

## Commission des participations et des transferts

Avis n° 99 - A. - 9

du 24 juin 1999

La Commission,

Vu la lettre en date du 12 mars 1999 par laquelle le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission, en application de l'article 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, en vue de procéder au transfert au secteur privé de la participation majoritaire détenue directement ou indirectement par l'Etat dans la société Crédit lyonnais ;

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations ;

Vu la loi modifiée n° 93-923 du 19 juillet 1993 de privatisation ;

Vu le décret n° 99-192 du 12 mars 1999 autorisant le transfert au secteur privé de la société Crédit lyonnais ;

Vu la décision de la Commission européenne du 20 mai 1998 concernant les aides accordées par la France au groupe Crédit lyonnais ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts n° 99 - A. C. - 3 du 30 mars 1999 relatif au cahier des charges de la vente de gré à gré d'actions du Crédit lyonnais en vue de la constitution d'un groupe d'actionnaires partenaires, n° 99 - A. - 3 du 15 avril 1999 relatif à l'offre réservée aux salariés, n° 99 - A.C.- 6 du 25 mai 1999 relatif à la sélection des candidats au groupe d'actionnaires partenaires du Crédit lyonnais, n° 99 - A. - 7 du 10 juin 1999 relatif à la soulte correspondant au droit de vote attaché à une action remise en échange d'un certificat d'investissement, n° 99 - A.C. - 7 du 10 juin 1999 relatif à la prime à payer par les membres du groupe d'actionnaires partenaires par rapport au prix du placement global garanti, n° 99 - A. - 8 du 11 juin 1999 relatif à la procédure de mise sur le marché et n° 99 - A.C. - 8 du 14 juin 1999 relatif à la composition définitive du groupe d'actionnaires partenaires ;

Vu les rapports d'évaluation du Crédit lyonnais remis le 20 mai 1999 par la banque conseil de l'Etat et par celle de l'entreprise ainsi que les notes complémentaires remises par ces banques à la demande de la Commission les 2, 4 et 8 juin 1999 ;

Vu la note de la direction du Trésor du 24 juin 1999 ;

Vu les autres pièces du dossier,

Après avoir entendu :

- le 19 mai 1999 le Secrétariat général de la Commission bancaire représenté par MM. Jean-Louis FORT, secrétaire général, et Jacques FOURNIER ;
- le 27 mai 1999 la direction du Trésor représentée par MM. Nicolas JACHET, chef du service des participations, et Alban AUCOIN, assistée de sa banque conseil Rothschild et Cie représentée par MM. François HENROT et Marc-Olivier LAURENT, associés-gérants, Bruno BLOCH, Philippe LE BOURGEOIS et Cyril DEMONT-MARIN ;
- le 1er juin 1999 le Crédit lyonnais représenté par MM. Jean PEYRELEVADE, président, Pascal LAMY, Patrice DURAND, Serge BOUTISSOU et Francis CANTERINI assisté de sa banque conseil Schrodgers représentée par MM. Marc VINCENT, président, Olivier BIRAUD, Jean-François IZAC et Yann LE FUR ;
- le 3 juin 1999 simultanément les commissaires aux comptes du Crédit lyonnais:
  - 1/ Price Waterhouse Coopers représenté par M. Gérard HAUTEFEUILLE, associé signataire,
  - 2/ Mazars et Guérard représenté par MM. Patrick de CAMBOURG et Michel BARBET-MASSIN, associés signataires,
  - 3/ Deloitte Touche Tohmatsu représenté par M. José-Luís GARCIA, associé signataire ;
- le 8 juin 1999 la direction du Trésor représentée par MM. Nicolas JACHET, chef du service des participations, Alban AUCOIN et Jean-Louis GIRODOLLE, assistée de sa banque conseil Rothschild et Cie représentée par MM. Marc-Olivier LAURENT, associé-gérant, Bruno BLOCH, Philippe LE BOURGEOIS et Mme Sophie JAVARY ;
- le 10 juin 1999 la direction du Trésor représentée par MM. Jean LEMIERRE, directeur du Trésor, Nicolas JACHET, chef du service des participations, Alban AUCOIN et Jean-Louis GIRODOLLE, assistée de sa banque conseil Rothschild et Cie représentée par MM. François HENROT et Marc-Olivier LAURENT, associés-gérants, Bruno BLOCH, Philippe LE BOURGEOIS et Mme Sophie JAVARY ;
- le 22 juin 1999 successivement
  - 1/ le Crédit lyonnais, représenté par MM. Jean-Yves DURANCE, membre du comité exécutif, Pierre WALTER et Loïc BONETE, assisté de sa banque conseil Schrodgers, représentée par MM. Paul SAUVARY, directeur, et Tim HARVEY-SAMUEL ;
  - 2/ la direction du Trésor représentée par MM. Nicolas JACHET, chef du service des participations, Jean-Louis GIRODOLLE et Pascal PORTELLI, assistée de sa banque conseil Rothschild et Cie représentée par M. Marc-Olivier LAURENT, associé-gérant, Mme Sophie JAVARY et M. Simon BARNASCONI ainsi que de la banque Salomon Brothers, co-chef de file de l'opération de placement, représentée par M. Arnaud de TORQUAT, président ;
- le 24 juin 1999 la direction du Trésor représentée par MM. Nicolas JACHET, chef du service des participations, et Jean-Louis GIRODOLLE ;

## EMET L'AVIS SUIVANT

I. Par lettre du 12 mars 1999, le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission du projet de cession du Crédit lyonnais. Le décret du 12 mars 1999 susvisé autorise le transfert au secteur privé de la participation majoritaire détenue directement et indirectement par l'Etat dans le Crédit lyonnais.

La procédure de cession mise en œuvre par le Gouvernement comporte les opérations suivantes :

- la constitution, pour partie par augmentation de capital, pour partie par la cession d'actions hors marché, d'un groupe d'actionnaires partenaires ;
- une opération de marché comprenant une offre publique de vente et un placement auprès d'investisseurs institutionnels français et étrangers ;
- une offre publique d'échange des certificats d'investissement émis par le Crédit lyonnais contre des actions.

Le présent avis a pour objet de fixer la valeur de la société Crédit lyonnais, conformément à l'article 3 de la loi du 6 août 1986 susvisée.

II. Les graves difficultés auxquelles a dû faire face le Crédit lyonnais au début des années 1990 se sont traduites par des pertes de 1,8 milliard de francs au titre de l'exercice 1992 puis de 7 milliards pour 1993. Un premier plan de sauvetage de la banque a été mis en place par les pouvoirs publics en mars 1994. L'aggravation des pertes constatée lors de l'arrêté des comptes de l'exercice 1994 (plus de 12 milliards) a rendu nécessaire un deuxième plan aux termes duquel les actifs compromis du Crédit lyonnais ont été en quasi totalité transférés au Consortium de Réalisation (CDR). Le CDR est financé par l'Etablissement public de Financement et de Restructuration (EPFR) qui est lui-même refinancé à taux privilégié par le Crédit lyonnais et qui a bénéficié dans un premier temps d'une clause de participation aux bénéfices futurs de la banque. Ce plan a été approuvé en juillet 1995 par la Commission européenne en contrepartie d'une réduction de la taille du Crédit lyonnais et de la perspective d'une cession au secteur privé.

Les difficultés persistantes de l'établissement ont conduit l'Etat à mettre en place en 1996 et 1997 des mesures complémentaires destinées notamment à réduire le coût induit par le refinancement de l'EPFR. A la suite de discussions entamées en octobre 1996, la Commission européenne a approuvé le 20 mai 1998 l'ensemble des dispositions prises, dans le cadre d'un accord prévoyant un abandon des reports fiscaux déficitaires, des cessions supplémentaires d'actifs et le transfert du Crédit lyonnais au secteur privé au plus tard en octobre 1999. Conformément à cet accord, le Crédit lyonnais a racheté à l'EPFR en décembre 1998 la clause de participation aux bénéfices. Celui-ci a été rémunéré par l'émission d'actions nouvelles. Compte tenu de cette augmentation de capital, l'estimation de la banque retenue à l'occasion de cette opération par l'assemblée générale était de 36 milliards de francs. Elle a fait l'objet d'une attestation d'équité.

III. Malgré les réductions de taille qui lui ont été imposées, le Crédit lyonnais reste un des plus grands établissements bancaires français.

Il exerce trois métiers :

- la banque de détail en France pour laquelle il dispose d'un réseau de près de 2000 agences,
- la banque au service de la grande clientèle internationale,
- la gestion d'actifs dont les performances sont reconnues.

Le Crédit lyonnais s'est efforcé de restaurer la rentabilité de ses activités et de contrôler strictement ses risques. Cette stratégie a porté ses fruits dans l'activité de banque de détail. Les crises ayant affecté au cours des deux dernières années la Russie et certains pays émergents ont eu, en revanche, un impact défavorable sur les résultats de l'activité internationale.

Au total, depuis 1996, le Crédit lyonnais, tout en confortant ses provisions, a renoué progressivement avec les bénéfices. L'exercice 1998, qui s'est soldé par un bénéfice de 1,1 milliard de francs, confirme la réalité du redressement ainsi engagé.

Le plan d'affaires élaboré par l'entreprise prévoit la poursuite de cette évolution de manière à rejoindre, à partir de l'exercice 2001, les niveaux de productivité et de rentabilité des meilleurs établissements du secteur.

IV. Conformément à la loi, la Commission a procédé à une analyse multicritères prenant en compte, selon la pondération appropriée, les éléments boursiers, la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, l'existence des filiales et les perspectives d'avenir.

A cette fin, elle a disposé des rapports des banques conseils de l'Etat et de l'entreprise.

Les banques conseils ont eu recours à des méthodes généralement reconnues pour l'évaluation des établissements bancaires :

- actualisation des flux de fonds propres disponibles,
- comparaisons boursières sur la base de multiples de résultat net observés dans des échantillons d'entreprises comparables, de multiples d'actif net réévalué ou de régressions linéaires entre le rendement des fonds propres et les multiples de fonds propres,
- détermination de la valeur de l'entreprise, à partir de ses fonds propres, en fonction du rendement attendu par un investisseur (méthode dite du « RoE stabilisé »).

La Commission a pris en compte les résultats de ces méthodes tout en observant que plusieurs d'entre elles privilégient le résultat net attendu sur les premiers exercices à venir et ne tiennent donc pas pleinement compte des perspectives favorables d'une entreprise en retournement. Elle a donc demandé aux banques conseils de recourir à des méthodes complémentaires : utilisation de multiples sur des exercices plus éloignés ou portant sur d'autres agrégats caractéristiques de l'entreprise, comparaisons avec des transactions récentes dans le secteur bancaire.

L'évolution du cours des certificats d'investissement du Crédit lyonnais est en soi une indication qui ne peut être négligée. Cependant, l'étroitesse du marché empêche de lui accorder, dans le cas d'espèce, le poids qu'aurait eu en d'autres circonstances une information de cette nature.

V. Au delà de ces éléments quantitatifs, la Commission s'est particulièrement attachée à analyser la situation et les perspectives du Crédit lyonnais par rapport à celles de ses principaux concurrents français et européens les plus comparables.

Au titre des éléments de faiblesse, qui sont principalement la conséquence des événements passés, elle a noté que :

- la rentabilité du Crédit lyonnais est encore insuffisante, par rapport à celle de ses concurrents, et la mise à niveau de sa productivité doit être poursuivie,
- ses comptes ne recèlent pas de plus-values latentes significatives,
- il doit supporter pendant plusieurs années la charge résultant du refinancement de l'EPFR,
- les obligations de cession d'actifs jointes à des plafonnements de la croissance de l'activité, qui résultent de la décision de la Commission européenne, limitent son développement,
- il pourrait encore devoir faire face à certains risques, du fait de contentieux dont les incidences sont difficiles à évaluer.

En ce qui concerne les forces du Crédit lyonnais, la Commission a particulièrement relevé que :

- la qualité et la rentabilité du réseau en France et de l'activité de gestion d'actifs sont des facteurs particulièrement positifs,
- malgré les cessions, le Crédit lyonnais conserve, sur les principales places internationales, les éléments clefs du réseau nécessaire à son activité,
- le transfert au CDR des risques compromis, la mise en place d'un nouveau système de contrôle des risques et une politique réaliste de provisionnement ont créé des conditions favorables à l'activité de la nouvelle banque,
- les membres du groupement d'actionnaires partenaires renforceront la notoriété du Crédit lyonnais sur les marchés et lui apporteront des partenariats propices à son développement ou à la réduction de ses coûts.

VI. La Commission observe que le transfert au secteur privé du Crédit lyonnais se fait dans le contexte d'une échéance impérative qui ne va pas au delà d'octobre 1999. Même si les valeurs bancaires se sont fortement appréciées depuis le début de l'année, le délai ainsi fixé est de nature à peser sur la valeur d'introduction en bourse de l'entreprise.

En revanche, le Crédit lyonnais, qui dispose d'un important réseau de proximité sur l'ensemble du marché français et qui offre les perspectives d'une entreprise en retournement, constitue, pour des investisseurs à moyen et long terme, une valeur attractive dans le contexte de restructuration du secteur bancaire en France et en Europe. Contrairement aux craintes qui s'étaient exprimées avant la construction du livre d'ordres, les premières indications du marché ont confirmé l'analyse de la Commission.

VII. Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été soumis, la Commission estime que la valeur du Crédit lyonnais ne saurait être inférieure à 7 milliards d'euros pour 278 908 663 titres composant le capital social avant l'augmentation de capital envisagée, soit 25,1 euros par action.

Adopté dans la séance du 24 juin 1999 où siégeaient MM. François LAGRANGE, président, Daniel DEGUEN, Robert DRAPE, Jean-Daniel LE FRANC, Jacques MAIRE et Jean SERISE, membres de la Commission.

Le président,

F. LAGRANGE

