

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2004 - A.C. - 2 du 17 juin 2004

**relatif au transfert au secteur privé par la Caisse des dépôts et consignations
de la société Eulia et sa filiale CDC Ixis**

La Commission,

Vu la lettre en date du 7 juin 2004 par laquelle le Ministre d'Etat, Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission, en application de l'article 20 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la participation majoritaire détenue par la Caisse des dépôts et consignations dans la société Compagnie financière Eulia ;

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations, et en particulier son article 20 ;

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 le code monétaire et financier, et notamment son article L 512-94, modifié par l'article 100 de la loi de finances rectificative pour 2003 (n° 2003-1312 du 30 décembre 2003) ;

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

Vu la loi de finances pour 2004 (n° 2003-1311 du 30 décembre 2003), et notamment son article 60 ;

Vu l'avis n° 2001- A. -3 du 4 décembre 2001 de la Commission des participations et des transferts ;

Vu les notes du cabinet Gide Loyrette Nouel sur les modalités juridiques d'une éventuelle privatisation d'Eulia transmises à la Commission le 9 septembre 2003 et le 2 février 2004 ;

Vu la note de Goldman Sachs, banque conseil de l'Etat, transmise à la Commission le 9 septembre 2003 ;

Vu le rapport de synthèse de Deloitte & Touche Corporate Finance présenté à la séance de la Commission de surveillance de la Caisse des dépôts et consignations du 24 septembre 2003 et transmis le 12 mars 2004 ;

Vu le communiqué de CDC Ixis du 29 mars 2004 sur les résultats 2003 du groupe;

Vu les comptes de l'exercice 2003 de la Compagnie financière Eulia ;

Vu la décision du 4 mai 2004 du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement ;

Vu le communiqué de presse du 7 mai 2004 du Ministre d'Etat, Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie ;

Vu l'avis favorable émis le 26 mai 2004 par la Commission de surveillance de la Caisse des dépôts et consignations ;

Vu la lettre du 1er juin 2004 du Directeur général de la Caisse des dépôts et consignations au Ministre d'Etat, Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie ;

Vu le rapport des experts indépendants, Calyon et Lazard, transmis à la Commission le 3 juin 2004 ;

Vu le projet de pacte d'actionnaires transmis à la Commission le 3 juin 2004 ;

Vu le rapport de Goldman Sachs, banque conseil de l'Etat, transmis à la Commission le 4 juin 2004 ;

Vu la note de la direction du Trésor transmise à la Commission le 7 juin 2004 ;

Vu les notes sur les aspects fiscaux du projet et sur les modalités de consolidation dans les comptes de la Caisse des dépôts et consignations de sa participation dans la CNCE, transmises par la Caisse des dépôts à la Commission le 7 juin 2004 ;

Vu le projet de décret transmis à la Commission le 7 juin 2004 ;

Vu le document de présentation remis en séance le 10 juin 2004 par la CNCE ;

Vu le document du cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés sur l'attestation d'équité émise dans le cadre de l'émission des certificats coopératifs d'investissement par les Caisses d'épargne et de prévoyance, remis en séance le 10 juin 2004 par la CNCE ;

Vu le protocole d'accord entre la Caisse des dépôts et consignations, CDC Holding Finance et la Caisse nationale des caisses d'épargne en date du 27 mai 2004, transmis à la Commission le 11 juin 2004 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu

- le 3 février 2004 :

- la direction du Trésor représentée par Mme Marie-Anne BARBAT-LAYANI, sous-directrice, MM. Martin AJDARI et Ludovic ZEKIAN, assistée de sa banque conseil, Goldman Sachs, représentée par M. Eric COUTTS, gérant, Mmes Isabelle SIMON et Viviane AKRICHE, ainsi que de son conseil juridique, le cabinet Gide Loyrette Nouel, représenté par Maître Jean-Emmanuel SKOVRON, avocat à la Cour ;

- le 10 juin 2004 successivement :

1/ la Caisse des dépôts et consignations, représentée par MM. Francis MAYER, directeur général, Dominique MARCEL, Olivier RITZ et Franck SILVENT, accompagnée des experts indépendants, Calyon, représenté par M. Pierre MARLIER, directeur général, et Lazard, représenté par M. Georges RALLI, associé gérant ;

