l'acquisition des actions CTG à TNU PLC, et après prise en compte des autres actifs et passifs d'exploitation,
- GET SA sur la base des valeurs des fonds propres réévalués de TNU SA, TNU PLC et EGP, ainsi que de la créance au titre de l'EOA, et après prise en compte des autres actifs et passifs d'exploitation.

2.3 Conclusion sur la pertinence de l'unique valeur relative retenue

En définitive, nous sommes d'avis que :

- la valeur relative unique TNU SA / GET SA de 0,0437487 présentée dans le projet de traité de Fusion est pertinente ;
- il n'existe pas d'autre valeur relative pertinente.

3 Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires, selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, pour apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé.

En premier lieu, nous n'avons pas d'observation à formuler sur le positionnement du rapport d'échange, puisqu'il correspond à l'unique valeur relative jugée pertinente tant par la direction du Groupe que par nous-mêmes, obtenue par la méthode de l'actif net réévalué.

Par ailleurs, dès lors que la quote-part d'actif net réévalué détenue par les actionnaires minoritaires tant de TNU SA que de GET SA constitue, à notre avis, la meilleure mesure de leur patrimoine dans ces sociétés avant et après Fusion, et que le rapport d'échange résulte de la comparaison des actifs nets réévalués des sociétés avant Fusion, l'opération ne peut pas donc pas avoir pour effet d'appauvrir ni les actionnaires de TNU SA, ni les actionnaires de GET SA.

En conclusion, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 0,001008 action ordinaire GET pour 1 action TNU SA, conduisant à émettre 1 action ordinaire GET SA pour 992 actions TNU SA, est équitable.

Fait à Paris, le 27 mars 2009

Les Commissaires à la Fusion



Thierry Bellot



Jean-Pierre Colle

Membres de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris