

## **Commission des participations et des transferts**

**Avis n° 2001 - A. - 3 du 4 décembre 2001**

**relatif à l'alliance entre la CDC et le groupe des Caisses d'épargne**

La Commission,

Vu la lettre en date du 24 septembre 2001 par laquelle le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission, en vue de recueillir son avis sur la valorisation des actifs apportés par la Caisse des Dépôts et Consignations dans le cadre du processus de son alliance avec le groupe des Caisses d'épargne ;

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 la loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière ;

Vu la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques et en particulier son article 143 ;

Vu l'avis adopté par le Conseil d'Etat le 12 octobre 2000 ;

Vu l'Accord de principe signé le 16 juillet 2001 entre la Caisse des Dépôts et Consignations et la Caisse Nationale des Caisses d'Epargne ;

Vu les rapports d'évaluation transmis à la Commission le 16 novembre 2001 et établis par Schröder Salomon Smith Barney, banque conseil de l'Etat, Deutsche Bank et Gimar Finance et Cie, banques conseils de la Caisse des Dépôts et Consignations, ainsi que Rothschild et Merrill Lynch, banques conseils de la Caisse Nationale des Caisses d'Epargne ;

Vu les documents juridiques concernant le projet « Alliance », en particulier le Protocole d'accord sur les valorisations signé le 17 novembre et les Traités d'apport, transmis à la Commission les 26 et 28 novembre 2001 ;

Vu la note sur les clauses de révision de prix établie par Schröder Salomon Smith Barney et transmise à la Commission sur sa demande le 27 novembre 2001 ;

Vu les comptes prévisionnels de la société commune et de « l'Alliance » transmis à la Commission sur sa demande les 28 et 29 novembre 2001 ;

Vu la note de présentation générale de l'opération établie en commun par la Caisse des Dépôts et Consignations et par la Caisse Nationale des Caisses d'Epargne et transmise à la Commission le 28 novembre 2001 ;

Vu l'avenant au protocole d'accord sur les valorisations signé le 29 novembre 2001 ;

Vu les notes sur les Synergies et sur les Données économiques synthétiques sur l'Alliance et la société commune établies par les parties et adressées à la Commission le 30 novembre 2001 ;

Vu la note de la direction du Trésor du 30 novembre 2001 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 22 novembre 2001 :

- la direction du Trésor représentée par MM. François PEROL, sous-directeur, Pierre-Marie ABADIE et Ludovic ZEKIAN, assistée de sa banque conseil, Schröder Salomon Smith Barney, représentée par MM. Guillaume de SAINT-SEINE, directeur général, Yann KRICHOWSKI, Mme Catherine GRANGER et M. Stéphane BARRET ;

- le 29 novembre 2001 successivement :

1/ la Caisse des Dépôts et Consignations représentée par MM. Daniel LEBEGUE, directeur général, Pierre SERVANT, Jean-Pierre MENANTEAU et Mme Sylvie BRATEL, assistée de ses banques conseils Deutsche Bank représenté par M. Gilles de CHANTERAC, directeur, et Gimar Finance et Cie représenté par M. Régis PRUNIER, ainsi que de son conseil juridique, Maître Béatrice LABBOZ, avocate à la Cour ;

2/ la Caisse Nationale des Caisses d'Epargne représentée par MM. Charles MILHAUD, président du directoire, Philippe WAHL, Olivier MERINDOL et Mme Christiane MARCELLIER, assistée de ses banques conseils Merrill Lynch représenté par MM. François CHENARD, directeur général, et Hubert BASTIDE, et Rothschild et Cie représenté par MM. Christophe DESPREZ, associé gérant, et Bruno BLOCH, ainsi que de son conseil juridique le cabinet Darrois Villey Brochier Maillot représenté par Maîtres François SUREAU et Hervé PISANI, avocats à la Cour ;

## EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 24 septembre 2001, le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission en vue de recueillir son avis sur la valorisation des actifs apportés par la Caisse des Dépôts et Consignations (ci-après la CDC) dans le processus de son alliance avec le groupe des Caisses d'Epargne.

La CDC se propose en particulier de céder la majorité (53%) de sa filiale CDC Ixis à une société commune constituée avec la Caisse Nationale des Caisses d'Epargne (ci-après la CNCE) mais où la CDC conserverait juridiquement la majorité du capital (50,1%).

Le Ministre indique que « par analogie avec l'avis rendu par le Conseil d'Etat le 12 octobre 2000 sur Orange, il apparaît que cette opération ne relève pas du titre II de la loi du 6 août 1986 modifiée ». L'avis qu'il demande cependant à la Commission « constituera pour [lui] un élément d'appréciation déterminant en vue des instructions qu'[il] donnera à [son] représentant à la Commission de surveillance de la Caisse des dépôts et consignations ».

Pour répondre à la demande du Ministre, la Commission a pris pour guide l'esprit des textes légaux ou réglementaires qui régissent les transferts des participations publiques au secteur privé, même si, à la lettre, ces textes ne sont pas considérés comme applicables en l'espèce.

La Commission note tout d'abord qu'il ne lui appartient pas de se prononcer sur le choix stratégique fait par la CDC d'une alliance avec le groupe des Caisses d'épargne, choix qui relève du domaine de compétence des dirigeants et de la Commission de surveillance de la CDC ni de se prononcer sur l'adéquation aux objectifs poursuivis des structures et des mécanismes mis en place.

Pour apprécier la valorisation des apports de la CDC, la Commission a procédé à leur examen selon les méthodes et les critères établis par les lois de privatisation. S'agissant d'apports parallèles de la CDC et de la CNCE à la société commune, l'appréciation portée par la Commission concerne le rapport d'échange, suivant le principe fixé par l'article 3 de la loi susvisée du 6 août 1986. La Commission a donc été amenée à apprécier l'équilibre des apports respectifs des deux parties qui se traduisent in fine pour la CDC par la détention de 50,1% des titres de la société commune.

La Commission estime en outre que l'équilibre patrimonial pour le secteur public de l'opération suppose de considérer les perspectives d'avenir de « l'alliance » mise en place entre les parties à l'accord. Pour cette raison, la Commission a demandé communication des comptes prévisionnels et plans d'affaires tant de la société commune que de « l'alliance » dans son ensemble.

Elle a examiné avec la plus grande attention les règles relatives aux prises de décision et les structures mises en place par « l'alliance » afin d'en mesurer les forces et faiblesses et leurs incidences éventuelles sur les intérêts patrimoniaux du secteur public.

Le présent avis est fondé sur les documents qui lui ont été communiqués, en particulier l'accord de principe du 26 juillet 2001, les traités d'apport, la note sur la résolution des conflits et les rapports des banques conseils de l'Etat, de la CDC et de la CNCE. La Commission souligne qu'elle n'a pas disposé du pacte d'actionnaires non encore signé à la date du présent avis.

II.- La CDC et le groupe des Caisses d'épargne ont décidé d'approfondir leurs relations déjà très anciennes sur les bases suivantes :

- la constitution d'un ensemble cohérent (« l'alliance ») qui a l'ambition de devenir un acteur majeur européen dans le domaine financier ;
- le rapprochement de leurs intérêts dans les activités bancaires et financières du secteur concurrentiel ;
- la création d'une société commune dotée d'une double mission : détenir les participations dans les filiales et définir la stratégie de « l'alliance » dans les métiers concurrentiels.

A cet égard, « l'alliance » porte non seulement sur la société commune et ses filiales mais aussi sur les Caisses d'épargne dont il est prévu que la société commune acquière des certificats coopératifs d'investissement à l'avenir. Les parties entendent ainsi inclure dans le champ de leur accord les métiers de banque d'investissement et de financement, de gestion d'actifs, de financement et de gestion de l'immobilier, mais aussi la banque de détail, au moyen des 4700 agences des caisses d'épargne.

La constitution de la société commune et les apports qui y sont effectués par les parties constituent l'objet du présent avis. Le processus juridique et financier qui conduit à cette création est complexe, du fait du statut institutionnel des parties et des relations capitalistiques déjà existantes entre elles.

On peut résumer de façon simplifiée l'opération en trois étapes préparatoires suivies par la constitution de la société commune :

\* étapes préparatoires :

- la CNCE apporte à CDC Ixis son pôle finances, ses participations dans Ixis Asset Management et Ixis Capital Markets et elle reçoit en contrepartie 11,1% du capital de CDC Ixis en actions nouvelles ;
- les Caisses d'épargne apportent à la CNCE leurs titres dans les filiales nationales du groupe et reçoivent des actions de la CNCE sous réserve d'ajustements en numéraire ;
- pour éviter la dilution de sa participation de 35% dans la CNCE, la CDC fait un apport à celle-ci de 7,9% de CDC Ixis, rémunéré par augmentation de capital ;

\* constitution de la société commune :

- la CNCE apporte les 19% de CDC Ixis qui lui ont été attribués lors des deux premières étapes, ses participations dans les filiales nationales et 40% du Crédit foncier de France et elle reçoit 49,9% du capital de la société commune ;
- la CDC apporte 34% de CDC Ixis, ses participations dans les filiales nationales et dans San Paolo IMI et elle reçoit 50,1% du capital de la société commune.

L'organigramme résultant de ces opérations figure en annexe du présent avis. On note en particulier que la CDC, in fine, conserve directement 47% du capital de CDC Ixis avant l'entrée future de partenaires. L'accord prévoit la mise en bourse à terme de CDC Ixis et éventuellement celle de la société commune.

Les règles de gouvernement de la société commune figureront dans un pacte d'actionnaires. L'accord de principe du 26 juillet en a fixé les lignes essentielles sur une base de parité entre les deux groupes sous réserve des contraintes institutionnelles liées au statut des parties. Par ailleurs ont été prévus les modes de résolution des éventuels conflits et les conditions de dissolution de la société en cas de désaccord persistant.

Les fonds propres, part du groupe, de la société commune s'élèvent à environ 5 milliards d'euros et ceux des entités comprises dans « l'alliance » à 16 milliards d'euros. Suivant les critères utilisés, fonds propres ou résultats, « l'alliance » serait le troisième ou le quatrième groupe bancaire français.

III.- La Commission a disposé des rapports d'évaluation des banques conseils de l'Etat, de la CDC et de la CNCE.

La qualité du travail effectué par la banque conseil de l'Etat a permis à la Commission de mener à bien son analyse dans les délais très brefs dont elle a disposé. Compte tenu des relations croisées entre les parties et de la cascade des apports successifs, il était toujours nécessaire d'apprécier l'impact final sur l'équilibre de la transaction d'une éventuelle variation dans l'une ou l'autre des évaluations.

La banque conseil de l'Etat a procédé à une discussion approfondie des évaluations retenues par les parties pour les sociétés concernées par les apports. Elle a présenté une analyse de la sensibilité de l'équilibre global de la transaction en fonction de valorisations différentes des principaux actifs apportés ou de l'emploi d'autres méthodes.

La Commission a constaté que les valorisations sont fondées sur les méthodes usuellement pratiquées : actualisation des flux de trésorerie disponibles, application de multiples boursiers de sociétés comparables, actif net réévalué, référence à des transactions récentes. Les hypothèses utilisées pour la mise en œuvre de ces méthodes n'appellent pas de remarque particulière. La Commission a observé que si les plans d'affaires utilisés, notamment pour CDC Ixis, n'ont pas pu toujours être justifiés dans leurs détails, ils ont été acceptés par les parties en raison de la bonne connaissance qu'elles avaient des sociétés concernées compte tenu de leurs liens anciens et de leurs participations croisées ou communes.

Deux aspects importants des évaluations ont retenu l'attention de la Commission.

En premier lieu, les parties ont convenu de ne pas inclure de prime de contrôle, ou à l'inverse de décote de minorité, dans les valorisations. Les analyses de sensibilité font apparaître que cette décision méthodologique a un impact réel mais limité du fait de l'existence des participations croisées et des différentes étapes du processus de construction de la société commune. De plus ces primes ou décotes jouent dans les deux sens. S'agissant

de la CDC, celle-ci conserve en droit la majorité du capital de la société commune à laquelle in fine est apportée la majorité de CDC Ixis, principal apport de la CDC. Au total la décision d'exclure toute prime de contrôle ou décote de minorité apparaît simplificatrice et d'un impact réduit à ce stade du rapprochement entre les parties.

En second lieu, la Commission a examiné les clauses de révision des prix prévues par les accords. Compte tenu de la multiplicité et de l'ampleur de ces clauses, elle a été particulièrement attentive sur ce point qui est de nature à altérer a posteriori les évaluations retenues. Elle a donc demandé à la banque conseil de l'Etat une étude complémentaire sur ce sujet.

Quatre clauses quantifiables de révision des prix sont stipulées dans les accords :

- la clause ayant l'impact potentiel le plus élevé concerne le portefeuille de valeurs mobilières cotées détenu par CDC Ixis qui a été évalué selon les cours du 30 juin 2001. Le mécanisme convenu entre les parties, à la demande de la CNCE, vise à couvrir les cas de variations importantes de valeur en bourse d'un certain nombre de lignes de ce portefeuille d'ici au 30 septembre 2005. En cas de baisse, la CNCE percevrait en numéraire de la CDC 49,9% de la baisse de valeur de ce portefeuille au-delà de 20%. En contrepartie, en cas de hausse, la CDC percevrait en numéraire de la CNCE 49,9% de la hausse de valeur du portefeuille au-delà de 55%. La valorisation par la banque conseil de l'Etat du mécanisme de couverture, assimilé à une combinaison d'options (« collar »), sur la base du modèle de Black and Scholes, confirme que ce mécanisme présente l'équilibre financier recherché par les parties. La dissymétrie apparente des options est essentiellement due à la capitalisation des dividendes ;

- les parties sont convenues d'un complément de prix positif ou négatif sur les activités financières de la CNCE apportées à CDC Ixis en fonction du produit net bancaire qui sera effectivement réalisé entre 2001 et 2004 par rapport aux prévisions. Selon la banque conseil de l'Etat, cette clause offre à la CDC l'avantage de la protéger d'une baisse de l'activité en provenance des Caisses d'épargne ;

- la participation de 40% dans le Crédit foncier de France est apportée à son prix de revient par la CNCE qui avait acquis le contrôle du CFF auprès de la CDC il y a deux ans. Un mécanisme de complément de prix par la CDC est prévu au cas où des plus-values latentes identifiées par les parties seraient effectivement réalisées d'ici 2004, sous réserve de performances opérationnelles satisfaisantes. Cette clause n'engage la CDC à un paiement complémentaire qu'en cas de réalisation effective des plus-values, ce qui permet de ne pas les inclure dans la valeur d'apport ;

- une clause de révision d'impact financier très marginal concerne enfin l'éventuelle cession de la ligne Multithématiques par CDC Ixis.

Au total il apparaît que ces quatre clauses ne présentent pas dans leur mécanisme de déséquilibre qui soit globalement défavorable à la CDC.

Sur le plan juridique enfin, la Commission a noté que les conditions dans lesquelles l'activité d'intermédiation financière est apportée par la CNCE à CDC Ixis (Martignac Finances), approuvées par les parties, ont été examinées par les autorités compétentes.

IV.- Les lois de privatisation prescrivent à la commission de prendre en compte dans son évaluation les perspectives d'avenir.

Les parties expliquent que la création de « l'alliance » vise à consolider leurs liens déjà anciens et particulièrement le rapport de producteur à distributeur qui caractérise principalement la relation entre la CDC et les Caisses d'épargne. Afin de s'adapter à un contexte de plus en plus concurrentiel et d'acquérir une dimension européenne, il est nécessaire de disposer d'une taille critique et d'une capacité de développement par croissance interne et externe, ainsi que de la possibilité de conclure des partenariats. Ces perspectives sont en elles-mêmes de nature à valoriser la participation importante que conserve la CDC dans les actifs apportés.

La Commission a souhaité disposer d'une vue quantifiée des perspectives ainsi ouvertes. Pour ce faire, elle a demandé communication des comptes prévisionnels et du plan d'affaires de la société commune et de « l'alliance » dans son ensemble. Ces documents traduisent une vue optimiste sur l'évolution dans les deux années à venir, notamment au travers d'une forte progression des résultats et d'une amélioration très sensible du coefficient d'exploitation.

Des informations complémentaires communiquées à la Commission sur sa demande font apparaître que les synergies attendues des accords atteignent des montants importants, de l'ordre de 500 millions d'euros d'ici 2005. Ces synergies, qui ne sont pas prises en compte par les parties dans les évaluations qui ont servi de base aux accords, sont à elles seules de nature à conforter l'appréciation favorable de l'intérêt patrimonial de l'opération pour le secteur public.