2/ la direction du Trésor, représentée par Mme Marie-Anne BARBAT-LAYANI, sous-directrice, MM. Martin AJDARI et Ludovic ZEKIAN, assistée de sa banque conseil, Goldman Sachs, représenté par MM. Eric COUTTS, gérant, Frédéric LEGMANN et Mme Isabelle SIMON, ainsi que de son conseil juridique, le cabinet Gide Loyrette Nouel, représenté par Maître Jean-Emmanuel SKOVRON, avocat à la Cour;

3/ la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance, représentée par MM. Charles MILHAUD, président du directoire, Nicolas MERINDOL, Anthony ORSATELLI et Pierre SERVANT, assistée de sa banque conseil, Rothschild, représenté par MM. Christophe DESPREZ, associé gérant, et Bruno BLOCH, ainsi que de son conseil juridique, le cabinet Darrois Villey, représenté par Maîtres Hervé PISANI et François SUREAU, avocats à la Cour ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 7 juin 2004, le Ministre d'Etat, Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission, en application de l'article 20 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la participation majoritaire détenue par la Caisse des dépôts et consignations (ci-après « la Caisse des dépôts ») dans la société Compagnie financière Eulia (ci-après « Eulia »). Le principal actif d'Eulia est CDC Ixis qui est sa filiale à 53 %.

Sur base consolidée, Eulia emploie, au 31 décembre 2003, 8 127 personnes et a réalisé en 2003 un chiffre d'affaires (produit net bancaire) de 3,35 milliards d'euros. La cession projetée entre donc dans le champ d'application du dernier alinéa de l'article 20 de la loi du 6 août 1986 modifiée susvisée. Conformément aux dispositions dudit article, l'autorisation de cession ne peut être accordée si le prix de cession est inférieur à la valeur fixée par la Commission ou si les intérêts nationaux ne sont pas préservés. Il doit être également tenu compte de l'incidence des charges qui, le cas échéant, demeurent pour le secteur public après la cession.

La cession d'Eulia est soumise à différentes autorisations administratives. Elle a en particulier été autorisée le 4 mai 2004 par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

II.- Créées sous la Restauration, la Caisse des dépôts et les Caisses d'épargne ont entretenu des relations étroites durant tout le XIX^{ème} et le XX^{ème} siècle. A la suite de la loi du 25 juin 1999 susvisée qui a réformé le statut du réseau des Caisses d'épargne selon le modèle mutualiste, les deux groupes ont organisé leurs rapports au sein de la Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance (ci-après « la CNCE ») par un pacte d'actionnaires.

Désireuses de renforcer leur partenariat en mettant en commun leurs intérêts dans les activités financières concurrentielles au sein d'une société commune, la Caisse des dépôts et la CNCE ont en 2001 conclu un accord dénommé « l'Alliance ».

Dans ce cadre, la Caisse des dépôts cédait la majorité de sa filiale CDC Ixis à la Compagnie financière Eulia constituée avec la CNCE, la Caisse des dépôts détenant dans le capital d'Eulia une participation majoritaire (50,1%). La CNCE apportait pour sa part à CDC Ixis son pôle finances, 40 % du Crédit foncier de France et ses participations dans des filiales (dont Ecureuil Vie, Ecureuil Gestion).

Les parties entendaient aussi inclure dans « l'Alliance » l'activité de banque de détail, c'est-à-dire les Caisses d'épargne elles-mêmes, dont il était de plus envisagé qu'elles émettent des certificats coopératifs d'investissement souscrits par la société commune.

Une structure de gouvernance complexe était définie sur la base d'une parité entre les deux groupes sous réserve des contraintes institutionnelles liées au statut des parties.

Selon ce schéma, Eulia est une société holding dont le principal actif est la détention de 53 % de CDC Ixis, banque d'investissement de la Caisse des dépôts dans laquelle celle-ci continue à détenir directement 43,55 %, le solde appartenant au groupe bancaire San Paolo IMI avec lequel un partenariat a été conclu. Durant l'exercice 2003, Eulia a réalisé un produit net bancaire de 3 355 millions d'euros, un résultat d'exploitation de 989 millions et un résultat net (part du groupe) de 432 millions. Les fonds propres consolidés s'élèvent à 5,5 milliards (9,4 milliards y compris intérêts minoritaires).

Les deux principaux métiers de CDC Ixis sont les activités de marché et de financements ainsi que la gestion d'actifs. CDC Ixis est aussi présent dans la conservation de titres et détient d'importants portefeuilles d'actions cotées et de capital investissement. Après une année 2002 difficile compte tenu de l'évolution des marchés, CDC Ixis a su profiter d'un contexte plus favorable pour redresser son activité en 2003 avec un chiffre d'affaires de 2 487 millions d'euros, en progression de 22 % par rapport à l'exercice précédent. Le résultat brut d'exploitation de 915 millions a doublé et le résultat d'exploitation de 712 millions affiche une hausse de 66 %. Au total, le résultat net de CDC Ixis est passé de 101 millions en 2002 à 457 millions en 2003. Les fonds propres s'élève à 6,3 milliards d'euros au 31 décembre 2003.

III.- La période 2002-2003 a confirmé l'intérêt industriel et stratégique de l'Alliance. Cependant, la structure mise en place en 2001 a rencontré dès les premiers mois des difficultés de fonctionnement, créant des risques de blocage.

Après un examen des différentes options possibles, la Caisse des dépôts est parvenue à la conclusion qu'une nouvelle négociation avec le groupe des Caisses d'épargne était la plus susceptible de préserver ses intérêts en raison des complémentarités et des partenariats déjà mis en place, du flux d'affaires engendré par le réseau des caisses d'épargne et du coût social important qui aurait résulté d'une cession à un tiers. Une telle cession aurait donc à la fois conduit à une perte de valeur des actifs cédés et à des coûts supplémentaires pour la Caisse des dépôts.

Les discussions entre les deux partenaires entamées à mi 2003 ont abouti à un protocole signé le 1er octobre 2003 et sur lequel la Commission de surveillance de la Caisse des dépôts avait émis un avis préliminaire favorable le 24 septembre.

Compte tenu de la complexité de l'opération, des évaluations multiples auxquelles il devait être procédé et des contraintes d'ordre juridique, le projet d'accord a été finalisé en mai 2004 et a reçu l'avis favorable de la Commission de surveillance de la Caisse des dépôts le 26 mai.

IV.- Le nouveau projet de partenariat entre la Caisse des dépôts et les Caisses d'épargne, dénommé « Refondation », vise dans son principe à transférer le contrôle de CDC Ixis (via Eulia) à la CNCE, la Caisse des dépôts étant actionnaire stratégique, avec 35 % du capital, de la CNCE dans sa nouvelle configuration. Simultanément, la Caisse des dépôts reprend certains actifs de CDC Ixis, en particulier des portefeuilles de titres. En outre, la CNCE souscrit des certificats coopératifs d'investissement (CCI) à hauteur de 20 % du capital de chaque Caisse d'épargne.

L'opération est réalisée selon cinq étapes qui tiennent compte des aspects juridiques et fiscaux. La première est constituée par la reprise par la Caisse des dépôts d'actifs de CDC Ixis : portefeuille d'actions cotées, d'actifs immobiliers et de capital investissement, participations financières (principalement dans Sogeposte et la Société forestière). Les quatre étapes suivantes interviennent durant un instant de raison à la date de réalisation de l'opération prévue le 30 juin 2004. Elles comprennent essentiellement : l'émission des CCI par les Caisses d'épargne, la cession par la Caisse des dépôts aux Caisses d'épargne d'actions de la CNCE et de la totalité des titres détenus directement dans CDC Ixis (43,55 % du capital), l'apport par les Caisses d'épargne à Eulia des 43,55 % de CDC Ixis ainsi acquis et, enfin, l'absorption d'Eulia par la CNCE.

D'un point de vue formel, le transfert d'Eulia au secteur privé résulte de l'apport par les Caisses d'épargne à Eulia de 43,55% de CDC Ixis acquis contre numéraire à la Caisse des dépôts. Cet apport dilue en effet la participation de la Caisse des dépôts dans Eulia qui passe transitoirement de 50,1 % à 33 %.

En fait l'opération constitue un tout qui doit être apprécié comme tel.

