

Cette offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'Autorité des Marchés Financiers

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA BANQUE DE LA REUNION INITIEE PAR BPCE INTERNATIONAL & OUTRE-MER



Le présent projet de note en réponse a été déposé le 23 mars 2015 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »). Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I du règlement de l'AMF, le rapport du cabinet HAF Audit & Conseil représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse

En application de l'article L. 433-4 III du code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cas où les actions non présentées à l'offre publique par les actionnaires minoritaires de la Banque de la Réunion ne représenteraient pas, à l'issue de l'offre publique, plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Banque de la Réunion, BPCE International & Outre-Mer mettra en œuvre, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre publique, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la Banque de la Réunion non apportées à l'offre publique en contrepartie d'une indemnité de 152,30 euros par action égale au prix de l'offre publique d'achat simplifiée.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Banque de la Réunion (www.banquedelareunion.fr). Des exemplaires du présent projet de note en réponse peuvent également être obtenus sans frais auprès de Banque de la Réunion, 27, rue Jean Châtel - 97711 Saint Denis (REUNION).

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Banque de la Réunion seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	4
1.1 Contexte de l'Offre.....	4
1.2 Présentation de l'Offre.....	4
1.3 Termes de l'Offre	5
1.4 Déroulement de l'Offre	5
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	6
3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA BANQUE DE LA REUNION.....	6
4. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO- DETENUES.....	8
5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE.....	8
6. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	8
7. ELEMENTS CONCERNANT BANQUE DE LA REUNION SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	8
7.1 Structure et répartition du capital.....	8
7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions	9
7.2.1 Obligation de déclaration de franchissement de seuils	9
7.2.2 <i>Transfert d'actions</i>	9
7.3 Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Banque de la Réunion (article L. 233-11 du code de commerce)	9

7.4 Participations directes et indirectes au capital de la Banque de la Réunion ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil(s) ou d'une déclaration d'opération sur titres.....	9
7.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	9
7.6 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	10
7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote	10
7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Banque de la Réunion	10
7.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	10
7.10 Accord conclus par la Société et prenant fin en cas de changement de contrôle.....	11
7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Banque de la Réunion, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	11
8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	11
Annexe - Rapport de l'expert indépendant	11

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1 Contexte de l'Offre

Dans un communiqué de presse en date du 1^{er} octobre 2014 publié conjointement par le Groupe BPCE et la Caisse d'Epargne Provence-Alpes-Corse, avait été annoncé le projet de BPCE International et Outre-Mer (« **BPCE IOM** » ou l'« **Initiateur** ») de déposer une offre publique d'achat simplifiée – suivie, en cas de succès, d'un retrait obligatoire – visant les actions de Banque de la Réunion (l'« **Offre** »).

Dans un communiqué en date du 18 février 2015, Banque de la Réunion a pris note de l'annonce faite par le Groupe BPCE et a précisé que, conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, son conseil d'administration avait désigné le cabinet HAF Audit & Conseil, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant chargé de se prononcer sur le caractère équitable de l'Offre, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire.

C'est dans ce cadre que, souhaitant acquérir le solde du capital de la Société, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF le projet d'Offre le 17 mars 2015.

A la date du présent projet de note en réponse BPCE IOM détient 88,90% du capital et des droits de vote de la Banque de la Réunion. Les 11,10% du capital et des droits de vote restant sont détenus par le public et les salariés de la Société, étant précisé qu'aucun autre actionnaire ne détient plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

1.2 Présentation de l'Offre

En application de l'article L. 433-1 du Code monétaire et financier, du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, BPCE IOM, société anonyme au capital de 478.331.817,75 euros, dont le siège social est sis 88, avenue de France – 75013 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, sous le numéro 420 698 979, offre de manière irrévocable aux actionnaires de la Banque de la Réunion, société anonyme au capital de 69.906.708,11 euros dont le siège social est sis 27, rue Jean Châtel - 97711 Saint Denis (REUNION), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Saint-Denis de la Réunion, sous le numéro 310 895 255 (la « **Banque de la Réunion** » ou la « **Société** ») d'acquérir dans les conditions décrites ci-après, la totalité de leurs actions de la Société qui sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000039612.

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur à la date du présent projet de note en réponse, soit un nombre maximum de 187.821 actions existantes représentant 11,10% du capital et des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 1.691.761 actions et autant de droits de vote théoriques.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner

accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société. Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Natixis a, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre agissant pour le compte de l'Initiateur, déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 17 mars 2015, étant précisé que seul Natixis garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.3 Termes de l'Offre

L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société d'acquérir leurs actions Banque de la Réunion en contrepartie d'une somme en numéraire de 152,30 euros par action.

1.4 Déroulement de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture ainsi qu'un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de quinze (15) jours de négociation. Pendant la durée de l'Offre, Natixis, agissant pour le compte de l'Initiateur, s'engage irrévocablement à acquérir en bourse, au prix de 152,30 euros par action, toutes les actions qui seront présentées à l'Offre sur le marché.

Les actionnaires de la Banque de la Réunion dont les actions sont inscrites en compte auprès d'un intermédiaire financier (établissements de crédit, entreprises d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient présenter leurs actions à l'Offre, devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre de vente irrévocable selon les modalités propres à leur intermédiaire.

Les actionnaires détenant leurs actions au nominatif pur dans les registres de la Société (tenus par son mandataire CACEIS CORPORATE TRUST) et qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront retourner à CACEIS CORPORATE TRUST le bulletin de réponse qui leur aura été adressé à cet effet. CACEIS CORPORATE TRUST se chargera de l'exécution de leurs d'ordres.

CACEIS CORPORATE TRUST

Adresse : 14, rue Rouget de Lisle 92130 Issy-Les-Moulineaux

Téléphone : + 33 (0)1 57 78 34 44

Fax : + 33 (0)1 49 08 05 89 Email

Mail : ct-contact@caceis.com

Les actions présentées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage,

nantissement, autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

L'acquisition des actions Banque de la Réunion dans le cadre de l'Offre se fera, conformément à la loi, par achats sur le marché d'Euronext Paris par l'intermédiaire de Natixis, en tant que membre de marché acheteur, agissant en qualité d'intermédiaire pour le compte de l'Initiateur.

Le règlement-livraison des actions Banque de la Réunion ainsi acquises sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres et interviendra dans un délai de deux (2) jours de négociation à compter de l'exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage ou de rémunération des intermédiaires ainsi que les frais de TVA correspondants) afférents à ces opérations resteront à la charge des actionnaires apportant leurs actions à l'Offre.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.5 du projet de note d'information de l'Initiateur.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 23 mars 2015 et a adopté l'avis motivé ci-après relatif au projet d'Offre, l'ensemble des membres du Conseil étant présents, réputés présents ou représentés :

« Le Conseil d'administration a notamment pris connaissance :

- *du communiqué de presse de l'Initiateur publié le 18 mars 2015 dans le cadre du dépôt de son offre ;*
- *du projet de note d'information établi par l'Initiateur, décrivant notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions de l'Initiateur concernant en particulier les activités et la stratégie de la Société ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Natixis, établissement présentateur de l'Offre ;*
- *du projet de note en réponse de la Société prévu par l'article 231-19 du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers, qui sera déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers dans le cadre de l'Offre ;*
- *du rapport du cabinet HAF Audit & Conseil, agissant en qualité d'expert indépendant nommé en application des dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **Expert Indépendant** »), relatif aux conditions financières de l'Offre ; et*
- *qu'indépendamment du dépôt de l'Offre, l'Initiateur a un projet de cession à Caisse d'Epargne Provence-Alpes-Corse de sa participation dans Banque de la Réunion (cf. communiqué de presse du 1er octobre 2014) et qu'en cas d'aboutissement de ce projet de cession, Caisse d'Epargne Provence-Alpes-Corse a l'ambition de procéder ultérieurement à une fusion juridique de la Société.*

Monsieur Olivier Grivillers, du cabinet HAF Audit & Conseil, expose aux membres du Conseil les diligences qu'il a effectuées dans le cadre de sa mission d'expertise indépendante. Aux termes de ses travaux, Monsieur Olivier Grivillers conclut que le prix offert de 152,30 euros par action de la Société est équitable.

Après avoir remercié Monsieur Olivier Grivillers pour son exposé, et après examen des documents, les membres du

Conseil d'administration ont procédé à un échange de vues sur l'ensemble de ces éléments.

Le Conseil d'administration ayant notamment constaté que :

- (i) l'Initiateur détient 88,90 % du capital et des droits de vote de la Société et que l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société ;*
- (ii) l'Initiateur a indiqué qu'il entend, en s'appuyant sur les compétences et l'expérience de ses équipes dirigeantes, poursuivre au cours des douze prochains mois les principales orientations stratégiques et les investissements mis en œuvre par la Société. En ce sens, la conduite des activités de la Société ne sera pas affectée par l'Offre ;*
- (iii) l'Initiateur a confirmé qu'il ne prévoit pas, au cours des douze prochains mois, de modification de la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi et que, notamment, il n'envisage pas de modification de la composition des organes sociaux et la direction de la Société ;*
- (iv) le prix offert par l'Initiateur, soit 152,30 euros par action, fait ressortir une prime de 43,7% sur le dernier cours de clôture de l'action de 106 euros en date du 1^{er} octobre 2014 (avant publication du communiqué de presse du Groupe BPCE en date du 1^{er} octobre 2014).*
- (v) les termes de l'Offre se comparent favorablement aux différents critères de valorisation présentés par l'Expert Indépendant dans son rapport qui conclut au caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société du prix de 152,30 euros par action proposé dans le cadre de l'Offre ;*
- (vi) l'Offre représente pour l'ensemble des actionnaires minoritaires de la Société qui souhaiteraient céder leurs titres, une opportunité de liquidité totale et immédiate à un prix offrant une prime sur les cours de bourse ; et*
- (vii) l'Initiateur a également indiqué qu'il envisage (i) de demander à l'Autorité des marchés financiers, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société si celles qui ne sont pas présentées à l'Offre ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre ou (ii) de demander à Euronext Paris la radiation des actions Société si les résultats de l'Offre réduisaient fortement la liquidité.*

décide, à la lumière des éléments qui précèdent et après en avoir délibéré, statuant à l'unanimité des membres présents, réputés présents ou représentés, y compris ses membres indépendants :

- d'approuver le projet de note en réponse établi par la Société ; et*
- d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre, qu'il considère comme étant conforme tant aux intérêts de la Société, qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés et recommande aux actionnaires d'apporter leurs titres à l'Offre.»*

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA BANQUE DE LA REUNION

Lors de la séance du Conseil d'administration en date du 23 mars 2015, les administrateurs et les censeurs qui sont propriétaires d'actions de la Société (directement ou indirectement) ont unanimement indiqué qu'ils ont l'intention d'apporter la totalité de leurs titres à l'Offre.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

La Société ne détient aucune de ses propres actions.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

En application de l'article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de Banque de la Réunion, lors de sa séance du 18 février 2015, a désigné le cabinet HAF Audit & Conseil, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Les conclusions de ce rapport (qui est intégralement reproduit en annexe du présent projet de note en réponse) sont les suivantes :

« Le prix de 152,3€ par action Banque de la Réunion proposé pour la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, offre qui pourra être suivie, en cas de succès, d'une procédure de retrait obligatoire, est équitable pour les actionnaires minoritaires de la société Banque de la Réunion. »

6. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

La Société n'a, à la date du présent projet de note en réponse, connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

7. ELEMENTS CONCERNANT BANQUE DE LA REUNION SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital

Le capital social de Banque de la Réunion s'élève à 69.906.708,11 euros, divisé en 1.691.761 actions de 41,32 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées.

Au 23 mars 2015, et à la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de la Banque de la Réunion sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
BPCE IOM	1.503.940	88,90%	1.503.940	88,90%
Public	187.821	11,10%	187.821	11,10%
Auto-détention	0	0	0	0
Total	1.691.761	100%	1.691.761	100%

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

7.2.1 Obligation de déclaration de franchissement de seuils

Les statuts de la Société ne prévoient aucune stipulation particulière en matière d'information relative aux franchissements de seuils par ses actionnaires.

7.2.2 Transfert d'actions

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions.

7.3 Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Banque de la Réunion (article L. 233-11 du code de commerce)

La Société n'a, à la date du présent projet de note en réponse, connaissance d'aucun accord prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions.

7.4 Participations directes et indirectes au capital de la Banque de la Réunion ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil(s) ou d'une déclaration d'opération sur titres

Outre BPCE IOM qui détient 88,90% du capital et des droits de vote, la Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 5% de son capital ou de ses droits de vote à la date du présent projet de note en réponse.

7.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

7.6 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à la date du présent projet de note en réponse pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Banque de la Réunion

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres ou la modification des statuts.

7.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre.

Conformément à l'article 12 des statuts de la Société, les décisions du Conseil d'administration sont prises à la majorité des voix des membres présents, réputés présents ou représentés. La voix du Président de séance est prépondérante en cas de partage des voix.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et des dispositions statutaires mentionnées ci-avant, le Conseil d'administration dispose à la date du présent projet de note en réponse de la délégation suivante, qui lui a été conférée par l'assemblée générale des actionnaires de la Société réunie le 23 mai 2013 :

Nature de l'autorisation	Date de l'assemblée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social autorisé	Durée	Utilisation des autorisations
Emission d'actions réservées aux adhérents d'un plan épargne d'entreprise en application des articles L.3332-18 et suivants du Code du Travail.	23 mai 2013	0.5% du nombre d'actions composant le capital social (soit 8.458 actions)	26 mois	Néant

7.10 Accord conclus par la Société et prenant fin en cas de changement de contrôle

Il est précisé que l'Offre n'entraînera pas changement de contrôle de la Banque de la Réunion.

7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Banque de la Réunion, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la date du présent projet de note en réponse, il n'existe aucun accord de ce type susceptible d'avoir une incidence en cas d'offre publique.

8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

Bernard FREMONT, Directeur-Général de la Banque de la Réunion

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE BANQUE DE LA RÉUNION
INITIEE PAR BPCE INTERNATIONAL & OUTRE-MER**

SOMMAIRE

1	Présentation de l'opération.....	13
1.1	Sociétés concernées par l'opération.....	13
1.1.1	Présentation de la société initiatrice.....	13
1.1.2	Présentation de la Banque de la Réunion société objet de l'Offre.....	13
1.1	Contexte, motifs et termes du projet d'Offre.....	21
1.1.1	Contexte et motifs de l'Offre.....	21
1.1.2	Termes de l'Offre.....	22
2	Présentation de l'expert indépendant.....	22
2.1	Présentation d'HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International.....	22
2.2	Présentation de l'activité « évaluation d'entreprises et expertises indépendantes » d'HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International.....	23
2.2.1	Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois.....	23
2.2.2	Déclaration d'indépendance.....	24
2.3	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	24
2.4	Rémunération.....	25
2.5	Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise.....	25
2.5.1	Programme de travail détaillé.....	25
2.5.2	Calendrier de l'étude.....	26
2.5.3	Liste des personnes rencontrées.....	27
2.5.4	Informations utilisées.....	27
3	Éléments d'appréciation du prix proposé.....	28
3.1	Données structurant l'évaluation.....	28
3.1.1	Référentiel comptable.....	28
3.1.2	Structure du capital et nombre d'actions.....	28
3.1.3	Business plan et périmètre.....	29
3.1.4	Un environnement réglementaire spécifique.....	29
3.2	Méthodes d'évaluation écartées.....	30
3.2.1	Méthode de l'actif net comptable (ANC).....	30
3.2.2	Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR).....	31
3.2.3	Approche par la somme des parties.....	31
3.2.4	Méthode des Discounted Cash Flow (DCF).....	31
3.2.5	Méthode des transactions comparables.....	31
3.2.6	Opérations récentes sur le capital.....	32
3.2.7	Cours cible des analystes.....	32
3.3	Méthodes d'évaluation retenues.....	32
3.3.1	Cours de bourse.....	32
3.3.2	Méthode de l'actualisation des dividendes futurs (ou Discounted Dividend Model).....	35
3.3.3	Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables.....	41
3.4	Analyse des accords connexes à l'Offre.....	45
4	Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur ..	45
4.1	Méthodes d'évaluation écartées :.....	45
4.2	Méthodes d'évaluation retenues :.....	46
4.2.1	Référence au cours de bourse.....	46
4.2.2	Méthode d'actualisation des dividendes futurs.....	47
4.2.3	Méthode des comparables boursiers.....	49
5	Conclusion sur le caractère équitable du prix offert.....	51

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet HAF Audit & Conseil, membre du réseau Crowe Horwath International, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Banque de la Réunion le 18 février 2015 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), offre qui pourra être suivie d'un retrait obligatoire.

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE PORTANT SUR
LES ACTIONS DE LA SOCIETE BANQUE DE LA REUNION INITIEE PAR BPCE
INTERNATIONAL & OUTRE-MER

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre »), portant sur les actions de la société Banque de la Réunion (ci-après « Banque de la Réunion »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée en application des articles 261-1-I 1° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'administration de la société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, l'initiateur qui détient environ 88,9% du capital social ayant des représentants au Conseil d'administration de la cible, et de l'article 261-1-II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la société Banque de la Réunion dans le cadre de l'Offre s'établit à 152,3€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société Banque de la Réunion, BPCE International & Outre-Mer et les conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
5. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

1 Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

La société BPCE International et Outre-mer (ci-après « BPCE IOM ») est une société anonyme au capital de 478.331.817,75 euros dont le siège social est situé au 88 avenue de France, 75013 Paris, immatriculée sous le numéro unique d'identification 420 698 979 RCS Paris.

BPCE IOM est un établissement de crédit spécialisé affilié à BPCE, organe central des Caisses d'Epargne et des Banques Populaires, qui a pour vocation principale de porter les participations et les développements de la banque commerciale du Groupe BPCE à l'international et en Outre-mer.

Dans ce cadre, la holding anime et pilote la stratégie des banques, assiste ses filiales en matière de développement commercial et de gestion financière et administrative. D'une manière générale, BPCE IOM a pour objectif d'être un relais de croissance pour le Groupe BPCE, de contribuer à la diversification des marchés du Groupe BPCE, de réaliser des acquisitions majoritaires de petite et moyenne taille, de cibler des zones d'investissement prioritaire, de développer progressivement le savoir-faire et la culture internationale du Groupe BPCE et, enfin, d'exporter le savoir-faire du Groupe BPCE en matière de collecte de l'épargne et de financement des entreprises du secteur privé.

Le Groupe BPCE IOM est constitué d'un réseau diversifié de :

- cinq filiales bancaires en Outre-mer (Banque des Antilles Françaises, Banque de Saint Pierre et Miquelon, Banque de la Réunion, Banque de Tahiti, Banque de Nouvelle Calédonie) ;
- cinq filiales bancaires à l'étranger (Banque des Mascareignes à Maurice, Banque TunisoKoweitienne en Tunisie, Banque Internationale du Cameroun pour l'Epargne et le Crédit, Banque Commerciale Internationale au Congo, Banque Malgache de l'Océan Indien à Madagascar) ;
- cinq participations minoritaires au capital de banques (Banca Carige en Italie, BCP au Maroc, Banque Nationale de Développement Agricole au Mali, Fransabank France à Paris, BCP Luxembourg) ;
- deux cabinets d'ingénierie financière spécialisés dans la défiscalisation (Ingépar et Océorane) ;
- et d'un cabinet spécialisé dans le conseil et l'accompagnement des PME et des Entreprises de Taille Intermédiaire dans leur développement international (Pramex International).

BPCE IOM apporte à ce réseau sa propre expertise en matière de financements spécialisés.

1.1.2 Présentation de la Banque de la Réunion société objet de l'Offre

Banque de la Réunion est une société anonyme à conseil d'administration au capital de 69.906.708 euros dont le siège social est situé au 27 rue Jean Chatel, 97400 Saint Denis, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Saint-Denis de la Réunion, sous le numéro 310 895 255 et dont les actions sont admises aux négociations sur NYSE Euronext Paris, compartiment C sous le code ISIN FR000003961.

1.1.2.1 Historique de la Banque de la Réunion

Créée en 1853, la Banque de la Réunion, est le plus ancien établissement commercial de la Réunion. En 1878, l'action de Banque de la Réunion est introduite à la Bourse de Paris.

En 1955, la société Bourbonnaise de Crédit fusionne avec la Banque de la Réunion. Le crédit Lyonnais prend 50% du capital de la « Banque de la Réunion et la Société Bourbonnaise de Crédit Réunies », le nom définitif deviendra Banque de la Réunion.

En 1998, le Crédit Lyonnais se sépare de la Banque de la Réunion et la Caisse d'Epargne Provence Alpes Corse acquiert 52,2% du capital de la Banque de la Réunion.

En 2002, le pôle de banque commerciale du Groupe Caisse d'Epargne pour l'outre-mer et l'international, Groupe Océor est créé. La Banque de la Réunion fait partie intégrante du pôle et continue son développement.

En 2010, suite au rapprochement entre les Groupes Caisse d'Epargne et Banque Populaire la Banque de la Réunion intègre la Holding BPCE IOM qui détient aujourd'hui 88,9% du capital.

1.1.2.2 Activité de Banque de la Réunion

La Banque de la Réunion réalise l'essentiel de son activité auprès de Particuliers, Professionnels, d'Entreprises et d'Institutionnels à l'Ile de la Réunion et à Mayotte. Avec 29 agences et 3 centres d'affaires la Banque de la Réunion assure une présence territoriale importante.

L'activité commerciale de la Banque de la Réunion s'articule autour des 2 pôles suivants :

L'activité Banque de Détail à destination des Particuliers et des Professionnels qui assure les fonctions suivantes :

- La collecte des ressources sous forme de dépôts ou d'épargne (fonds garantis, assurance vie)
- La distribution de crédit,
- La distribution de produits d'assurance
- Les différents services monétiques et télétransmissions
- La gestion patrimoniale à destination des clients Particuliers.

L'activité Banque de Détail représente l'essentiel de l'activité de la Banque de la Réunion qui poursuit son développement via deux axes majeurs : Innovation et Proximité avec notamment une politique de conquête client en ouvrant de nouvelles agences, un enrichissement de l'offre de services avec les forfaits, la refonte du prêt étudiant ou encore une offre monétique.

L'activité Banque de Développement Régional qui rassemble :

- Le Centre d'Affaires Entreprises

- Le Pôle immobilier
- Le Secteur Public Territorial et les Institutionnels
- Les activités internationales

La Banque de Développement Régional est un financeur majeur sur le secteur des entreprises et accompagne l'économie réunionnaise au travers de financement sur des secteurs très divers : agricole, sucrier, commerce et grande distribution notamment.

1.1.2.3 Performance financière historique

En k€	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	TCAM ¹ 2011-2014	31/12/2014 IFRS
Marge nette d'intérêts	57 202	62 777	63 804	67 088	5,5%	70 920
<i>En % du PNB</i>	<i>66%</i>	<i>70%</i>	<i>70%</i>	<i>71%</i>		<i>72%</i>
Commissions nettes	28 923	27 341	26 661	28 808	-0,1%	28 956
<i>En % du PNB</i>	<i>34%</i>	<i>31%</i>	<i>29%</i>	<i>31%</i>		<i>29%</i>
Revenus des titres à revenu variable	205	176	198	231		
Résultat net sur opé. de portefeuilles	357	325	137	547		
Autres produits nets d'exploitation	-468	-1 357	557	-2 278		-985
Produit net bancaire ("PNB")	86 219	89 262	91 357	94 396	3,1%	98 890
<i>Taux de Croissance %</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>		
Charges d'exploitation	-58 424	-59 553	-59 427	-61 167	1,5%	-61 167
Coefficient d'exploitation²	68%	67%	65%	65%		62%
Résultat brut d'exploitation	27 795	29 709	31 930	33 229	6,1%	37 723
<i>En % du PNB</i>	<i>32%</i>	<i>33%</i>	<i>35%</i>	<i>35%</i>		<i>38%</i>
Coût du risque	-7 198	-5 895	-4 069	-2 658		-4 893
Résultat d'exploitation	20 597	23 814	27 861	30 571	14,1%	32 830
<i>En % du PNB</i>	<i>24%</i>	<i>27%</i>	<i>30%</i>	<i>32%</i>		
Gains ou pertes sur actifs immobilisés	-1	-271	-3 240	-697		13
Résultat courant avant impôt	20 596	23 543	24 621	29 874	13,2%	32 843
<i>En % du PNB</i>	<i>24%</i>	<i>26%</i>	<i>27%</i>	<i>32%</i>		
Impôts sur les bénéfices	39	184	-1 916	-6 521		-13 427
Dot/ Rep de FRBG ³ et prov. Régl	828	-2 303	-937	300		
Résultat net	21 463	21 424	21 768	23 653	3,3%	19 415
<i>En % du PNB</i>	<i>25%</i>	<i>24%</i>	<i>24%</i>	<i>25%</i>		<i>20%</i>

¹ TCAM : Taux de croissance annuel moyen

² Ratio : Charges d'exploitations (frais de personnel, dotations aux amortissements et aux provisions) / Produit net Bancaire

³ FRBG : Fonds pour risques bancaires généraux

Source: Rapports financiers annuels et rapport de gestion 2014

En application du règlement n°99-07 du Comité de la réglementation comptable, Banque de la Réunion n'établit pas de comptes consolidés. Elle publie ainsi ses comptes individuels en normes françaises. Les comptes de la société sont en revanche intégrés dans le périmètre de consolidation du groupe BPCE en normes IFRS.

L'analyse des performances historiques suivantes est basée sur les comptes en normes françaises afin de prendre en compte les éléments financiers publiés. Une analyse du compte de résultat et des

éléments de passage du compte de résultat en normes françaises au compte de résultat en normes IFRS a été réalisée pour l'année 2014.

Produit net bancaire :

Le produit net bancaire (PNB) s'établit à 94.396k€ pour l'exercice 2014. Sur la période 2011-2014, le taux de croissance moyen annuel du PNB ressort à 3,1%. Il est constitué principalement de marge nette d'intérêts et de commissions nettes.

La marge nette d'intérêts s'élève à 67.088k€ et représente 71% du PNB en 2014. Elle est en progression moyenne annuelle de 5,5% sur la période 2011-2014. Cette hausse s'explique par la progression de la marge d'intermédiation financière en liaison avec la croissance d'encours de prêts et de collecte. Cette croissance est facilitée par la baisse des taux sur la période analysée permettant notamment une collecte de ressources rémunérées à un moindre coût.

Les commissions nettes s'élèvent à 28.808k€ et représentent 31% du PNB en 2014. Sur la période 2011-2014, les commissions nettes sont en stagnation. Cette évolution provient d'une politique volontariste de baisse tarifaire compensée par une hausse des volumes. Les commissions nettes proviennent essentiellement des commissions sur comptes ordinaires (frais de tenue de comptes, agios,...).

En 2014, le PNB est impacté à la baisse par des provisions concernant les produits structurés liées notamment à l'évolution de la parité euro/franc suisse.

Charges d'exploitation

Les charges d'exploitation s'élèvent à 61.167k€ en 2014 et sont en augmentation moyenne annuelle de 1,5% sur la période 2011-2014. Elles sont constituées de frais de personnel, d'impôts et taxes, d'autres services extérieurs et de dotations aux amortissements et se décomposent comme suit :

En k€	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Frais de personnel	-32 217	-34 336	-34 919	-36 774
<i>En % du PNB</i>	-37,4%	-38,5%	-38,2%	-39,0%
Impôts et taxes	-2 216	-3 007	-2 141	-2 389
<i>En % du PNB</i>	-2,6%	-3,4%	-2,3%	-2,5%
Services extérieurs	-18 630	-18 242	-18 823	-19 056
<i>En % du PNB</i>	-21,6%	-20,4%	-20,6%	-20,2%
Charges générales d'exploitation	-53 063	-55 585	-55 883	-58 218
<i>En % du PNB</i>	-61,5%	-62,3%	-61,2%	-61,7%
Dotations aux amortissements	-5 361	-3 968	-3 544	-2 949
<i>En % du PNB</i>	-6,2%	-4,4%	-3,9%	-3,1%
Charges d'exploitation	-58 424	-59 553	-59 427	-61 167
<i>Coefficient d'exploitation</i>	67,8%	66,7%	65,0%	64,8%

Source: Rapports financiers annuels 31/12/2011 à 2014

Sur la période 2011-2014, les frais de personnel sont en hausse en valeur relative et en absolue et s'établissent à 36.774k€ (soit 39,0% du PNB) en 2014 contre 32.217k€ en 2011 (37,4% du PNB). Cette hausse s'explique notamment par l'augmentation de l'intéressement et de la participation au regard de la hausse des résultats.

Cette hausse est contrebalancée par la baisse en valeur relative des impôts et taxes (2,5% du PNB en 2014) due à la réalisation de certains dégrèvements fiscaux sur la période et des coûts des services extérieurs sur la période (20,2% du PNB en 2014), ces coûts étant principalement des charges fixes. Les dotations aux amortissements sont en baisse en valeur absolue et en valeur relative et représentent 3,1% du PNB en 2014 contre 6,2% en 2011. En 2011 et 2012, les dotations aux amortissements sont notamment impactées par l'accélération de l'amortissement des immobilisations relatives aux systèmes d'informations et des équipements informatiques.

La stabilité des charges générales d'exploitation conjuguée avec la baisse des dotations aux amortissements se traduit par une baisse régulière du coefficient d'exploitation¹ de 67,8% en 2011 et 64,8% en 2014.

Résultat Brut d'Exploitation

Le Résultat brut d'exploitation qui découle de l'évolution du PNB et des charges d'exploitation présentés ci-avant et s'élève à 33.229k€ en 2014 contre 27.795k€ en 2011 soit une croissance annuelle moyenne de 6,1% sur la période analysée. En valeur relative, le résultat brut d'exploitation atteint 35% en 2014 contre 32% en 2011.

Résultat d'exploitation

Le résultat d'exploitation est en augmentation importante sur la période analysée à la fois en valeur absolue et en valeur relative, passant de 20.597k€ (24% du PNB) en 2011 à 30.571k€ (32% du PNB) en 2014

Cette évolution s'explique par la réduction du coût du risque qui correspond à la dépréciation nette des encours d'actifs avec la clientèle. Sur la période analysée le coût du risque passe de 7.198k€ à 2.658k€ reflétant la poursuite de l'amélioration de la qualité du portefeuille crédits et le renforcement de la maîtrise des risques.

Résultat net

La Banque de la Réunion a bénéficié de reports déficitaires importants suite à la perte réalisée en 2009 (-58,3m€). Ces reports déficitaires ont été imputés sur les bénéfices réalisés sur les exercices 2010 à 2014.

Le résultat net atteint 23.653k€ en 2014 et représente 25% du produit net bancaire.

Passage des normes françaises en normes IFRS

Le rapprochement du résultat net en normes françaises avec le résultat net en IFRS pour l'exercice 2014 est présenté dans le tableau suivant :

¹ Ratio : charges d'exploitations (frais de personnel, dotations aux amortissements et aux provisions) / Produit net bancaire

en k€	31/12/2014
Résultat net en normes françaises	23 653
Retraitements divers-produits	689
Retraitements divers-charges	-570
Constatation des passifs d'impôts différés	-4 357
Résultat net en normes IFRS	19 415

Source : management

L'écart est principalement lié à la constatation des passifs d'impôts différés pour 4.357k€.

1.1.2.4 Equilibre bilanciel et fonds propres

Actif en k€	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	2014 en % du total bilan	31/12/2014 IFRS
Caisses, banques centrales	22 514	23 553	18 437	22 160	1%	22 160
Créances sur les établissements de crédit	315 659	529 482	450 969	375 352	15%	383 398
Opérations avec la clientèle	1 934 475	1 971 436	1 956 151	2 009 927	81%	2 017 661
Immobilisations	18 057	15 422	12 402	11 292	0%	14 016
Autres actifs	37 467	62 872	50 972	54 647	2%	54 252
Total Actif	2 328 172	2 602 765	2 488 932	2 473 378	100%	2 491 487
Passif en k€						
Dettes envers les établissements de crédit	631 312	744 126	580 139	373 931	15%	373 931
Opérations avec la clientèle	1 258 088	1 404 387	1 482 114	1 651 142	67%	1 653 632
Dettes représentées par un titre	143 685	131 935	83 891	87 536	4%	87 536
Autres passifs	95 470	98 983	96 747	98 407	4%	96 392
Dettes subordonnées	45 012	45 004	45 005	45 002	2%	45 002
Capitaux propres	154 605	178 331	201 037	217 360	9%	234 994
Capitaux propres en % du total bilan	6,6%	6,9%	8,1%	8,8%		9,4%
Total passif	2 328 172	2 602 765	2 488 932	2 473 378	100%	2 491 487

Source: Rapports financiers annuels et rapport de gestion 2014 et reporting IFRS (information du management)

Comme indiqué dans le paragraphe précédent, Banque de la Réunion publie ses comptes individuels en normes françaises et établit ses comptes en IFRS pour les besoins de la consolidation du groupe BPCE.

L'analyse du bilan présentée ci-dessous est basée sur les comptes établis en normes françaises afin de prendre en compte les éléments financiers publiés. Une présentation des comptes 2014 IFRS figure à titre indicatif. Les écarts constatés sur le bilan entre les deux référentiels sont notamment liés à l'activation de l'actif d'impôt différé et concernent essentiellement le montant des capitaux propres.

Le total bilan est en légère hausse sur la période considérée.

Le bilan est constitué principalement de créances et dettes avec la clientèle (81% de l'actif et 67% du passif en 2014) et de créances et dettes envers les établissements de crédit (15% de l'actif et du passif en 2014).

Les créances avec la clientèle sont en progression moyenne annuelle de 1,3% sur la période 2011-2014. Les dettes envers la clientèle atteignent 1.651m€ au 31 décembre 2014, le niveau le plus élevé

sur la période analysée. L'analyse des opérations avec la clientèle est présentée dans les paragraphes suivants.

Les créances sur les établissements de crédit sont liées à des opérations interbancaires avec BPCE. Au 31 décembre 2014, l'encours s'élève à 375m€.

Les dettes envers les établissements de crédit s'établissent à 484m€ au 31 décembre 2014 et sont en baisse sur les trois derniers exercices. Ces dettes sont composées par des emprunts auprès de la maison mère BPCE et par des lignes d'emprunts auprès de l'AFD (Agence Française de Développement).

Les dettes représentées par des titres sont constituées essentiellement de titres du marché interbancaire et de créances négociables. Elles sont en baisse entre 2011 et 2014 et passent de 143m€ en 2011 à 88m€ en 2014.

Les dettes subordonnées sont stables et consistent en un prêt subordonné remboursable accordé par BPCE IOM à la Banque de la Réunion pour 45m€.

Au 31 décembre 2014, les capitaux propres hors fonds pour risques bancaires généraux (ci-après « FRBG ») représentent 8,8% du total bilan. Ce ratio fonds propres sur total bilan est en croissance sur la période 2011-2014 et est analysé plus en détail ci-après.

Opérations avec la clientèle

En k€	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Comptes Ordinaires Débiteurs	63 435	67 643	51 076	51 625
Créances Commerciales	20 222	21 575	17 996	18 531
<i>Crédit à l'exportation</i>	<i>3 742</i>			
<i>Crédits de trésorerie et de consommation</i>	<i>424 073</i>	<i>420 557</i>	<i>180 877</i>	<i>177 101</i>
<i>Crédits à l'équipement</i>	<i>561 962</i>	<i>538 396</i>	<i>541 645</i>	<i>653 622</i>
<i>Crédits à l'habitat</i>	<i>706 586</i>	<i>749 530</i>	<i>792 793</i>	<i>819 553</i>
<i>Autres crédits à la clientèle</i>	<i>40 798</i>	<i>38 882</i>	<i>256 525</i>	<i>198 637</i>
Autres concours à la clientèle	1 737 161	1 747 365	1 771 840	1 848 913
Créances rattachées	7 062	6 546	6 398	5 985
Créances douteuses	316 765	328 432	299 192	273 229
Dépréciations des créances sur clientèle	-210 170	-200 126	-191 072	-188 356
Autres			721	
Total Créances avec la clientèle	1 934 475	1 971 436	1 956 151	2 009 927
<i>en % du total bilan</i>	<i>83%</i>	<i>76%</i>	<i>79%</i>	<i>81%</i>
En k€	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<i>Livret A</i>	<i>61 922</i>	<i>84 091</i>	<i>100 154</i>	<i>109 840</i>
<i>PEL/CEL</i>	<i>119 958</i>	<i>119 166</i>	<i>122 589</i>	<i>129 686</i>
<i>Autres comptes à régime spécial</i>	<i>217 637</i>	<i>248 839</i>	<i>268 956</i>	<i>257 362</i>
Comptes d'épargne à régime spécial	399 517	452 096	491 699	496 888
Autres comptes et emprunts auprès de la clientèle	843 305	934 806	983 076	1 146 386
Dépôts de garantie	747	1 115	1 112	1 035
Autres sommes dues	5 507	6 576	4 183	4 004
Dettes rattachées	9 012	9 794	2 044	2 829
Total Dettes vis-à-vis de la clientèle	1 258 088	1 404 387	1 482 114	1 651 142
<i>en % du total bilan</i>	<i>54%</i>	<i>54%</i>	<i>60%</i>	<i>67%</i>

Source: Rapports financiers annuels et rapport de gestion 2014

Les créances avec la clientèle sont constituées principalement de crédit de trésorerie et de consommation ainsi que de crédits à l'équipement et à l'habitat. Sur la période 2011-2014, la croissance des créances avec la clientèle résulte d'une évolution de plusieurs éléments notamment d'une baisse importante des crédits de trésorerie et de consommation, expliquée par la sous-traitance à partir de 2013 des activités de revolving à Natixis, compensée par une hausse significative des crédits à l'équipement et à l'habitat. Ces évolutions ont été accompagnées d'une baisse des encours de créances douteuses.

Les dettes vis-à-vis de la clientèle sont en progression sur la période 2011-2014. Cette évolution est due notamment à l'augmentation des comptes d'épargne à régime spécial ainsi que des comptes ordinaires créditeurs (« autres comptes et emprunts auprès de la clientèle »).

Fonds propres :

Les fonds propres sont en progression sur la période 2011-2014 grâce à la réalisation de bénéfices sur les quatre derniers exercices permettant d'apurer le report à nouveau débiteur sur la période 2011-2013. La Banque de la Réunion a ensuite procédé à une distribution de dividendes pour 7.477k€ en 2014.

Le détail des fonds propres et des fonds propres prudentiels est présenté dans le tableau suivant :

en k€	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Fonds de propres de base avant distribution de résultats	131 581	156 041	178 971	193 707
<i>Capital souscrit</i>	<i>69 907</i>	<i>69 907</i>	<i>69 907</i>	<i>69 907</i>
<i>Primes d'émission</i>	<i>57 148</i>	<i>57 148</i>	<i>57 148</i>	<i>57 148</i>
<i>Réserves</i>	<i>56 891</i>	<i>56 891</i>	<i>56 891</i>	<i>57 338</i>
<i>Fonds pour risques bancaires généraux (FRBG)</i>	<i>4 461</i>	<i>7 461</i>	<i>8 961</i>	<i>8 961</i>
<i>Report à nouveau</i>	<i>-56 826</i>	<i>-35 363</i>	<i>-13 939</i>	<i>353</i>
Résultat intermédiaire	21 463	21 424	21 769	23 653
Fonds Propres de Base (« Tier One »)	153 044	177 465	200 740	217 360
<i>en % du total bilan</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,8%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,8%</i>
Fonds Propres Complémentaires (« Tier Two »)	45 000	45 000	36 000	27 000
Fonds Propres Réglementaires	198 044	222 465	236 740	244 360
<i>en % du total bilan</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,5%</i>	<i>9,9%</i>

Les fonds propres complémentaires sont exclusivement composés d'emprunts subordonnés à long terme.

Les fonds propres de base s'élèvent à 217.360k€ fin 2014 contre 153.044k€ fin 2011 et représentent 8,8% du total bilan.

Les fonds propres de base en normes IFRS s'élèvent à 234.994k€ au 31/12/2014. L'écart entre ces capitaux propres et les fonds propres en normes françaises (217.360k€) est principalement expliqué par l'activation de l'actif d'impôt différé.

1.1 Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

1.1.1 Contexte et motifs de l'Offre

Dans le cadre de la mise en œuvre de son plan stratégique « Grandir Autrement », le groupe BPCE a annoncé le 1^{er} octobre 2014 un projet d'évolution de son dispositif en Outre-Mer zone euro avec la cession éventuelle de l'intégralité des participations de BPCE IOM au sein de la Banque de la Réunion, de la Banque des Antilles Françaises et de la Banque de Saint-Pierre-et-Miquelon à la Caisse d'Epargne Provence-Alpes-Corse (ci-après « CEPAC ») qui a manifesté son intérêt pour cette opération.

Ce projet de cession permettrait en particulier :

- de structurer la présence du Groupe en Outre-Mer zone euro autour de ses deux grands réseaux : les Banques Populaires et les Caisses d'Epargne ;
- de capitaliser sur les fortes complémentarités existantes entre la CEPAC et les banques reprises, aussi bien en termes de clientèle et de fonds de commerce que d'implantation géographique ;
- de donner les moyens à ces établissements de continuer à investir dans leur dispositif organisationnel et technologique afin de faire face aux enjeux digitaux de demain ;
- de recentrer BPCE IOM sur la banque de proximité à l'international

L'offre proposée aux actionnaires minoritaires de Banque de la Réunion s'inscrit donc dans ce contexte.

A la date du présent rapport, la répartition du capital est la suivante :

Actionnaire	nombre d'actions	%
BPCE IOM	1 503 940	88,9%
Divers	187 821	11,1%
Total	1 691 761	100,0%

Source : Projet de note d'opération

BPCE IOM détient 88,90% du capital de la société et est soumise à l'obligation de déposer une Offre publique d'achat simplifiée visant l'intégralité des titres de la société. Les 11,1% du capital et des droits de vote restant sont détenus par le public et les salariés de la société.

L'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

BPCE IOM a l'intention, en s'appuyant sur les compétences et l'expérience de ses équipes dirigeantes de poursuivre les principales orientations stratégiques et les investissements mis en œuvre par la Société. En ce sens, la conduite des activités de la Société ne sera pas affectée par l'Offre.

BPCE IOM ne prévoit pas de modification de la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi.

L'initiateur n'envisage pas de procéder à une modification de la composition des organes sociaux et de la direction de la Société.

Compte tenu de la composition actuelle du capital, l'initiateur n'anticipe aucune synergie particulière liée à l'Offre. Il n'envisage pas de procéder à une fusion avec la Société.

1.1.2 Termes de l'Offre

Dans le cadre de cette Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de Banque de la Réunion à acquérir toutes les actions Banque de la Réunion visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre, au prix unitaire de 152,3 euros, payable exclusivement en numéraire.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de quinze (15) jours de négociation. Elle pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, en application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur la totalité des actions Banque de la Réunion existantes non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date du présent projet de note d'information, soit un nombre maximum de 187.821 actions représentant 11,1% du capital et des droits de vote.

Il n'existe aucun autre titre de capital ni aucun autre instrument financier ou droit émis par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de celle-ci.

2 Présentation de l'expert indépendant

2.1 Présentation d'HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International

Le réseau Crowe Horwath International est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9^{ème} rang avec 34 500 associés et collaborateurs dans plus de 100 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe Horwath France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Horwath International.

Fort de 120 associés et plus de 1.200 collaborateurs, Crowe Horwath France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

HAF Audit & Conseil a été à l'initiative de la fondation de Crowe Horwath France en 2007. Au sein de Crowe Horwath France, HAF Audit & Conseil intervient essentiellement sur des missions d'audit et d'évaluation.

2.2 Présentation de l'activité « évaluation d'entreprises et expertises indépendantes » d'HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International, a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et d'évaluations.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité a une forte pratique des missions d'expertises indépendantes et a dirigé le département « évaluation » de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis HAF Audit & Conseil.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Il est aussi l'auteur d'une thèse « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'offres publiques » primée par l'Ecole Supérieure de Commerce de Paris en 2007 et publiée chez DALLOZ. Une mise à jour de cet ouvrage est actuellement en cours pour une publication devant intervenir en avril 2015.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé d'HAF Audit & Conseil, expert-comptable, commissaire aux comptes et diplômé de l'ESCP.

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par Maxime Hazim, Yohan Bonnet, Julien Latrubesse et Aurore Launay, collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet HAF Audit & Conseil.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé du cabinet HAF Audit & Conseil.

2.2.1 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois

Six missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet HAF Audit & Conseil a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions et les bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables de la société groupe Proméo initiée par les sociétés Batipart Invest et Financiere OG (Juillet 2014, Etablissement présentateur : Oddo Corporate Finance) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Rachat portant sur les actions de Homair Vacances initiée par la société Homair Vacances (Février 2014, Etablissement présentateur : Portzamparc société de bourse) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de Nexeya initiée par la société Nexeya Invest (Octobre 2013, Etablissement présentateur : Natixis) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de Phenix Systems initiée par 3D Systems Europe Ltd (Octobre 2013, Etablissement présentateur : Oddo & Cie) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat portant sur les actions et bons de souscription et/ou d'acquisitions d'actions nouvelles ou existantes d'Aedian initiée par Aubay (Juillet 2013, Etablissement présentateur : Portzamparc société de bourse) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Echange portant sur les actions de Foncière Développement Logements initiée par Foncière Des Régions (Juin 2013, Etablissement présentateur : Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Natixis).

Par ailleurs, le cabinet HAF Audit & Conseil est en cours de réalisation de la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat portant sur les actions de Foncière des Murs initiée par Foncière des Régions (Etablissement présentateur : BNP Paribas Corporate and Institutional Banking).

2.2.2 Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet HAF Audit & Conseil n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 Juillet 2006.

Olivier Grivillers et le cabinet HAF Audit & Conseil :

- N'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- N'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, au sens de l'article L 233-3 du Code du commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- N'ont procédé à aucune évaluation de la société Banque de la Réunion au cours des dix-huit derniers mois ;
- Ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une quelconque des personnes concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- Ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

2.3 Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet HAF Audit & Conseil est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers est par ailleurs Vice-président de cette association.

2.4 Rémunération

Le montant des honoraires perçus par HAF Audit & Conseil au titre de la présente mission s'élève à 32.000€, hors taxes et hors frais.

2.5 Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise

2.5.1 Programme de travail détaillé

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement juridique ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction générale de Banque de la Réunion et l'établissement présentateur ;
- analyse du business plan de Banque de la Réunion ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence) ;

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes retenues et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues :

Méthode d'actualisation des dividendes futurs

- construction des flux de dividendes futurs,
- détermination d'un taux d'actualisation,
- valorisation de l'action Banque de la Réunion,

- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Méthode des comparables boursiers

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à Banque de la Réunion,
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables,
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse,
- évaluation de Banque de la Réunion par analogie en fonction des multiples obtenus.

Méthode du cours de bourse

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre),
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

IV Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur

V Rédaction du rapport d'évaluation

VI Rédaction et obtention de lettres d'affirmation de la part de Banque de la Réunion et de BPCE IOM

VII Revue indépendante

VIII Présentation des conclusions au Conseil d'administration de Banque de la Réunion

2.5.2 Calendrier de l'étude

Le conseil d'administration de Banque de la Réunion a désigné HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International, en qualité d'expert indépendant le 18 février 2015.

Notre mission s'est déroulée du 19 février au 18 mars 2015. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 19 au 24 février 2015 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Entretien avec la société et l'établissement présentateur.
- du 24 février au 27 février 2015 : Préparation de l'évaluation. Entretien avec la direction générale et financière de Banque de la Réunion.
- du 27 février au 11 mars 2015 : Analyse des sociétés comparables, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche de transactions comparables, analyse du cours de bourse, travaux de valorisation.
Entretiens avec la direction générale et financière de Banque de la Réunion et de l'établissement présentateur.

- du 11 mars au 23 mars 2015 : rédaction du rapport, présentation du rapport au Conseil d'Administration.

2.5.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Banque de la Réunion

- M. FREMONT Bernard, Directeur Général
- Mme AH-SING Isabelle, Directrice Générale Déléguée
- M. NATIVEL Alexandre, Directeur Financier

BPCE IOM (société initiatrice de l'Offre)

- M. GOUPY Frédéric, Directeur du Pôle Finances et Production bancaire

SOLFERINO ASSOCIES (Conseil juridique de la société)

- M. BELLAAROUSSI Fouad, Avocat à la cour

NATIXIS (Etablissement présentateur)

- M. CHABENNE Georges, Managing Director – Head of M&A
- M. DEFLESSELLES Thomas, M&A Vice-president
- M. PHILIPPE Alvin, M&A Vice-president

2.5.4 Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- Les informations publiques sur Banque de la Réunion et notamment sur son site internet,
- Les états financiers annuels de Banque de la Réunion du 31/12/2011 au 31/12/2014 certifiés par les Commissaires aux Comptes,
- Le rapport du comité d'audit du 17/02/2015 sur les résultats 2014,
- Les informations fournies par les sociétés et son conseil et notamment les états financiers IFRS 2013 et 2014 et le plan d'affaires prévisionnel 2015 – 2018 établi par le management,
- Le niveau des actifs pondérés par le risque (RWA) au titre du risque de crédit au 31/12/2014
- Une projection des actifs pondérés par le risque (RWA) au titre du risque de crédit sur la période 2014-2018

- Une indication des actifs pondérés par le risque (RWA) au titre du risque opérationnel au 31/12/2014.
- Des informations juridiques (PV d'AG)
- Les informations de marché diffusées par les bases de données financières *InFinancials*, *Six financial information*, *Epsilon*, *Euronext*, et *Factset* : cours boursiers historiques de Banque de la Réunion et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- Les informations mises à disposition sur les sites internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Banque de la Réunion,
- Le projet de note d'information et le projet de note en réponse relatifs à la présente Offre intégrant les éléments d'appréciation des prix d'offre établis par l'établissement présentateur.

3 Eléments d'appréciation du prix proposé

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

3.1 Données structurant l'évaluation

3.1.1 Référentiel comptable

En application du règlement n°99-07 du Comité de la réglementation comptable, Banque de la Réunion n'établit pas de comptes consolidés. Elle publie ainsi ses comptes individuels en normes françaises. Les comptes de la société sont en revanche intégrés dans le périmètre de consolidation du groupe BPCE en normes IFRS.

Les écarts entre les deux référentiels comptables sont principalement dus à la constatation des impôts différés ainsi qu'à des reclassements de présentation n'ayant pas d'impact sur les capitaux propres ou le résultat net de la Société.

L'intégralité des sociétés comparables publiant leurs comptes en norme IFRS, ce référentiel a été retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation.

3.1.2 Structure du capital et nombre d'actions

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation de Banque de la Réunion correspond au nombre d'actions émises à la date de valorisation.

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital s'élève à 1.691.761 actions.

3.1.3 Business plan et périmètre

Le business plan a été élaboré par le management de Banque de la Réunion sur une durée de 4 ans (exercices clos au 31 décembre 2015 jusqu'à l'exercice clos au 31 décembre 2018).

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du produit net bancaire qui repose sur un ensemble d'hypothèses de variation de l'encours de dettes et de créances avec la clientèle et des taux d'intérêts ainsi que de variation des commissions sur opérations bancaires,
- au niveau du coefficient d'exploitation (charges d'exploitation/produit net bancaire),
- au niveau du coût du risque
- aux investissements et amortissements

Selon le management, les hypothèses du business plan n'incluent pas d'opérations de croissance externe.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le business plan n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles.

Les prévisions du management se limitant à l'horizon 2018, nous avons, après différents échanges avec le management, extrapolé les prévisions de business plan jusqu'en 2021, horizon que nous avons considéré comme normatif.

3.1.4 Un environnement réglementaire spécifique

Le secteur bancaire européen et mondial évolue dans un environnement réglementaire de plus en plus exigeant depuis la crise financière de 2008.

Les normes prudentielles mises en place d'après les différents comités de Bâle ont pour objectif d'assurer la solvabilité et la liquidité des établissements financiers. En Europe, la Directive européenne sur les fonds propres réglementaires IV permet d'implémenter ces normes suite aux accords de Bâle III. La directive européenne CRDIV (Capital Requirements Directive IV) a été publiée en France par l'ACPR² en août 2014 et fait état des ratios prudentiels minimum actuellement applicable par les établissements financiers.

Ces modifications dans les ratios prudentiels imposés par Bâle III sont à effectuer progressivement entre 2013 et 2019.

Les ratios de solvabilité à appliquer d'ici 2019 selon le règlement de la CRR (Capital Requirement Regulation) pour l'Union Européenne sont les suivants :

- Le ratio des fonds propres de base de catégorie 1 (Common Equity Tier 1 «CET 1») correspondant au capital social et aux primes d'émission associées, aux réserves, aux résultats non distribués et au fonds bancaire pour risques bancaires généraux³. Ce ratio s'établit à 7% selon les exigences de la directive CRDIV.

² Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution

³ Selon la « Notice, Modalité de calcul des ratios prudentiels dans le cadre de la CRR IV » du 08 août 2014 publié par l'ACPR.

- A ce ratio CET 1, s'ajoute, une exigence additionnelle comprise entre 0 et 3,5% en fonction du caractère systémique ou non de l'établissement.
- Le ratio d'exigence de fonds propres totaux est de 8% des actifs pondérés en fonction des risques (risk-weighted assets ou « RWA »).

Actuellement les banques françaises considèrent qu'elles doivent respecter au minimum un ratio de solvabilité prudentielle entre 9% (BPCE, Société Générale et BNP Paribas) et 9,5% (Crédit Agricole).

Dans les faits, ces banques françaises respectent actuellement (états financiers 2014) un ratio Tier 1 compris entre 10,1% (Société Générale) et 13,1% (Crédit Agricole). Le groupe BPCE respecte pour sa part un ratio de 12% et Banque de la Réunion un ratio de 14,1%.

Le niveau d'exigence de capital n'est pas calculé au niveau de Banque de la Réunion. Cependant, les exigences de fonds propres sont respectivement de 9% au niveau du Groupe BPCE et de 7,5% au niveau du périmètre BPCE IOM dont Banque de la Réunion fait partie tel que communiqué dans une lettre de l'ACPR en date du 30 juin 2014.

Ces exigences réglementaires ont été intégrées dans nos travaux de valorisation. Nous retenons donc un ratio Core Tier 1 exigé de 7,5% des RWA dans le cadre de l'application des méthodes d'évaluation présenté ci-après. La taille de la Banque de la Réunion et le niveau du risque systémique qu'elle représente étant proche, selon nous, du périmètre BPCE IOM. Ce niveau d'exigence en fonds propres représente une fourchette basse en termes d'exigences de capital si l'on se réfère à celui du groupe BPCE et maximise donc la valeur induite par l'application des méthodes de valorisation utilisée.

3.2 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

3.2.1 Méthode de l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Banque de la Réunion. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode qui sera cependant présentée à titre indicatif en synthèse.

La valeur des fonds propres au 31 décembre 2014 en norme française s'élève à 217,4m€, soit une valeur de 128,5 euros par action. Le prix d'Offre de 152,3€ extériorise une prime de 18,5% sur cette valeur.

En norme IFRS elle s'élève à 235,0m€, soit une valeur de 138,9 euros par action sur la base du nombre d'actions en circulation au 31 décembre 2014. Le prix d'Offre de 152,3€ extériorise une prime de 9,6% sur cette valeur.

3.2.2 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

Cette méthode passe par la réévaluation des actifs incorporels détenus par la Banque de la Réunion, à savoir principalement les fonds de commerce des agences créées en propre par la société.

S'agissant d'évaluer une banque, il nous semble plus pertinent de l'évaluer dans son ensemble plutôt que chaque élément pris isolément. En particulier, l'évaluation du goodwill impliquerait de déterminer la valeur intrinsèque de la société par une méthode de type d'actualisation des dividendes, déjà mise en œuvre dans le cadre de nos travaux.

Il n'existe pas par ailleurs d'actifs dissociables de l'activité qui pourraient faire l'objet d'une réévaluation.

3.2.3 Approche par la somme des parties

Cette méthode consiste à évaluer séparément les différentes activités de la banque, en évaluant chaque activité avec la méthode adaptée. La Banque de la Réunion est une banque de détail qui exerce exclusivement son activité à travers son réseau d'agences dédiées aux particuliers et aux entreprises.

Elle n'a donc pas d'autre activité (banque de financement et d'investissement, de gestion d'actifs...). La méthode de la somme des parties n'est donc pas pertinente pour l'approche de la valeur des actions de la Banque de la Réunion.

3.2.4 Méthode des Discounted Cash Flow (DCF)

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles actualisés au coût des capitaux engagés et ceci en retenant une valeur terminale.

Cette méthode étant très proche de la méthode de l'actualisation des flux de dividendes qui est plus pertinente dans le cas d'évaluation de banques, elle n'a pas été retenue.

3.2.5 Méthode des transactions comparables

La méthode des transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats de Banque de la Réunion des multiples observés sur des transactions comparables.

Cette méthode est pertinente lorsque des transactions comparables ont lieu sur une période récente du fait du changement de l'environnement réglementaire auquel les banques françaises font face.

Nous n'avons pas identifié d'autres transactions récentes (moins de deux ans) portant sur des banques françaises dont l'activité est proche de l'activité de Banque de la Réunion (banque de détail) renseignées en termes de multiples.

Nous avons identifié une seule transaction réalisée il y a plus de deux ans (Août 2012) dans le groupe BPCE IOM. Cette transaction est l'offre publique de retrait initiée par BPCE IOM sur Banque des Antilles Françaises (ci-après « BDAF »). Cette offre a porté sur 96.995 actions BDAF représentant 0,3% du capital pour un prix d'offre à 2,62€ par action soit un total de 254k€. Nous n'avons pas retenue cette transaction du fait de sa taille très restreinte.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.6 Opérations récentes sur le capital

La méthode des transactions sur le capital consiste à prendre comme référence les éléments constatés récemment lors de transactions ayant eu lieu sur le titre de Banque de la Réunion.

Aucune transaction récente sur le titre de la Banque de la Réunion, qui serait susceptible d'offrir une référence permettant la valorisation de la société n'a été identifiée. Cette méthode n'a donc pas été retenue.

3.2.7 Cours cible des analystes

Aucun consensus de cours cible d'analystes n'a pu être analysé sur les actions de la Banque de la Réunion.

3.3 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- méthode du cours de bourse
- méthode de l'actualisation des dividendes futurs
- méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

3.3.1 Cours de bourse

Les actions de Banque de la Réunion sont cotées sur le sur le compartiment C du marché Euronext de NYSE-Euronext Paris.

3.3.1.1 Analyse de la liquidité du cours de bourse

A notre connaissance et au jour du dépôt de l'offre, l'actionnariat se répartit comme suit :

Actionnaire	nombre d'actions	%
BPCE IOM	1 503 940	88,9%
Divers	187 821	11,1%
Total	1 691 761	100,0%

Source : Projet de note d'opération

Le capital flottant représentait, à la date de l'opération, 11,1% du capital, soit 187.821 actions.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée :

Analyse de la liquidité de l'action Banque de la Réunion				
Moyenne pondérée par les volumes	Titres échangés en moyenne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé % total ¹	Volume cumulé % flottant ²
Spot au 01/10/2014	0	0	0,00%	0,00%
Moyenne 1 mois	205	3 897	0,23%	2,07%
Moyenne 3 mois	185	9 608	0,57%	5,11%
Moyenne 6 mois	162	16 008	0,95%	8,52%
Moyenne 9 mois	202	31 753	1,88%	16,90%
Moyenne 1 an	190	38 183	2,26%	20,33%

Source : Euronext, 24/02/2015

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Le tableau ci-dessus témoigne de la relative faiblesse des volumes échangés. Les volumes moyens échangés se situent entre 162 titres (moyenne 6 mois) et 205 titres (moyenne 1 mois), aucun volume n'a été échangé le dernier jour avant l'annonce de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée de BPCE IOM sur les actions de Banque de la Réunion.

Sur le dernier mois, le nombre total de titres échangés représente 0,23% du nombre total de titres et 2,08% du flottant.

Au cours de la dernière année, le volume moyen quotidien échangé est de 190 titres et le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 38.183, soit 2.26% du nombre total de titres et 20,33% du flottant.

Au regard de ces données, le titre Banque de la Réunion, qui fait l'objet d'échanges relativement réguliers sur son flottant, présente une certaine liquidité. Nous retiendrons donc cette méthode.

3.3.1.2 Analyse du cours de bourse de l'action Banque de la Réunion

Cours de bourse sur un an de l'action de la Banque de la Réunion



Source: Euronext 24/02/2015

Une période de un an a été retenue pour étudier l'évolution du cours de bourse de l'action Banque de la Réunion, cette période prenant fin le 1^{er} octobre 2014, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre.

Entre début octobre 2013 et fin septembre 2014, le cours de l'action Banque de la Réunion a augmenté passant de 65,0€ l'action le 2 octobre 2013 à 106,0€ l'action le 1^{er} octobre 2014 (cours de clôture).

La hausse du cours de Banque de la Réunion sur la période analysée peut-être expliquée de la façon suivante :

- Entre le 2 octobre 2013 et fin janvier 2014, le cours de l'action Banque de la Réunion a été relativement stable, s'établissant à 65,0€ fin octobre 2013 contre 67,7€ fin janvier 2014.
- Le cours de l'action a, par la suite, fortement et constamment augmenté pour s'établir à 97,8€ le 30 juin 2014. La hausse du cours sur cette période est en ligne avec les publications de résultats favorables (publication en février 2014 des résultats annuels et en mai 2014 du PNB semestriel).
- Il s'en est suivi une relative stabilité du cours jusque fin août 2014 où le cours était proche de 91€.
- Le cours du titre a ensuite connu une hausse pour atteindre environ 109€ le 8 septembre 2014 en bénéficiant de la publication de résultats semestriels favorables. Il a ensuite légèrement baissé pour atteindre 106,0€ le 1^{er} octobre 2014, jour de l'annonce le soir de l'OPAS.

3.3.1.3 Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 1^{er} octobre 2014, derniers cours précédant l'annonce de l'opération.

Moyennes pondérées des cours de bourse de Banque de la Réunion		
	€/action	Prime offerte
Cours de clôture (le 01/10/2014)	106,0	44%
CMPV* 1 mois	106,0	44%
CMPV* 3 mois	97,8	56%
CMPV* 6 mois	94,7	61%
CMPV* 9 mois	85,2	79%
CMPV* 1 an	82,3	85%

Source : Euronext, 24/02/2015

** Cours moyen pondéré par les volumes*

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 82,3€ (moyenne 1 an) et 106,0€ (moyenne 1 mois).

Le cours de référence le plus pertinent est, selon nous, le cours moyen pondéré 1 mois (106,0€) qui intègre les dernières informations financières et la situation du marché à la date de l'Offre.

Par ailleurs, le dernier cours de clôture au 1^{er} octobre 2014 s'élève à 106,0€.

Le prix proposé de 152,3€ par action offre une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 44% (cours moyen pondéré 1 mois) et 85% (cours moyen pondéré 1 an).

3.3.2 Méthode de l'actualisation des dividendes futurs (ou Discounted Dividend Model)

3.3.2.1 Définition de la méthode

Cette méthode, adaptée aux établissements financiers, consiste à évaluer les capitaux propres de la banque à travers l'actualisation des flux de dividendes qu'elle est susceptible de générer compte tenu de l'exigence réglementaire en fonds propres.

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres de Banque de la Réunion correspond à la somme des flux de dividendes futurs distribuables compte tenu de l'exigence réglementaire en fonds propres, actualisés au coût des fonds propres, et ceci en retenant une valeur terminale et en rajoutant le surplus de fonds propres initial, considéré comme dividendes distribuables immédiatement à la date de l'évaluation. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un dividende dit « normatif » à un horizon infini.

Les dividendes futurs ont été déterminés d'après le plan d'affaires construit par le management de Banque de la Réunion et ajusté et extrapolé en concertation avec la direction de la Société.

Les flux de dividendes disponibles correspondent à la part des résultats nets libérables en fonction du ratio « Core Tier 1 » exigé.

3.3.2.2 Analyse du business plan de Banque de la Réunion

Il est précisé que la société n'a pas prévu de procéder à des distributions de dividende au titre de l'exercice 2014. Le business plan a été construit sur cette base et n'intègre pas des distributions de dividende sur la période de prévision.

Produit Net Bancaire

La banque prévoit, sur la durée du plan d'affaires (31 décembre 2014 – 31 décembre 2018), un taux de croissance annuel moyen du produit net bancaire d'environ 1,0%.

Pour l'exercice 2015, Le business plan prévoit une stabilité de la marge nette d'intérêts par rapport à 2014 et une légère baisse des revenus de commissions nette suite à la volonté du groupe BPCE de procéder à la convergence des prix des services bancaires dans les Départements d'outre-mer aux prix appliqués en métropole. Par ailleurs, le produit net bancaire de l'exercice 2015 serait impacté par l'effet positif de refacturation de commissions internes au groupe BPCE dans le cadre de la sous-traitance de certains services bancaires. Le produit net bancaire total 2015 serait donc en légère progression par rapport à l'exercice 2014.

Sur la période 2016 à 2018, la société prévoit une croissance de la marge nette d'intérêts due notamment à un effet volume suite à l'ouverture de nouvelles agences. Le plan d'affaires prévoit en revanche une stabilité des commissions nettes sur cette même période accompagnée d'une croissance des produits et charges d'exploitation bancaires.

Pour la période d'extrapolation, les prévisions de croissance du produit net bancaire ont été réalisées en concertation avec le management et intègrent une croissance annuelle de 1% correspondant à la croissance annuelle moyenne du plan d'affaires réalisé par le management sur la période 2015 – 2018.

Analyse du Coefficient d'exploitation et du résultat d'exploitation⁴

Sur la durée du plan d'affaires (2015 – 2018), le coefficient d'exploitation est en augmentation.

Banque de la Réunion prévoit de procéder à la migration de son système d'information vers des moyens techniques et informatiques performants. Le coût de cette migration aura un impact s'élevant à 23m€ sur la période 2016 – 2019 dont 12m€ d'amortissement et 11m€ de services extérieurs et coûts non amortissables.

⁴ Coefficient d'exploitation : Ratio Charges d'exploitation / Produit net bancaire

La dégradation du coefficient d'exploitation est donc essentiellement liée au coût de cette migration, les autres charges d'exploitation notamment les charges de personnel et impôts et taxes restant stables en valeur relative sur la durée du plan d'affaires.

Pour la période d'extrapolation, les prévisions de coefficient d'exploitation ont été réalisées en concertation avec le management et intègrent la fin des coûts non-récurrents de migration informatique en 2019.

Les dotations aux amortissements estimées sur la période extrapolée intègrent les nouvelles dépenses d'investissement informatique puis des dépenses de remplacement.

Le coefficient d'exploitation s'élèverait ainsi en 2021 à un niveau en ligne avec la moyenne historique et serait considéré comme normatif.

Analyse du Résultat d'exploitation et du résultat courant avant impôt

Le résultat d'exploitation est en baisse sur la durée du plan d'affaires établi par le management. Celle-ci s'explique essentiellement par la hausse des charges d'exploitation (migration informatique) mais aussi par une hausse du coût du risque.

Banque de la Réunion ne prévoyant pas de cession d'actifs d'exploitation sur la durée du business plan, le résultat d'exploitation et le résultat courant avant impôt sont identiques sur la période du plan d'affaires.

Sur la période extrapolée, un niveau normatif du coût du risque stable de 6,8% du produit net bancaire a été retenu.

Le résultat d'exploitation représenterait ainsi 27% du PNB en 2021. Ce niveau a été considéré comme normatif.

Impôt normatif

Un impôt normatif de 34,43% a été appliqué sur le résultat courant avant impôt, la Banque de la Réunion n'ayant plus de reports déficitaires.

Impacts réglementaires

Le résultat net a été ajusté, en concertation avec le management de Banque de la Réunion, de l'impact réglementaire concernant la contribution au Fonds de Résolution Unique (FRU), la contribution BCE et le calcul de la taxe bancaire de risque systémique (TBRS).

Analyse du plan d'investissements

Le plan d'investissement intègre le projet de migration du système d'information ainsi que l'ouverture d'agences.

Les investissements prévus dans le plan d'affaires sont en lien avec les perspectives de développement de Banque de la Réunion telles qu'annoncées dans son plan stratégique.

Conclusion

Les hypothèses du business plan et l'extrapolation effectuée sur la période 2018-2021 apparaissent comme vraisemblables et cohérentes.

3.3.2.3 Détermination de l'excédent initial de capitaux propres

Au 31 décembre 2014, les fonds propres de Banque de la Réunion s'élèvent à 234.994k€ selon le reporting IFRS. Ce niveau de capitaux propres représente ainsi 14,1% des emplois pondérés par les risques (RWA⁵). Ce montant représente un excédent de capitaux propres par rapport aux exigences réglementaires en matière de ratio « Core Tier 1 »⁶ auxquelles est soumise la Banque de la Réunion.

Ce surplus de fonds propres est donc considéré comme immédiatement distribuable.

3.3.2.4 Détermination des flux futurs de dividendes distribuables

Les flux de dividendes disponibles correspondent à la part des résultats nets libérables en fonction du ratio « Core Tier 1 » relatif à l'exigence de fonds propres que nous avons retenu (7,5%).

Le dividende distribuable se calcule chaque année par référence au ratio réglementaire applicable à la RWA.

Il correspond à l'excédent distribuable une fois atteint chaque année l'exigence réglementaire en matière de Fonds Propres.

A partir des éléments fournis dans le business plan de Banque de la Réunion sur la période 2015 – 2018 et de l'extrapolation effectuée par nous-même sur la période 2019 – 2021, nous avons calculé les flux de dividendes disponibles en nous fondant sur :

- Les éléments du business plan et l'extrapolation effectuée sur la période 2018 – 2021
- Les capitaux propres disponibles au 31 décembre 2014
- Les niveaux de RWA historiques et prévisionnels qui nous ont été communiqués
- Une exigence de fonds propres de 7,5% des RWA

Les flux de dividendes disponibles ont été actualisés à la date du 1^{er} mars 2015.

3.3.2.5 Détermination du taux d'actualisation

⁵ RWA : Risk Weighted Assets ou emplois pondérés par les risques

⁶ Ratio : Fonds propres / RWA

Coût des fonds propres		
Taux sans risque	(1)	0,60%
Prime de risque du marché	(2)	6,35%
Bêta	(3)	1,60
Coût des fonds propres		10,7%
<i>(1) OAT 10 ans - moyenne 1 mois au 20 février 2015</i>		
<i>(2) Prime de risque marché actions France : Damodaran (janvier 2015)</i>		
<i>(3) Bêta 3 ans des sociétés comparables</i>		

Il a été retenu un taux d'actualisation de 10,7%, pour actualiser les flux de dividendes futurs du business plan sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux sans risque calculé sur la moyenne 1 mois au 20 février 2015 du rendement des OAT françaises d'échéances 10 ans, soit 0,60% ;
- Une prime de risque du marché action France de 6,35% calculée par Damodaran en janvier 2015 ;
- Le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta de 1,60 retenu a été calculé d'après la moyenne des bêtas 3 ans de sociétés comparables. L'échantillon des sociétés comparables comporte les banques françaises suivantes : BNP Paribas, Société Générale S.A, Crédit Agricole S.A.

Nous n'avons pas intégré de prime de taille, Banque de la Réunion étant intégrée dans un réseau bancaire plus important (BPCE IOM).

Nous avons également déterminé un taux d'actualisation reposant sur des moyennes à long terme que nous avons comparé au taux retenu afin d'extérioriser l'impact que pourrait avoir les crises financières successives sur la prime de risque et le coût du capital :

Coût des fonds propres			
	Court terme		Long terme
Taux sans risque	0,60%	(1)	3,17%
Prime de risque du marché	6,35%	(2)	5,85%
Bêta	1,60	(3)	1,79
Coût des fonds propres	10,7%		13,6%
<i>(1) Moyenne 10 ans du taux OAT 10 ans</i>			
<i>(2) Moyenne des études historiques de Dimson-Marsch-Staunton et Ibbotson</i>			
<i>(3) Bêta 5 ans des sociétés comparables</i>			

- Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne sur 10 ans du taux de l'OAT 10 ans (3,17%),
- La prime de risque retenue (5,85%) correspond à la moyenne des études empiriques suivantes qui font référence au niveau international :

Etudes	Taux	Période
Etude Ibbotson - moyenne arithmétique	6,7%	1970 - 2006
Etude Dimson-Marsch-Stauntton - moyenne arithmétique	4,0%	1905 - 2005
Etude Dimson-Marsch-Stauntton - moyenne géométrique	6,0%	1905 - 2005
Moyenne étude Dimson-Marsch-Stauntton	5,0%	
Moyenne des approches	5,85%	

- Le bêta retenu est de 1,79 et correspond à la moyenne des bêtas de l'échantillon observé sur 5 ans (période relativement longue, les calculs sur de très longues périodes n'étant pas extériorisés par les bases de données).

Au final, le taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » (13,6%) est supérieur à celui calculé sur une durée plus courte (10,7%).

Nous retiendrons en définitive le taux de 10,7% résultant de l'approche « court terme » qui maximise la valeur obtenue par la méthode de l'actualisation des dividendes futurs.

3.3.2.6 Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon explicite du business plan 2021 à partir d'un dividende distribuable normatif, calculé à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 1,0%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé du secteur sur le long terme,
- Un niveau de rentabilité du résultat net calculé sur le dernier flux explicite 2021,

3.3.2.7 Résultats chiffrés

Synthèse de l'évaluation sous la méthode DDM	
Core Tier 1 exigé	7,5%
Somme des dividendes actualisés (k€)	159 058
Valeur terminale actualisée (k€)	83 872
Valeur des fonds propres (k€)	242 930
Nombre d'actions (en milliers)	1 692
Valeur par action (€)	143,6

Sur la base de nos hypothèses, la valeur unitaire de l'action Banque de la Réunion s'élève, selon la méthode des flux de dividendes actualisés, à 143,6€.

