

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

**Avis n° 2006 - A. - 6 du 6 juillet 2006**

**relatif à la cession par la CDC de sa participation dans la CNCE**

La Commission,

Vu la lettre en date du 21 juin 2006 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 de la participation de 35 % dans la CNCE cédée par la Caisse des Dépôts et Consignations ainsi que sur les conditions et les modalités de l'ensemble de la transaction ;

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 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 les avis de la Commission des participations et des transferts n° 2001-A.-3 du 4 décembre 2001 relatif à l'alliance entre la CDC et le groupe des Caisses d'épargne et 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 de sa filiale CDC Ixis ;

Vu les communiqués de presse de la CDC des 25 mai 2006, 31 mai 2006 (avis de la Commission de Surveillance) et 6 juin 2006, les communiqués de presse du Groupe Caisse d'Epargne des 25 mai 2006, 1<sup>er</sup> juin 2006 et 6 juin 2006 et le communiqué conjoint du 6 juin 2006 du Groupe Banque populaire et du Groupe Caisse d'Epargne ;

Vu le dossier transmis le 23 juin 2006 à la Commission par la direction du Trésor et comprenant : 1/ le protocole d'accord entre la CDC et la CNCE en date du 6 juin 2006, 2/ la lettre d'intention du même jour entre les mêmes signataires, 3/ l'engagement des parties à mettre en œuvre de bonne foi cette lettre d'intention, 4/ l'accord entre membres du pacte d'actionnaires de CNP Assurances du 6 juin 2006, 5/ la déclaration de gages de comptes d'instruments financiers établie par la CNCE, 6/ le memorandum entre la CNCE, la Banque Postale et CNP Assurances en date du 6 juin 2006, 7/ le rapport d'évaluation de la CNCE réalisé par BNP Paribas, banque conseil de la CDC ;

Vu la note sur les « Projets Champion et New Deal » transmise par la CNCE à la Commission le 26 juin 2006 ;

Vu la note de présentation des accords conclus entre le Groupe Caisse d'Epargne et la Caisse des Dépôts établie par la CDC et BNP Paribas, transmise à la Commission le 28 juin 2006 ;

Vu la note de la direction du Trésor du 5 juillet 2006 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 27 juin 2006 :

- le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie représenté par Mme Marie-Anne BARBAT-LAYANI, sous-directrice à la Direction générale du Trésor et de la Politique économique, MM. Sébastien BOITREAUD, Benoît CLAVERANNE et François LEFEBVRE;

- le 29 juin 2006 successivement :

1/ la Caisse des Dépôts et Consignations représentée par MM. Dominique MARCEL, directeur des finances et de la stratégie, Olivier RITZ, Jean BENSAID et Mme Emmanuel ROUX, assistée de sa banque conseil BNP Paribas représenté par MM. Thierry VARENE, responsable mondial Corporate Finance, et Eric MARCHANDISE ;

2/ la Caisse Nationale des Caisses d'Epargne représentée par MM. Charles MILHAUD, président du directoire, et Pierre SERVANT, assistée de ses banques conseils Merrill Lynch représenté par M. Hubert BASTIDE, directeur, et Lazard représenté par M. Nicolas HUBERT, directeur ;

3/ la Banque Fédérale des Banques Populaires représentée par M. Bruno METTLING, directeur général, assistée de sa banque conseil, Rothschild, représenté par M. François PEROL, associé-gérant ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 21 juin 2006, le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission en vue de recueillir son avis sur la valorisation de la participation de 35 % dans la Caisse Nationale des Caisses d'Epargne (ci-après désignée « CNCE ») cédée par la Caisse des Dépôts et Consignations (ci-après désignée « CDC »), ainsi que sur les conditions et les modalités de l'ensemble de la transaction.

La Commission est ainsi conduite à examiner la troisième étape depuis 2001 de l'évolution des relations entre la CDC et le Groupe Caisse d'Epargne :

- le 4 décembre 2001, à la demande du Ministre, elle avait émis un avis sur l'alliance des deux groupes qui s'était traduite notamment par la création de la société commune Eulia détentrice du contrôle de CDC Ixis ;
- le 17 juin 2004, en application de la loi, elle avait rendu un avis conforme sur le transfert d'Eulia et de l'intégralité du capital de CDC-Ixis à la CNCE.

Durant tout ce processus, la CDC a maintenu sa participation de 35 % dans le capital de la CNCE.

Le Ministre a souhaité recueillir l'avis de la Commission sur la sortie de la CDC du capital de la CNCE, même si dans le cas d'espèce cette consultation n'est pas obligatoire.

Pour répondre à cette demande, la Commission se réfère aux textes légaux et réglementaires qui régissent les transferts des participations publiques au secteur privé.

II.- Le Groupe Caisse d'Epargne a connu une très importante évolution au cours des dernières années, en particulier depuis que la loi du 25 juin 1999 susvisée l'a doté d'une structure juridique mutualiste et lui a permis de devenir une banque universelle.

La croissance du groupe s'est notamment traduite par des acquisitions : le Crédit Foncier de France en 1999, la Banque San Paolo (France) en 2003 et CDC Ixis en 2004.

Le Groupe Caisse d'Epargne se situe au quatrième rang des banques françaises tant en termes de capitaux propres (19,4 milliards d'euros) que de produit net bancaire en 2005 (10,3 milliards) et de résultat net (2,1 milliards). Durant l'exercice 2005, le produit net bancaire a progressé de 6 %, le résultat brut d'exploitation de 8 % et le résultat net part du groupe de 25 %.

Avec 26 millions de clients (dont 8 sont titulaires d'un compte de dépôt), 3,1 millions de sociétaires et 4 500 agences, le Groupe détient une position privilégiée dans la banque de détail en France. Il gère un encours de crédit de 207 milliards d'euros et un volume d'épargne de 338 milliards. Le Groupe a également noué en 2005 un partenariat avec MACIF et MAIF qui regroupent 7 millions de sociétaires.

A travers Ixis CIB, Ixis AM et CACEIS, le Groupe a une activité importante de banque de marché et d'investissement, de gestion d'actifs (433 milliards gérés) et de conservation institutionnelle en partenariat avec le Crédit agricole (1 547 milliards conservés).

La CNCE est l'organe central du Groupe. Elle détient les filiales communes, en particulier Ixis CIB, Ixis AM, CACEIS, Ecureuil Vie et le Crédit foncier de France, ainsi que 20 % des caisses d'épargne via des certificats coopératifs d'investissement (« CCI »). Durant l'exercice 2005, le produit net bancaire de la CNCE s'est élevé à 4,6 milliards d'euros (+ 16 %), son résultat brut d'exploitation à 1,04 milliard (+25 %) et son résultat net part du groupe à 1,1 milliard (+ 20 %).

III.- En mars 2006, les groupes Caisse d'Epargne et Banque Populaire, tous deux mutualistes, ont annoncé leur intention de mettre en commun leurs activités de banque de financement, d'investissement et de services. Ils justifient ce rapprochement par la complémentarité des métiers, des compétences et des clientèles. Les deux groupes maintiennent l'indépendance de leurs réseaux de banque de détail.

Le Groupe Banque Populaire se situe parmi les sept premiers groupes bancaires français avec des capitaux propres de 13,7 milliards d'euros, un produit net bancaire en 2005 de 8,2 milliards et un résultat net part du groupe de 1,5 milliard. A fin 2005, ses encours d'épargne s'élèvent à 216 milliards d'euros et ses encours de crédits à 138 milliards. Le groupe rassemble 3 millions de sociétaires et 6 millions de clients.

Les groupes Caisse d'Epargne et Banque Populaire ont décidé de créer leur entité commune à partir de Natexis, filiale à 81 % des banques populaires (via la Banque Fédérale des Banques Populaires), société déjà cotée à la Bourse de Paris et qui sera renommée NatIxis. Cela permettra au Groupe Caisse d'Epargne de disposer, comme il le souhaitait, d'un véhicule coté, notamment en vue des opportunités de consolidation de l'industrie bancaire européenne dans les prochaines années.

La constitution de NatIxis doit se faire suivant un schéma juridique complexe, visant à répondre à différentes contraintes, en particulier l'égalité des apports entre les partenaires, et qui a été présenté en détail à la Commission. Les principaux éléments en sont les suivants :

- évaluation à 9,5 milliards d'euros de Natexis (dont les banques populaires détiennent 81 %) avant l'opération ;
- cession pour 3 milliards d'euros par la CNCE aux banques populaires de CCI des caisses d'épargne ensuite apportés à NatIxis ;
- apport par la CNCE à NatIxis du solde des CCI des caisses d'épargne et de ses participations dans des filiales (en particulier Ixis CIB, Ixis AM, CACEIS), à l'exception notamment du Crédit Foncier de France, l'ensemble de ces apports étant évalués à 10,7 milliards d'euros ;
- émission par les banques populaires de CCI, à hauteur de 20 % de leur capital, réservée à NatIxis ;
- placement en bourse d'ici juin 2007 par la CNCE et par la Banque Fédérale des Banques Populaires d'actions de NatIxis en vue d'augmenter le flottant et avec l'objectif d'une détention par chacun d'eux de 34 % du capital.

Les parties seront liées par un pacte d'actionnaires d'une durée initiale de 15 ans. Le conseil de surveillance de NatIxis représentera les actionnaires à parité, avec une présidence alternée, et le directoire sera choisi sur le critère des compétences.

IV.- Le Groupe Caisse d'Epargne, né sous la Restauration, a entretenu depuis son origine une relation continue avec la CDC. A la suite des accords de 2001 et 2004, la CDC est devenue un actionnaire stratégique de la CNCE dont elle détient 35 % du capital aux côtés des caisses d'épargne. Du fait de la détention par la CNCE de 20 % du capital des caisses d'épargne via des CCI, la CDC participe au résultat de la banque de détail du Groupe Caisse d'Epargne.

A la suite de l'annonce en mars 2006 du projet de rapprochement entre les caisses d'épargne et les banques populaires, la CDC a été conduite à déterminer sa position par rapport aux trois possibilités dont elle disposait :

- exercer son veto sur cette opération stratégique, qui ne lui avait pas été préalablement soumise, comme lui en donnaient le droit les accords de 2004 ;
- demeurer dans le capital de la CNCE ou accepter d'entrer dans celui de NatIxis comme il lui était proposé ;
- négocier sa sortie de la CNCE.

La CDC a jugé que, sous réserve d'obtenir des conditions de sortie de la CNCE favorables, son intérêt était de choisir cette troisième voie. La CDC n'entendait pas rester actionnaire minoritaire de la CNCE qui deviendrait dans le nouveau schéma une simple structure intermédiaire non cotée. Elle n'avait pas non plus convenance à participer au capital de NatIxis à titre de simple investissement. Elle s'est donc résolue à céder sa participation.

La CDC avait pour principaux objectifs, d'une part, de céder ses 35 % de la CNCE dans de bonnes conditions financières et, d'autre part, d'obtenir des contreparties industrielles qui confortent ses orientations stratégiques et qui pérennisent le modèle économique de la CNP.

V.- La CDC et la CNCE ont conclu le 31 mai 2006 un accord cadre définissant les conditions de sortie de la CDC. Le 31 mai, la Commission de surveillance de la CDC a exprimé une première appréciation favorable de cet accord. Un protocole d'accord et une lettre d'intention ont été signés le 6 juin 2006.

Ces accords comprennent deux volets essentiels.

Le premier concerne la cession des 35 % de la CNCE par la CDC. Le prix de cession convenu est de 6,8 milliards d'euros auquel s'ajoutera un dividende au titre de 2006 d'au moins 0,2 milliard. La cession se fera en numéraire selon deux schémas possibles :

- si l'opération NatIxis est réalisée comme prévu avant le 30 juin 2007, la CNCE rachètera les actions détenues par la CDC et procédera à une réduction de son capital (du 1<sup>er</sup> janvier au 30 juin 2007, la CNCE pourra se substituer les caisses d'épargne ou un tiers) ;

- si NatIxis n'est pas réalisé avant le 30 juin 2007, les caisses d'épargne achèteront la participation de la CDC dans la CNCE en deux étapes, chacune de 17,5 % du capital au prix de 3,4 milliards d'euros, au 30 septembre 2007 et au 30 septembre 2008, ces sommes portant intérêt à compter du 1<sup>er</sup> avril 2007.

Dans le cas où NatIxis est réalisé comme prévu, la CNCE a indiqué à la Commission que son rachat de la participation de la CDC conduirait les caisses d'épargne à lui apporter environ 1 milliard d'euros en trésorerie, compte tenu de la cession contre numéraire par la CNCE de 3 milliards de CCI et des cessions de participations au groupe CDC ci-après décrites pour environ 2 milliards.

En garantie du paiement des sommes qui lui sont dues, la CDC a obtenu un nantissement à son profit de la totalité du capital du Crédit Foncier de France et des 50 % d'Ecureuil Vie détenus par la CNCE. De plus, en cas de défaut de paiement, la CDC recouvrerait l'intégralité de ses droits de gouvernance, auxquels elle a renoncé dans le cadre de l'accord.

Le second volet concerne les contreparties industrielles. Elles visent à clarifier les relations entre la CDC et la CNCE et à conforter la CDC dans ses axes stratégiques prioritaires. Ces contreparties comprennent trois éléments :

- le renforcement de la CNP et du rôle d'actionnaire de référence qu'y exerce la CDC :
  - . les accords exclusifs de distribution d'assurance de personnes, jusqu'à 9 % du marché, conclus par la CNP avec le Groupe Caisse d'Epargne, sont renouvelés jusqu'en 2015 (ainsi qu'avec la Poste), avec une clause de révision de leurs conditions en 2012 ;
  - . le pacte d'actionnaires est également prorogé jusqu'en 2015 ;
  - . il est envisagé qu'un accord de distribution d'assurances soit conclu entre la CNP et le Groupe Banque Populaire ;
  - . si NatIxis est réalisé, la CNCE cédera à la CNP la participation de 50 % qu'elle détient dans Ecureuil Vie ;
  - . les commissions de distribution reçues par les caisses d'épargne de la CNP sont revalorisées ;
  - . la CDC détiendra une participation dans la CNP de 40 % ;
- le renforcement, si NatIxis est réalisé, de l'activité immobilière de la CDC par l'acquisition de participations détenues par la CNCE dans les services (Gestrim-Lamy sera apporté à Icade dans lequel la CNCE prendra une participation) et dans le logement social et intermédiaire (RIVP, SAGI et Efidis seront cédés à la SNI) ;
- la reprise par la CDC, si NatIxis est réalisé, des activités de private equity et d'investissements dans les infrastructures.

Les accords comprennent par ailleurs un volet social, sur le droit de retour de fonctionnaires et salariés de la CDC, et l'engagement de la CNCE de continuer de recourir jusqu'au terme convenu (2010) aux prestations informatiques du GIE ICDC commun à la CDC, la CNP et la CNCE.

La sortie de la CDC du capital de la CNCE conduira la CDC à mettre fin à ses engagements de soutien à la CNCE pris vis-à-vis des autorités bancaires et celles-ci en ont été informées. L'octroi de la garantie de la CDC sur un ensemble déterminé d'opérations de CDC Ixis continuera jusqu'à son terme (début 2007) mais la CDC bénéficiera d'une contregarantie de la CNCE jusqu'à l'extinction des opérations garanties jusqu'à cette date.