Les organigrammes des relations entre la Caisse des dépôts et le groupe des Caisses d'épargne avant l'opération et après sa réalisation figurent en annexe au présent avis. Il est prévu qu'ultérieurement Ixis (nouveau nom de CDC Ixis) soit lui-même absorbé par la CNCE qui filialisera les trois grands métiers : marchés et financements, gestion d'actifs et conservation.

A l'issue de l'opération, la Caisse des dépôts est l'actionnaire stratégique, avec 35 % du capital, de la nouvelle CNCE qui réunit l'activité de banque d'investissement (Ixis) et l'activité de banque de détail des Caisses d'épargne dont la CNCE détiendra 20 % à travers des certificats coopératifs d'investissement. Le nouveau groupe des Caisses d'épargne détient le deuxième réseau d'agences en France, réalise un produit net bancaire supérieur à 9 milliards d'euros, dispose de fonds propres de 19 milliards et d'un total de bilan de près de 500 milliards. La nouvelle CNCE pour sa part présentera un montant de fonds propres proche de 11 milliards d'euros et un produit net bancaire supérieur à 3,5 milliards.

Les parties ont déclaré publiquement leur intention de réunir les conditions pour que, dans un horizon de l'ordre de trois ans, la CNCE soit en mesure d'être éventuellement introduite en bourse et leur décision de maintenir au moins jusque là le niveau de leurs participations réciproques. Dans l'objectif de la cotation, le schéma retenu est largement inspiré de celui adopté avec succès par Crédit agricole SA.

V.- Les termes de l'opération sont fixés dans un protocole d'accord en date du 27 mai 2004 et dans un projet de pacte d'actionnaires conclu pour une durée de sept ans (reconductible par périodes de cinq ans). Ces documents ont été présentés à la Commission.

Le protocole d'accord fixe les prix des transactions intervenant dans les cinq étapes de réalisation de l'opération décrites ci-dessus ainsi que les conditions du dénouement des garanties accordées en 2001 lors de la constitution d'Eulia. Ces prix sont fermes et définitifs : aucune garantie de passif ou d'actif n'est accordée à l'acheteur par la Caisse des dépôts ni aucune garantie de performance. Les flux de liquidités résultant des différentes transactions se traduisent in fine par un solde net en faveur de la Caisse des dépôts.

Les parties sont par ailleurs convenues de maintenir comme initialement prévu la garantie de la Caisse des dépôts jusqu'en janvier 2007 sur les activités de marché et de financement de CDC Ixis, la CNCE lui apportant une contre-garantie à première demande. Enfin, il est noté que la Caisse des dépôts a pris, vis-à-vis du gouverneur de la Banque de France, des engagements de maintien des fonds propres de la CNCE, à hauteur de sa participation.

S'agissant de la gouvernance de la CNCE, la Caisse des dépôts, en vue de préserver ses intérêts patrimoniaux, a obtenu au titre du pacte d'actionnaires les principaux droits suivants :

- a- droit de représentation de la Caisse des dépôts (tant qu'elle détiendra au moins 10 % de la CNCE) :
 - elle sera représentée proportionnellement à sa participation au conseil de surveillance de la CNCE et proposera un membre du directoire ;

- elle participera aux comités d'audit (dont elle assurera la présidence), au comité de rémunération et de sélection ainsi qu'au comité stratégie et développement ;
- un comité des marges est établi à parité entre les Caisses d'épargne et la Caisse des dépôts en vue de veiller à la conformité des tarifications intra groupe avec celles pratiquées sur le marché ;
- dans les filiales les plus importantes, elle sera représentée dans les mêmes conditions qu'au conseil de surveillance et au directoire de la CNCE, et elle aura droit à un siège dans les autres filiales significatives ;

b- droit sur les décisions importantes :

- un droit de veto pendant trois ans sur les décisions importantes qui doivent être soumises au conseil de surveillance de la CNCE (plan stratégique, investissements importants, modifications statutaires) ;
- un droit de veto sur l'entrée d'un tiers au capital ou l'introduction en bourse de la CNCE, ce droit se prolongeant au delà des trois ans tant que la Caisse des dépôts détient au moins 15 % de la CNCE.