3.3.2.8 Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

Tableau de sensibilité		taux d'actualisation		
		10,2%	10,7%	11,2%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	151,5	146,3	141,6
	1,0%	148,4	143,6	139,3
	0,5%	145,6	141,2	137,1

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 139,3€ (croissance de 1,0% et taux d'actualisation de 11,2%) et 148,4€ (croissance de 1,0% et taux d'actualisation de 10,2%).

La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 143,6€ par action Banque de la Réunion.

Le prix d'Offre de 152,3€ induit une prime de 6,1% sur la valeur centrale obtenue par la méthode de l'actualisation des flux de dividendes futurs.

3.3.3 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Cette méthode consiste à appliquer aux agrégats de la Banque de la Réunion les multiples observés sur des banques cotées comparables à Banque de la Réunion en termes d'activités.

Ces multiples peuvent être calculés sur la base de données brutes ou sur la base de données normalisées. Nous avons retenu cette dernière approche qui intègre le surplus de capital des sociétés comparables et de la Banque de la Réunion. La méthode des multiples non normalisées n'a donc pas été appliquée.

A partir des analyses que nous avons menées, nous avons constitué un échantillon de groupes bancaires en sélectionnant des banques françaises ayant une activité conséquente sur le segment de la banque de détail où opère Banque de la Réunion.

Nous avons donc retenu les trois groupes bancaires suivant :

- BNP Paribas SA, société française, cotée à l'Euronext Paris
- Crédit Agricole SA, société française, cotée à l'Euronext Paris
- Société Générale SA, société française, cotée à l'Euronext Paris

Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière moyenne 1 mois (m€)
BNP Paribas SA	FRA	61 317
Credit Agricole S.A.	FRA	30 451
Societe Generale S.A.	FRA	30 282

Source: Infiniti au 03/03/2015

Bien qu'ayant des activités proches, voire similaires, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour la Banque de la Réunion qui est intégralement orientée sur la banque de réseau dans une zone géographique spécifique.

3.3.4.1 Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance du PNB et les taux de ROE⁷ des banques comparables sont présentés ci-dessous et ont été rapprochés des données de la Banque de la Réunion :

Comparables boursiers	Croissance du PNB			ROE		
	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2014	2015	2016
BNP Paribas SA ¹	0,9%	3,3%	3,0%	7,4%	7,3%	8,1%
Credit Agricole S.A.	-1,0%	6,1%	4,7%	4,9%	6,3%	7,7%
Societe Generale S.A.	3,2%	3,6%	3,5%	5,1%	6,8%	8,2%
Moyenne	1,0%	4,3%	3,7%	5,8%	6,8%	8,0%
Banque de la Réunion²	3,1%			7,1%		

¹ Le Résultat Net 2014 de la BNP a été retraité de l'amende exceptionnel de 6 000m€ versé aux autorités américaines

² Moyenne des 3 périodes

Source: Rapports annuels des sociétés, notes d'analystes et Infinaicals

Le taux de croissance du PNB moyen prévisionnel de Banque de la Réunion est légèrement inférieur sur la période étudiée à celui de la moyenne des différentes sociétés qui constituent l'échantillon sur la même période.

Le taux de ROE de Banque de la Réunion est sur la période étudiée en ligne avec la moyenne des taux de ROE des comparables boursiers sur la même période.

Sur la base de ces éléments, il ne nous est donc pas apparu nécessaire d'ajuster les multiples obtenus.

3.3.4.2 Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu les multiples :

- De fonds propres normalisés de sociétés comparables cotées. Ce multiple consiste à appliquer aux fonds propres normalisés de la société les multiples de fonds propres normalisés (P/BV)⁸ moyens observés sur un échantillon de banques françaises comparables.

Le multiple P/BV normalisé correspond à la division entre la capitalisation boursière ajustée d'une société et ses fonds propres normalisés. La capitalisation boursière ajustée correspond à la capitalisation boursière diminuée (ou augmentée) de l'excédent de fonds propres (ou du manque de fonds propres).

⁷ ROE: Return on Equity équivaut à la rentabilité financière des capitaux propres (i.e. Résultat Net/ Capitaux Propres)

⁸ P/BV : Price to book value ratio

L'excédent de fonds propres (ou le manque de fonds propres) est calculé en comparant les fonds propres Core Tier 1 d'une société à des fonds propres Core Tier 1 exigés. Pour effectuer ce calcul il a été appliqué des ratios Core Tier 1 conformes à la communication de chacune des banques retenues dans l'échantillon sur les exigences réglementaires que ces dernières doivent respecter.

Les fonds propres normalisés correspondent aux fonds propres d'une société diminués (ou augmentés) de l'excédent de fonds propres (ou du manque de fonds propres).

La valeur de Banque de la Réunion résultant de l'application de ce multiple correspond ainsi à la somme entre d'une part l'excédent de fonds propres calculé en retenant un niveau d'exigence en capital de 7,5% du RWA, niveau que nous avons retenu pour Banque de la Réunion, et d'autre part la valorisation des fonds propres normalisés par application du multiple correspondant des comparables.

- De fonds propres tangibles normalisés de sociétés comparables cotées. Ce multiple consiste à appliquer aux fonds propres tangibles normalisés de la société concernée les multiples de fonds propres tangibles normalisés (P/TBV)⁹ moyens observés sur un échantillon de sociétés comparables.

Le multiple P/TBV normalisé correspond à la division entre la capitalisation boursière ajustée d'une société et ses fonds propres normalisés et diminué des actifs incorporels. La capitalisation boursière ajustée correspond à la capitalisation boursière diminuée (ou augmentée) de l'excédent de fonds propres tangibles (ou du manque de fonds propres tangibles).

La normalisation des fonds propres tangibles correspond à l'application des mêmes retraitements effectués pour le calcul du montant des fonds propres normalisés.

La valeur de Banque de la Réunion résultant de l'application de ce multiple correspond ainsi à la somme entre d'une part l'excédent de fonds propres calculé en retenant un niveau d'exigence en capital de 7,5% du RWA, niveau que nous avons retenu pour Banque de la Réunion, et d'autre part la valorisation des fonds propres tangibles normalisés par application du multiple correspondant des comparables.

- De Price to Earnings Ratio (P/E) normalisé. Ce multiple correspond au rapport entre la capitalisation boursière d'une société et son résultat. Ce multiple apparaît pertinent dans le cas présent au regard du secteur concerné.

Ces multiples ont été appliqués aux agrégats prévisionnels 2015 et 2016 sur la base des mêmes retraitements que ceux retenus pour le P/BV et le P/TBV. L'année 2017 n'a pas été retenu eu égard au faible consensus d'analystes disponible.

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière et l'ensemble des sociétés comparables des échantillons. Nous avons retenu comme référence, pour chaque multiple, la moyenne des trois banques françaises retenues.

⁹ P/TBV : Price to tangible book value ratio

Comparables boursiers	P/BV normalisé		P/TBV normalisé		P/E normalisé	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
BNP Paribas SA	0,66x	0,62x	0,83x	0,77x	7,87x	6,67x
Credit Agricole S.A.	0,58x	0,53x	0,85x	0,76x	8,49x	6,11x
Societe Generale S.A.	0,51x	0,47x	0,59x	0,54x	6,44x	4,76x
Moyenne	0,58x	0,54x	0,76x	0,69x	7,60x	5,85x

Source : Infineals et notes d'analystes

3.3.4.3 Application de la méthode

Les agrégats financiers sur lesquels se fondent l'évaluation de Banque de la Réunion suite à l'application des multiples moyens extériorisés ci-dessus sont ceux établis en normes IFRS conformément aux agrégats des banques comparables cotées.

Les multiples boursiers des banques comparables retenues présentés ci-dessus étant normalisés, il est donc probant de normaliser également les agrégats de Banque de la Réunion.

Pour ce faire, nous avons normalisés les agrégats en retenant un ratio Core Tier 1 de 7,5% comme expliqué auparavant qui correspond au ratio Core Tier 1 imputable à BPCE IOM dont Banque de la Réunion fait partie, selon les exigences réglementaires en vigueur en fonction du risque systémique que présente le groupe BPCE IOM. Ce ratio est considéré plus faible que celui des sociétés comparables qui est compris entre 9% et 9,5%.

3.3.4.4 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de Banque de la Réunion obtenue par la méthode des comparables boursiers sans intégrer de décote de taille, Banque de la Réunion évoluant au sein du groupe BPCE.

Valorisation de l'action Banque de la Réunion				
	P/BV normalisé	P/TBV normalisé	P/E normalisé	Moyenne des multiples
Valeur des fonds propres (en k€)	211 697	232 871	242 568	
Nombres d'actions (en milliers)	1 692	1 692	1 692	
Valeur de l'action	125,1 €	137,7 €	143,4 €	135,4 €

Nous obtenons une valeur par action de 125,1€ en retenant la moyenne des multiples P/BV normalisés. Le prix d'Offre induit une prime de 21,7% sur cette valeur.

Nous obtenons une valeur par action de 137,7€ en retenant la moyenne des multiples P/TBV normalisés. Le prix d'Offre induit une prime de 10,6% sur cette valeur.

Nous obtenons une valeur par action de 143,4€ en retenant la moyenne des multiples P/E normalisés. Le prix d'Offre induit une prime de 6,2% sur cette valeur.

Selon cette méthode, nous obtenons en synthèse une valeur moyenne entre les trois multiples de 135,4€ par action que nous retiendrons.

Le prix d'Offre de 152,3€ extériorise une prime de 12,5% sur cette valeur moyenne.

3.4 Analyse des accords connexes à l'Offre

Dans un communiqué de presse en date du 1^{er} octobre 2014, le groupe BPCE a annoncé, dans le cadre de la mise en œuvre de son plan stratégique « Grandir Autrement », un projet d'évolution de son dispositif en Outre-mer zone euro avec la cession éventuelle de l'intégralité des participations de BPCE IOM au sein de la Banque de la Réunion, de la Banque des Antilles Françaises et de la Banque de Saint-Pierre-et-Miquelon à la CEPAC qui a manifesté son intérêt pour cette opération.

Nous avons obtenu la confirmation de l'initiateur dans le cadre d'une lettre d'affirmation que l'initiateur nous a fait part de toutes les informations dont il dispose, à ce jour, en ce qui concerne « tous contrats et/ou accords qui pourraient avoir une incidence sur la valeur de la société Banque de la Réunion notamment dans le cadre du projet de cession de la participation de BPCE IOM dans Banque de la Réunion à la Caisse d'Epargne Provinces-Alpes Corse (CEPAC) » et « qu'à ce stade de la négociation aucun accord faisant référence à un prix n'a été conclu par les parties à ce jour. »

Il n'existe donc pas, à notre connaissance, d'accord écrit qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

4 Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions Banque de la Réunion :

4.1 Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalués
- Approche par la somme des parties
- Méthode des DCF
- Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la société
- Cours cible des analystes
- Méthode des transactions comparables

- Méthode des multiples boursiers non normalisés

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le rejet de ces méthodes, ayant nous-mêmes écarté ces méthodes pour apprécier le prix offert. En complément de ces méthodes écartées, nous avons également écartées la méthode de l'actif net comptable qui reflète uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société sans prendre en compte sa capacité bénéficiaire future. Nous avons néanmoins fait référence à la valeur extériorisée par cette méthode à titre indicatif.

4.2 Méthodes d'évaluation retenues :

- Méthode de l'actif net comptable
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs
- Méthode des comparables boursiers
- Méthode du cours de bourse

L'établissement présentateur a donc mis en œuvre une approche multicritères comprenant une méthode analogique (comparables boursiers) et une méthode intrinsèque (Méthode des dividendes futurs) et s'est référé au cours de bourse et à l'actif net comptable par action de Banque de la Réunion.

Ces méthodes sont identiques à celles que nous avons nous-mêmes retenues à l'exception de la méthode de l'actif net comptable que nous n'avons pas retenue. Pour cette dernière méthode, l'établissement présentateur a fait référence à l'ANC établi en normes IFRS. Nous avons pour notre part, présenté en synthèse et à titre indicatif, l'ANC par action en normes IFRS et en normes françaises.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

4.2.1 Référence au cours de bourse

L'établissement présentateur a retenu le critère du cours de bourse.