VI.- Conformément à la demande du Ministre, la Commission a examiné d'une part la valorisation de la participation de la CDC dans la CNCE et d'autre part la valorisation des actifs susceptibles d'être cédés au groupe CDC par la CNCE.

a.- S'agissant de la valeur de la CNCE, la Commission a disposé du rapport établi par BNP Paribas, banque conseil de la CDC. La CNCE lui a également transmis les conclusions des évaluations conduites avec ses banques conseils, Merrill Lynch et Lazard.

La banque conseil de la CDC a procédé à l'évaluation de la CNCE selon les deux méthodes qui étaient prévues dans le cadre de l'accord de 2004 pour la détermination du prix d'exercice de la promesse d'achat de sa participation accordée à la CDC par la CNCE ainsi qu'en recourant à une méthode complémentaire :

- la somme des parties a consisté à évaluer séparément et de façon multicritères (selon les méthodes usuelles : actualisation des flux -DCF-, multiples boursiers, régression sur le rendement du capital -ROE-, capitalisation boursière le cas échéant) :
  - . les différentes activités de la CNCE, c'est-à-dire essentiellement ses participations dont les plus importantes sont : Ixis CIB, Ixis AM, CFF, CNP, Ecureuil Vie, CIFG, CACEIS,
  - . et les 20 % du capital des caisses d'épargne détenus via les CCI.
 La question de la boucle d'autocontrôle résultant de la détention par les caisses d'épargne de 65 % de la CNCE elle-même détentrice de ces CCI a été traitée ;
- les comparaisons boursières globales ont été conduites sur la base du PER de CASA (conformément à l'accord de 2004) et du PER de Natexis ;
- une comparaison complémentaire a été effectuée sur la base des PER des grandes banques françaises cotées (BNP Paribas, Société générale, CASA, Dexia, Natexis) et selon la méthode de régression sur le ROE 2006.

La banque conseil a écarté la méthode des transactions comparables, qui conduisait à une évaluation supérieure, car les transactions auxquelles on peut se référer ne concernent que des cessions de contrôle et des opérations génératrices de synergie pour l'acquéreur, ce qui n'est pas le cas en l'espèce.

Après pondération des méthodes retenues, qui donnent des résultats convergents, la banque conseil aboutit à une évaluation de la participation de la CDC dans la CNCE comprise entre 5,9 et 6,1 milliards d'euros, selon qu'est appliquée (conformément à l'accord de 2004) ou non une décote d'illiquidité de 20 % à la valeur des CCI.

Le prix de cession convenu de 6,8 milliards (hors dividendes) comporte donc une prime stratégique de 11,5 à 15 % par rapport à cette évaluation.

Les travaux conduits par la CNCE et ses banques conseils, selon les mêmes méthodes d'évaluation, concluent à une fourchette de valeur de 5,5 à 6,1 milliards, ce qui fait apparaître une prime de 11,5 à 23,6 %.

b.- S'agissant des cessions par la CNCE au groupe CDC, les prix mentionnés aux accords ne sont encore qu'indicatifs. La commission n'a disposé pour son appréciation que des éléments suivants, transmis par la CDC et BNP Paribas :

- Ecureuil Vie est évalué dans le cadre de l'évaluation de la CNCE (voir point a ci-dessus). La valorisation est réalisée selon trois méthodes :
  - . l'application du PER 2006 de la CNP retenue comme comparable boursier,
  - . l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) à partir d'un plan d'affaires jusqu'en 2010 élaboré par la société et l'application d'un taux de croissance à l'infini de 2 % à l'année terminale,
  - . la méthode de la valeur du portefeuille (« embedded value ») usuelle pour les compagnies d'assurances.
 Ces trois méthodes donnent des résultats très convergents.
- valorisation des participations dans l'immobilier :
  - . RIVP (27,64 %) et SAGI (60 %) ont été évalués en distinguant le domaine propre (évalué par expertises immobilières indépendantes) et le domaine conventionnel (estimé par actualisation des flux de trésorerie sur toute la durée de la convention) ;
  - . Efidis (58,8 %) a été évalué en fonction des règles spécifiques qui s'appliquent à cette société ;
  - . Gestrim Lamy (67,5 %) a été estimé sur la base des évaluations retenues en novembre 2005 pour le rapprochement des deux sociétés majorés d'une prime ;
- la participation dans CDC Entreprises Capital Investissement (35%) a été évaluée en ajoutant aux fonds propres comptables 85 % de la valeur des plus-values latentes.