Au delà des trois ans ou si la Caisse des dépôts ne détient plus 15 % de la CNCE, en cas de désaccord entre les parties sur une de ces décisions, une procédure de règlement des différends est enclenché pouvant conduire la Caisse des dépôts à exercer un droit de vente de sa participation aux Caisse d'épargne.

c- droits de sortie et de préemption :

- droit de sortie conjointe en cas de cession d'actions de la CNCE par les Caisses d'épargne ;
- droit de sortie prioritaire de la Caisse des dépôts en cas d'introduction en bourse de la CNCE ;
- droits de préemption réciproques tant que la Caisse des dépôts détient au moins 15 % de la CNCE ;

d- droits financiers :

- la CNCE distribuera au moins 50 % de son résultat net consolidé annuel.

VI.- La Commission a disposé d'un rapport d'évaluation établi, conformément à la loi, par des experts indépendants.

Les experts ont procédé à une évaluation détaillée de toutes les sociétés concernées par l'opération.

a. valorisation d'Eulia :

La valorisation d'Eulia a été réalisée par la somme des parties. Les méthodes appliquées aux trois principaux actifs, CDC Ixis, Crédit foncier de France et Ecureuil Vie, sont décrites aux points b à d ci-après. Les autres actifs ont été évalués selon les cas par l'actualisation des flux, les multiples de comparables, les cours de bourse ou l'actif net réévalué.

b. valorisation de CDC Ixis :

La valorisation de CDC Ixis intervient dans l'opération au titre des cessions par la Caisse des dépôts d'une part de sa participation majoritaire dans Eulia et d'autre part de sa participation directe dans CDC Ixis.

L'évaluation a été conduite selon la somme des parties en utilisant deux méthodes principales:

- l'actualisation des flux futurs de trésorerie : les experts se sont fondés sur les plans d'affaires établis par la société et qu'ils ont prolongés en tant que de besoin jusqu'en 2010. Chacun des métiers a été évalué séparément ;
- l'application des multiples de sociétés comparables : trois métiers ont été parallèlement évalués selon cette méthode. Il s'agit des activités de marché (les comparables sont les banques d'investissement nord-américaines, le multiple utilisé est celui de résultat net), de la gestion d'actifs financiers (quatorze comparables anglo-saxons, multiples d'excédent brut d'exploitation -EBITDA- et de résultat net ainsi que d'actifs sous gestion corrigé) et de la conservation de titres (trois comparables nord-américains, multiples d'EBITDA et de résultat net).

Les portefeuilles de titres de CDC Ixis (rachetés par la Caisse des dépôts) ont été évalués par référence à des moyennes de cours de bourse ou, pour le capital investissement, selon la valeur estimée de l'actif net réévalué.

Une comparaison globale de CDC Ixis et de ses principaux concurrents bancaires a enfin été réalisée sur la base de la méthode de régression (entre rentabilité sur fonds propres et multiples de fonds propres) et des multiples de résultat net. Les comparables utilisés sont : BNP Paribas, Crédit agricole SA, Société générale, Natexis, CIC, Deutsche Bank, UBS et Crédit suisse.

Les experts concluent que le prix de cession convenu entre les parties fait apparaître que le paiement par l'acheteur, le groupe des Caisses d'épargne, comprend une prime de contrôle significative de l'ordre de 20 %.

c. valorisation du Crédit foncier de France :

Avant l'opération, Eulia détient 41 % du Crédit foncier (et la CNCE 54,74 %).

Le Crédit foncier a été évalué selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie sur la base d'un plan d'affaires jusqu'en 2005 établi par la société et prolongé jusqu'en 2010 par les experts. La valeur terminale a été calculée avec l'hypothèse d'une croissance annuelle infinie des encours de 1,5 %.

d. valorisation d'Ecureuil Vie :

Eulia détient, à parité avec la CNP, Ecureuil Vie qui est un des leaders de l'assurance vie en France grâce à l'importance du réseau des Caisses d'épargne.

Ecureuil Vie a été évalué selon trois méthodes :

- l'actif net réévalué ;
- l'actif net réévalué augmenté de la valeur du portefeuille de contrats calculée par actualisation des cash flows (« embedded value ») ;
- l'application des multiples de sociétés comparables : le multiple de résultat net des sociétés européennes cotées d'assurance a été utilisé.

e. valorisation des certificats coopératifs d'investissement :

La CNCE souscrivant des certificats coopératifs d'investissement émis par l'ensemble des 29 Caisses d'épargne (hors Outre-Mer), la valorisation de ces instruments doit être prise en compte dans l'appréciation globale de l'opération.