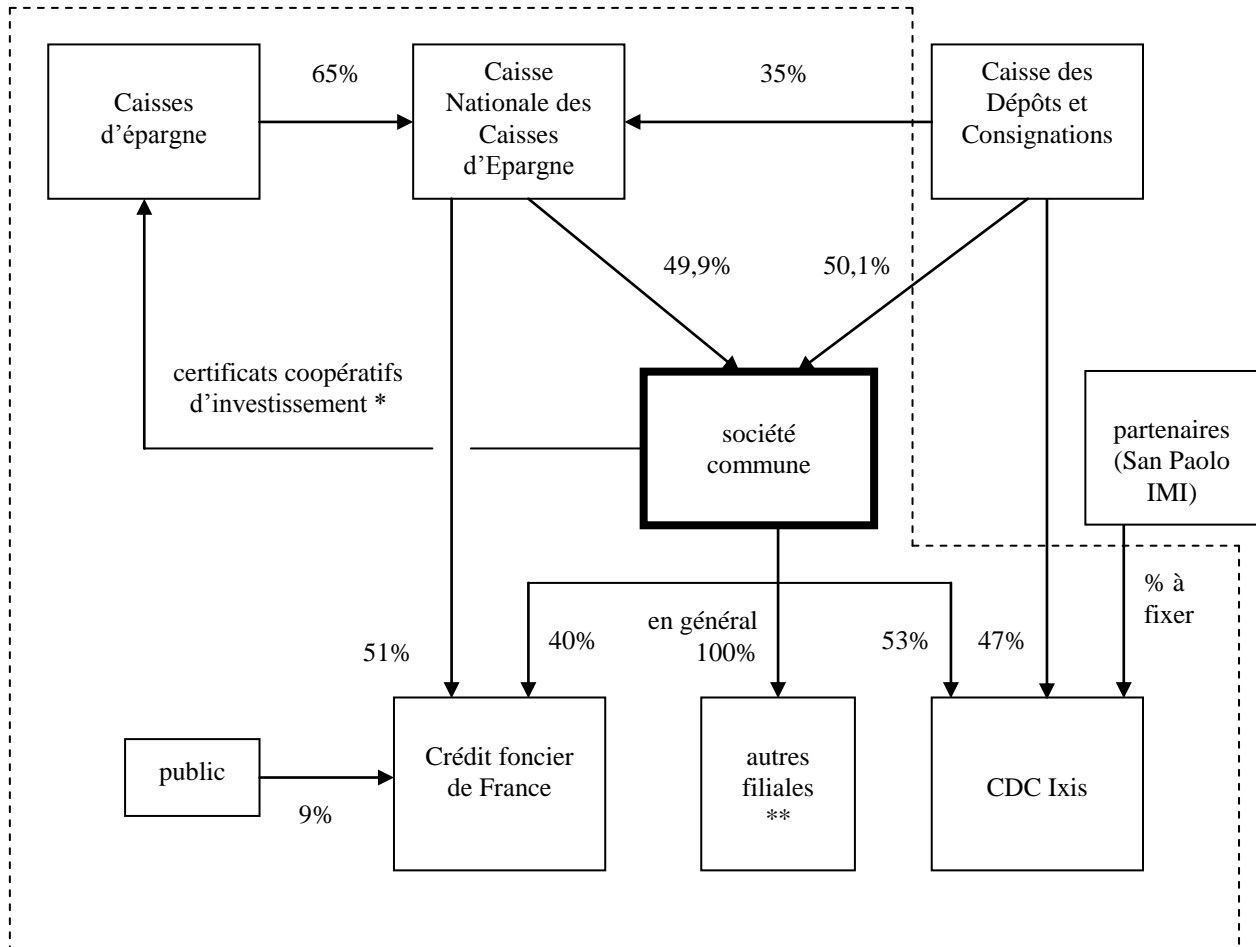
V.- Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission EMET UN AVIS FAVORABLE à la valorisation des actifs apportés par la Caisse des Dépôts et Consignations dans le cadre de son alliance avec le groupe des Caisses d'épargne.

Adopté dans la séance du 4 décembre 2001 où siégeaient MM. François LAGRANGE, président, André BLANC, Daniel DEGUEN, Robert DRAPE et Jean SERISE, membres de la Commission.

Le président,

F. LAGRANGE

**ORGANIGRAMME SIMPLIFIE APRES L'OPERATION  
DE L'ALLIANCE, DES GROUPES CDC ET CAISSES D'EPARGNE**



*périmètre de « l'alliance »*

\* les certificats coopératifs d'investissement émis par les caisses d'épargne seront ultérieurement souscrits par la société commune qui réciproquement intéressera à ses résultats les caisses d'épargne selon un dispositif à déterminer mais qui ne saurait diluer la participation de la CDC (avenant du 28 novembre 2001).

\*\* il s'agit essentiellement des « filiales nationales » du groupe des Caisses d'épargne dans lesquelles celles-ci et la CDC se partageaient la capital avant l'opération.