Le tableau de synthèse des valorisations effectuées par l'établissement présentateur reprend les cours moyens pondérés 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an et le cours de bourse au 1^{er} octobre 2014.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur l'utilisation de ces différentes moyennes.

Notre analyse du cours de bourse fait apparaître des écarts non significatifs avec l'établissement présentateur sur le cours moyen 6 mois (+0,6€) et sur le cours moyen 1 an (-0,2€) liées aux écarts de volume existants entre les bases de données financières utilisées. Cet écart s'explique par le fait que l'établissement présentateur utilise la source Thomson alors que nous utilisons la base de données NYSE Euronext pour déterminer les cours moyens pondérés.

4.2.2 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la société pour les exercices allant du 31 décembre 2015 au 31 décembre 2018.
- calculé les exigences de fonds propres en retenant un ratio de 9% des emplois pondérés par le risque (« RWA »).
- calculé les dividendes distribuables en fonction des exigences de fonds propres, des prévisions d'exploitation et de l'impact de ces distributions sur les résultats futurs.
- extrapolé les dividendes distribuables du plan d'affaires sur la période 2019-2022 en retraçant les flux de la période d'extrapolation des coûts exceptionnels de la migration informatique.
- ajusté les flux du business plan des flux liés aux impacts réglementaires non intégrés dans le business plan notamment le changement de taux de taxe bancaire de risque systémique (TBRS) et la prise en compte des contributions BCE et FRU.
- calculé une valeur terminale sur la base du flux de l'année 2022 retraité des impacts réglementaires, actualisée aux coûts des fonds propres et à laquelle a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,0% ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 10% en retenant comme date de d'échéance de chaque flux le 30 juin de l'année suivant l'année de prévision¹⁰. Le taux d'actualisation de 10% correspond au coût des fonds propres de la société et intègre un taux sans risque (0,4%), une prime de risque (6,8%) à laquelle est appliquée un coefficient bêta de 1,42 ;
- rajouté à la valeur ainsi obtenue le surplus actuel de fonds propres.

La méthode d'actualisation des dividendes futurs, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action Banque de la Réunion de 138,0€. Le prix d'Offre présente une prime de 9,9% sur cette valeur centrale.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et du niveau d'exigence en fonds propres fait ressortir une valeur par action comprise entre 127,2€ (taux d'actualisation de 10,5% et un niveau d'exigence en fonds propres de 9,5%) et 149,9€ (taux d'actualisation de 9,5% et un niveau d'exigence en fonds propres de 8,5%).

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des dividendes futurs actualisés sont proches de celles de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2018,
- la méthodologie de détermination des dividendes distribuables.

¹⁰ 30 juin 2016 pour le dividende distribuable calculé sur l'exercice clos au 31 décembre 2015

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- les hypothèses retenues pour le calcul des fonds propres exigés,
- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale,
- le calcul du taux d'actualisation,

4.2.2.1 *Hypothèses retenues pour le calcul des fonds propres exigés*

La banque présentatrice a retenu un niveau de 9% du RWA pour calculer l'exigence de Banque de la Réunion en matière de fonds propres. Ce niveau correspond au niveau d'exigence des principales banques françaises (9% pour BPCE, BNP Paribas, Société Générale et 9,5% pour Crédit Agricole) repris dans leur rapport annuel.

Ce niveau intègre une exigence additionnelle pour les établissements d'importance systémique.

Nous avons pour notre part retenu un niveau égal à 7,5% du RWA qui correspond au montant déterminé au niveau de BPCE IOM par l'ACPR en 2014 et qui intègre un risque systémique moindre.

4.2.2.2 *Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale*

L'établissement présentateur a extrapolé le plan d'affaires de Banque de la Réunion sur quatre exercices supplémentaires (horizon au 31 décembre 2022). L'extrapolation a été réalisée directement sur le flux de dividende distribuable en retraitant les flux de la période extrapolé de l'impact des coûts de migration informatiques et en retenant une croissance du dividende distribuable de 1%.

Nous avons, pour notre part, extrapolé le plan d'affaires de Banque de la Réunion sur trois années supplémentaires (horizon au 31 décembre 2021) en extrapolant les données du business plan en concertation avec le management de Banque de la Réunion et en calculant un flux normatif à l'horizon 2021. Notre approche est présentée dans la partie 3 du présent rapport.

4.2.2.3 *Détermination du taux d'actualisation*

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital :

Coût des fonds propres				
		Expert indépendant		Etablissement présentateur
Taux sans risque	(1)	0,60%	(4)	0,40%
Prime de risque du marché	(2)	6,35%	(5)	6,80%
Bêta	(3)	1,60	(6)	1,42
Coût des fonds propres		10,7%		10,0%
(1) OAT 10 ans - moyenne 1 mois au 20 février 2015 (2) Prime de risque marché actions France : Damodaran (janvier 2015) (3) Bêta 3 ans des sociétés comparables (Infanciales) (4) Moyenne 1 mois au 23/02/2015 Natixis securities (5) Moyenne 1 mois au 23/02/2015 Natixis securities (6) Bêtas des comparables bloomberg				

Les écarts observés proviennent des sources de marché utilisées qui sont indiquées dans ce tableau.

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (10,0%) est proche de celui que nous avons retenu (10,7%) même si les données et la méthodologie retenues divergent.

4.2.2.4 Conclusion sur la méthode des flux de dividendes futurs actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 138,0€ et se situe en deçà de notre valeur (143,6€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant et s'explique principalement par le différentiel relatif au niveau d'exigence réglementaire en fonds propres retenu.

4.2.3 Méthode des comparables boursiers

4.2.3.1 Choix de l'échantillon

L'établissement présentateur a retenu deux échantillons de sociétés comparables :

- Un échantillon composé de trois groupes bancaires français : BNP Paribas, Société Générale S.A et Crédit Agricole S.A.
- Un échantillon composé de 16 groupes bancaires européens : BNP Paribas, Société Générale S.A, Crédit Agricole S.A, Intesa Sanpaolo Spa, Unicredit SpA, Banca Monte Dei Paschi di Siena, Banco Popolare, Banca Popolare di Milano, Credito Emiliano, Banco Popular Español SA, Banco Sabadell, Bankia, Erste Group, ING, KBC Group N.V. et Commerzbank AG.

Nous avons, pour notre part, retenu un seul échantillon composé de trois banques françaises identiques à celui retenu par l'établissement présentateur en considérant que le modèle économique de la Banque de la Réunion se rapprochait de celui des principales banques de réseau françaises.

4.2.3.2 Choix des multiples et méthodologie

Les ratios moyens retenus par l'établissement présentateur sont :

- Le price to book value normalisé
- Le price to tangible book value normalisé
- Le price to earnings ratio normalisé

Nous considérons, pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche, que les multiples ci-dessus sont pertinents.

Ces ratios moyens ont été appliqués par l'établissement présentateur aux agrégats financiers prévisionnels 2015 et 2016 retraités des coûts exceptionnels de la migration informatique prévu dans

le business plan de Banque de la Réunion. Le coût global de la migration informatique a été ensuite actualisé et déduit de la valeur résultante de la méthode des comparables. Ces agrégats ont été normalisés en retenant un niveau d'exigence en fonds propres de 9%.

Nous avons, pour notre part, retenu les agrégats 2015 et 2016 sans retraitement des coûts de la migration informatique qui n'impacte pas les données 2015 et impacte peu les données 2016.

Nous avons normalisés ces agrégats en retenant un niveau d'exigence en fonds propres de 7,5% pour les mêmes raisons que celles décrites dans le paragraphe §4.2.2.

Nos approches méthodologiques sur ces points évoqués maximisent la valeur.

4.2.3.3 Conclusion sur la méthode des comparables

La valeur de l'action Banque de la Réunion obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort, en retenant l'échantillon de banques françaises, à 106,3€ par les multiples de P/BV normalisé, 124,7€ par les multiples de P/TBV normalisé et 116,3€ par les multiples de P/E normalisé, soit 115,8€ en moyenne. Le prix d'Offre présente des primes respectives de 43,2%, 22,2% et 31,0% sur ces différentes valeurs soit 31,6% sur la valeur moyenne.

En retenant l'échantillon de banques européennes, la valeur de l'action Banque de la Réunion ressort à 118,2€ par les multiples de P/BV normalisé, 130,4€ par les multiples de P/TBV normalisé et 128,4€ par les multiples de P/E normalisé, soit 125,7€ en moyenne. Le prix d'Offre présente des primes respectives de 28,8%, 16,9% et 18,6% sur ces différentes valeurs soit 21,2% sur la valeur moyenne.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action de Banque de la Réunion par la méthode des comparables boursiers de 135,4€ correspondant à la valeur moyenne extériorisée par l'application des multiples de P/BV normalisé, P/TBV normalisé et P/E normalisé.

L'écart observé résulte des différences méthodologiques expliquées ci-avant.

5 Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes offertes par rapport au prix de
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	l'Offre de 152,3€**
A titre principale					
Méthode du cours de bourse					
Cours de clôture (le 01/10/2014)		106,0 €		106,0 €	43,7%
CMPV* 1 mois		106,0 €		106,0 €	43,7%
CMPV* 3 mois		97,8 €		97,8 €	55,7%
CMPV* 6 mois		94,1 €		94,7 €	60,9%
CMPV* 1 an		82,5 €		82,3 €	85,0%
Méthode des comparables boursiers français					
P/BV normalisés	104,2 €	106,3 €	108,4 €		
P/TBV normalisés	123,4 €	124,7 €	126,0 €		
PER normalisés	114,8 €	116,3 €	117,7 €		
Moyenne		115,8 €		135,4 €	12,5%
Méthode des comparables boursiers européens					
P/BV normalisés	116,2 €	118,2 €	120,2 €		
P/TBV normalisés	128,6 €	130,4 €	132,1 €		
PER normalisés	126,1 €	128,4 €	130,7 €		
Moyenne		125,7 €		n.a	n.a
Méthode des dividendes futurs actualisés	127,2 €	138,0 €	149,9 €	143,6 €	6,1%
A titre indicatif					
Actif net comptable (en normes IFRS)		138,9 €		138,9 €	9,6%
Actif net comptable (en normes françaises)		n.c		128,5 €	18,5%

* CMPV : Cours moyen pondéré par les volumes

** Primes calculés sur la valorisation de l'expert indépendant

na : non applicable

nc : non communiqué

Il est rappelé que dans le cadre de la mise en œuvre d'un plan stratégique « Grandir Autrement », le groupe BPCE le 1^{er} octobre 2014 a annoncé un projet de cession de l'intégralité des participations de BPCE IOM au sein de la Banque de la Réunion à la Caisse d'Epargne Provence-Alpes-Corse (CEPAC) qui a manifesté son intérêt pour cette opération. A notre connaissance, aucun accord faisant référence à un prix de cession n'a été conclu par les parties à ce jour.

La présente Offre est volontaire et permet aux actionnaires de Banque de la Réunion qui le souhaitent de vendre tout ou partie de leurs actions tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital. En outre, compte tenu de l'opération envisagée, BPCE IOM envisage, de procéder à un retrait obligatoire, dans les trois mois de la clôture de l'Offre. Il est précisé que BPCE IOM n'envisage pas de réaliser une fusion avec Banque de la Réunion. L'initiateur n'anticipe aucune synergie particulière liée à l'Offre.

Par ailleurs, l'Offre constitue une opportunité pour les actionnaires qui le souhaitent de trouver une liquidité et de monétiser leur participation, l'action de Banque de la Réunion étant peu liquide au regard des volumes échangés.

Notre analyse fait ressortir des valeurs :

- comprise entre 82,3€ (cours moyen 1 an) et 106,0€ (cours moyen 1 mois et cours de clôture du 1^{er} octobre 2014) pour la méthode des cours de bourse ;
- de 135,4€ pour la méthode des comparables boursiers ;
- de 143,6€ pour la méthode des flux de dividendes actualisés ;

Le prix offert de 152,3€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime comprise entre 43,7% (cours moyen 1 mois et cours de clôture du 1^{er} octobre 2014) et 85,0% (cours moyen 1 an) sur la méthode du cours de bourse ;
- présente une prime de 12,5% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
- présente une prime de 6,1% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des flux de dividendes actualisés ;

Le prix de 152,3€ par action Banque de la Réunion proposé pour la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, offre qui pourra être suivie, en cas de succès, d'une procédure de retrait obligatoire, est équitable pour les actionnaires minoritaires de la société Banque de la Réunion.

Fait à Paris, le 23 mars 2015

L'expert indépendant

HAF Audit & Conseil
Membre de Crowe Horwath International

Olivier Grivillers