La valorisation des Caisses d'épargne en vue de l'émission des CCI a été réalisée en faisant converger une évaluation globale de l'ensemble des Caisses d'épargne et les évaluations individuelles de chacune d'entre elles. Les banques conseils de la Caisse des dépôts et celle des Caisses d'épargne ont utilisé quatre méthodes pondérées :

- l'actif net réévalué (pondéré pour 40 %),

- l'actualisation des flux de trésorerie sur la base de plans d'affaires 2004-2006 puis avec un taux de croissance à l'infini de 1,5 % (20 %),
- la régression entre rentabilité des fonds propres et prime sur fonds propres sur la base d'un échantillon de 30 banques cotées européennes (20 %),
- l'application du multiple de résultat net de banques cotées comparables : BNP Paribas, Crédit agricole SA et Société générale (20 %).

La participation des Caisses d'épargne dans la CNCE a été valorisée sur la base de l'actif net réévalué.

Une décote de 20 % a été appliquée pour déterminer le prix de souscription des CCI, ceux-ci ne bénéficiant pas de droits de vote ni de liquidité.

Le cabinet mandaté par les Caisses d'épargne pour émettre des attestations d'équité sur les émissions de CCI a transmis un rapport de synthèse à la Commission.

Les méthodes utilisées et les valorisations retenues par les parties dans l'ensemble de l'opération ont été validées en septembre 2003 par un cabinet mandaté par la Commission de surveillance de la Caisse des dépôts. La Commission des participation et des transferts a disposé de ce document.

Enfin, les travaux des experts indépendants ont été revus par une banque conseil choisie par l'Etat. Celle-ci a en particulier procédé à une nouvelle évaluation globale de CDC Ixis sur la base des multiples de résultat net (comparables considérés : BNP Paribas, Crédit agricole SA, Société générale et Natexis) et de la régression entre rentabilité des fonds propres et multiples de fonds propres (selon deux échantillons de comparables de 10 et 38 banques européennes).

Les experts indépendants concluent que les prix de cession des actions d'Eulia et de CDC Ixis convenus entre les parties s'inscrivent dans les fourchettes d'évaluation de ces sociétés calculées sur une base multicritères en incluant une prime de contrôle. Le conseil de l'Etat, sur une base méthodologique un peu différente, confirme ces conclusions.

VII.- La Commission note que l'accord qui lui est soumis a été négocié dans des conditions objectives et transparentes. Il a pour principal effet de donner naissance à un nouveau groupe bancaire français bâti sur le principe de la banque universelle et dont la Caisse des dépôts devient, avec 35 % du capital de la CNCE, un actionnaire stratégique. Elle acquiert cette situation en échange des participations diverses qu'elle détenait auparavant dans une structure qui, en raison de sa complexité, connaissait des difficultés de fonctionnement.

La Commission relève que la nouvelle organisation est beaucoup plus claire et que l'opération s'inscrit pour la Caisse des dépôts dans le redéploiement qu'elle a annoncé sur ses missions d'intérêt général et son rôle d'investisseur à long terme.

La Caisse des dépôts trouve dans l'opération un double avantage du point de vue financier. D'une part, actionnaire d'une banque universelle, elle peut en attendre des revenus récurrents et relativement stables grâce à l'équilibre entre les revenus provenant des activités de banque de détail (du fait de l'émission des CCI) et ceux provenant de la banque d'investissement. La garantie de distribution d'au moins 50 % de ses bénéfices nets par la CNCE renforce cet avantage. D'autre part, la perspective d'une éventuelle introduction en bourse ouvre la voie à une liquidité de la participation de la Caisse des dépôts dans la CNCE.

La Caisse des dépôts dispose dans la gouvernance de la CNCE de droits spécifiques devant lui permettre d'assurer la prise en compte de ses intérêts patrimoniaux dans les décisions stratégiques.

Les conditions financières du transfert au secteur privé d'Eulia et de CDC Ixis ont fait l'objet de nombreuses missions d'expertise dont la Commission a eu communication. Sur la base de ces analyses, la Commission a estimé que les prix de cession convenus sont conformes à la valeur des sociétés concernées et que les cessions majoritaires se font avec un niveau de prime de contrôle en ligne avec les pratiques usuelles. La Commission a en particulier relevé que l'absence de garanties en faveur de l'acheteur est un élément favorable important.