VII.- La Commission observe que la CDC, pour qui sa participation dans la CNCE était un élément tout à la fois de stratégie, d'actif et de résultat récurrent, a été contrainte dans un bref délai de reconsidérer, dans toutes ses conséquences, la situation résultant du rapprochement entre les groupes Caisse d'Epargne et Banque Populaire.

La CDC, en décidant de sortir du capital de la CNCE et de ne pas participer à celui de NatIxis, a poursuivi un double objectif patrimonial et stratégique, pour elle-même et pour la CNP dont elle est le principal actionnaire.

Les accords conclus paraissent atteindre les objectifs recherchés de façon satisfaisante.

Sur le plan patrimonial, le prix de cession des 35 % détenus par la CDC dans le capital de la CNCE comporte une prime stratégique de l'ordre de 15 % qui correspond bien à une cession n'entraînant ni transfert du contrôle, ni création de synergies pour l'acquéreur. Il y a tout lieu de penser que le projet, initialement envisagé par l'accord de 2004, d'une introduction en bourse de la CNCE à l'occasion de laquelle la CDC aurait cédé ses titres n'aurait pas permis à cette dernière de bénéficier d'un prix aussi élevé. Ceci est confirmé par les travaux préalables d'évaluation conduits en février 2006 conjointement par la CNCE et la CDC et dont les conclusions ont été présentées à la Commission.



La CDC souhaitait que sa sortie de la CNCE ne remette pas en cause mais, au contraire, conforte le modèle économique de la CNP. Les dispositions de la lettre d'intention du 6 juin vont dans ce sens en confirmant, jusqu'en 2015, le pacte entre les trois grands actionnaires de la CNP (la CDC, la CNCE et la Poste) et les contrats de distribution exclusive des produits CNP par les réseaux des caisses d'épargne et de la Poste. Le rachat par la CNP, le cas échéant, des 50 % d'Ecureuil Vie détenus par la CNCE simplifiera la structure du dispositif et sera accompagné d'une révision des commissions de distribution. La valeur indicative retenue pour Ecureuil Vie est réalisée selon les méthodes usuelles en matière de compagnies d'assurances et est identique à celle retenue dans l'évaluation de la CNCE.

Les autres participations que rachètera, le cas échéant, la CDC à la CNCE concernent des domaines identifiés comme stratégiques par la CDC, en particulier l'immobilier et le financement d'infrastructures.

La Commission observe que les valeurs des participations à céder par la CNCE au groupe CDC mentionnées dans la lettre d'intention ne sont qu'indicatives. Elle recommande que la détermination des prix définitifs fasse l'objet de vigilance et, notamment pour les participations immobilières, donne lieu aux travaux complémentaires appropriés d'estimation et à la prise des garanties qui pourraient s'avérer nécessaires.

VIII.- Sous cette réserve, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission estime que la valorisation de la participation de 35 % dans la CNCE dont la cession est envisagée ainsi que les conditions et les modalités de l'ensemble de la transaction ne sont pas défavorables aux intérêts patrimoniaux de la Caisse des Dépôts et Consignations.

Adopté dans la séance du 6 juillet 2006 où siégeaient MM. François LAGRANGE, président, Daniel DEGUEN, Robert DRAPE, Jean-Daniel LEFRANC, Philippe ROUVILLOIS et Jean SERISE, membres de la Commission.

Le président,

François LAGRANGE