La Commission est en outre parvenue à la conclusion que la stabilisation des relations entre la Caisse des dépôts et les Caisses d'épargne qui résulte de l'accord ouvre aux deux parties les meilleures perspectives de valorisation de leurs actifs.

Du fait des cessions qu'elle réalise, la Caisse des dépôts va enregistrer dans ses comptes une plus-value significative dont elle a déclaré que le montant net sera reversé à l'Etat par anticipation dès le présent exercice.

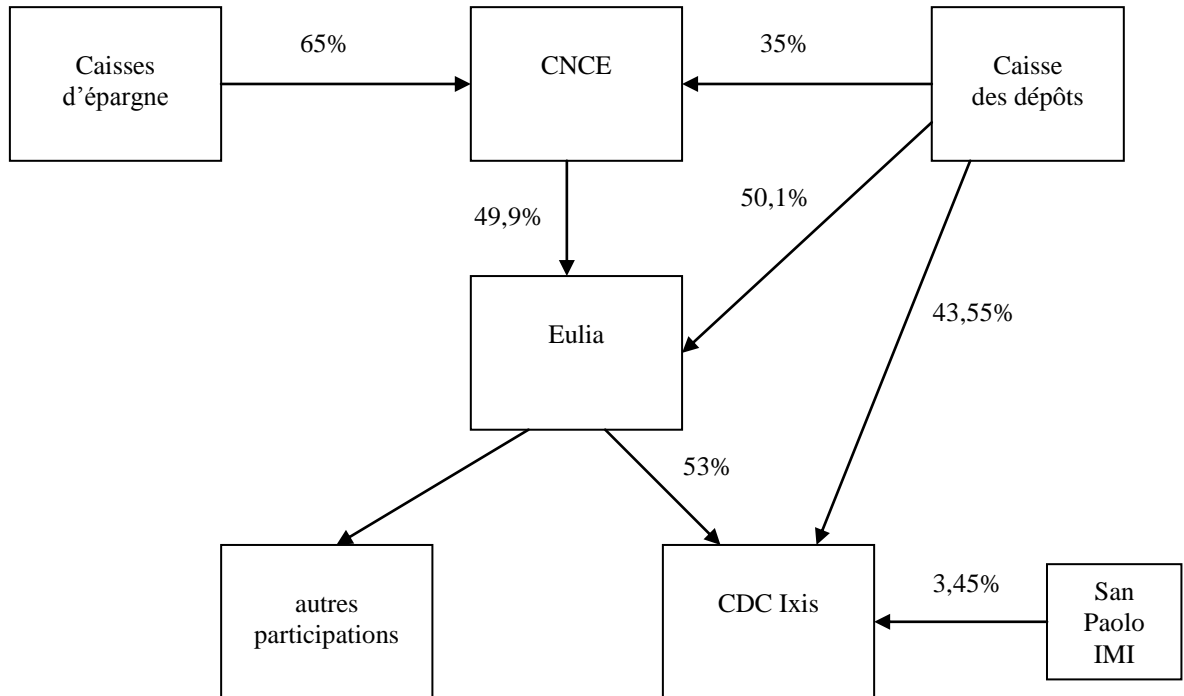
Il convient par ailleurs d'apprécier de façon globale l'opération, en incluant aussi le rachat des portefeuilles de titres de CDC Ixis par la Caisse des dépôts ainsi que la souscription de CCI des Caisses d'épargne par la CNCE, puisqu'elle constitue un ensemble dont les éléments, qui résultent d'un accord unique global, ne sont pas séparables. La Commission a conclu que l'opération dans son ensemble respecte les intérêts patrimoniaux de la Caisse des dépôts.

VIII.- Pour ces motifs, LA COMMISSION EMET UN AVIS FAVORABLE au projet de décret dont le texte est annexé au présent avis et visant à autoriser le transfert au secteur privé de la société Compagnie financière Eulia.

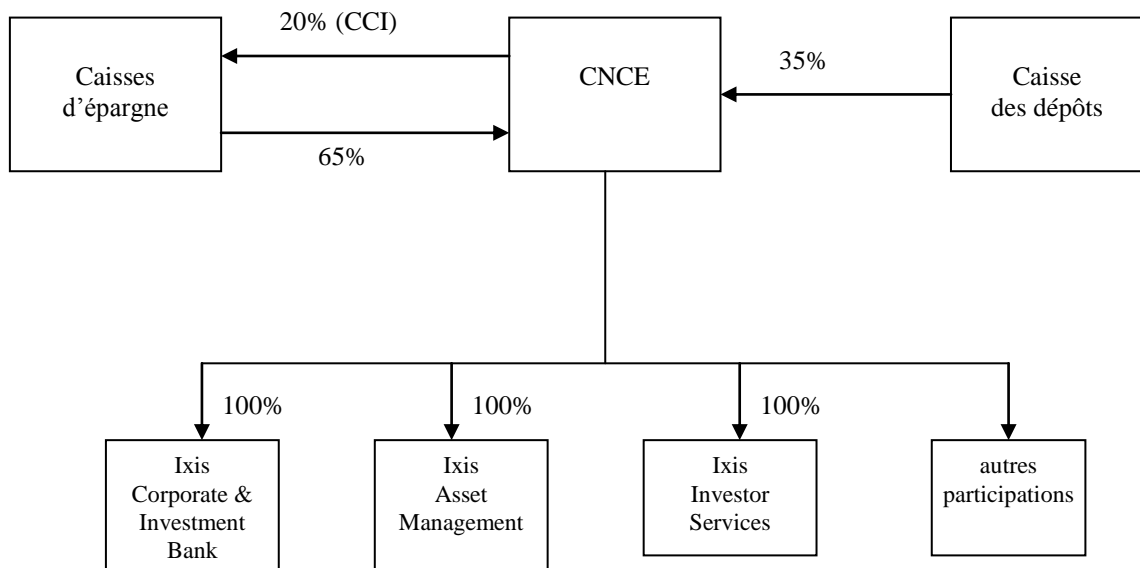
Adopté dans la séance du 17 juin 2004 où siégeaient MM. François LAGRANGE, président, Daniel DEGUEN, Robert DRAPE, Jean-Daniel LE FRANC, Jacques MAIRE, Philippe ROUVILLOIS et Jean SERISE, membres de la Commission.

Le président,

François LAGRANGE

Organigramme avant l'opération :

Organigramme prévu après la réalisation de l'opération et l'absorption de Ixis par la CNCE :
 (nb : les discussions sont en cours avec San Paolo IMI sur sa future participation)



RÉPUBLIQUE FRANÇAISE
MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE, DES FINANCES ET DE L'INDUSTRIE
DECRET

**n° du autorisant le transfert au secteur privé de
la propriété de la société Compagnie financière Eulia**

NOR : ECOT 0426336 D

Le Premier ministre,

Sur le rapport du ministre d'Etat, ministre de l'économie, des finances et de l'industrie,

Vu la loi n° 86-793 du 2 juillet 1986 autorisant le Gouvernement à prendre diverses mesures d'ordre économique et social, modifiée par les lois n° 88-2 du 4 juillet 1988 et n° 96-314 du 12 avril 1996 et l'ordonnance n° 2000-916 du 19 septembre 2000, notamment son article 7 ;

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations, notamment son article 20 ;

Vu la demande d'autorisation de cession de titres Compagnie financière Eulia en date du 3 juin 2004 transmise par le Directeur général de la Caisse des dépôts et consignations au ministre d'Etat, ministre de l'économie, des finances et de l'industrie;

Vu l'avis conforme de la Commission des participations et des transferts recueilli en application des articles 3 et 20 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 précitée¹ ;

Décète :

Art. 1^{er}. – Le transfert au secteur privé de la propriété de la société Compagnie financière Eulia est autorisé.

Art. 2. - Le ministre d'Etat, ministre de l'économie, des finances et de l'industrie est chargé de l'exécution du présent décret, qui sera publié au *Journal officiel* de la République française.

Fait à Paris, le

Par le Premier ministre :

*Le ministre d'Etat, ministre de l'économie, des
finances et de l'industrie,*

Nicolas SARKOZY

¹ Cet avis est publié au présent *Journal officiel* à la rubrique "Avis divers".