

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

**Avis n° 2021 - A.C. – 04 du 4 octobre 2021**

**relatif au transfert au secteur privé par la SNCF  
de la société ERMEWA Holding SAS**

La Commission,

Vu la lettre en date du 23 septembre 2021 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société ERMEWA Holding SAS et ses filiales (ERMEWA) par la société Transport et Logistique Partenaires, filiale intégrale de SNCF Participations, elle-même détenue à 100% par la société nationale SNCF ;

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique et le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de ladite ordonnance ;

Vu le contrat de cession en date du 29 juillet 2021 (Share purchase agreement - SPA) entre Transport et Logistique Partenaires (« le vendeur ») et Ernest BidCo (« l'acquéreur »), transmis à la Commission le 6 septembre 2021 ;

Vu le rapport de valorisation établi par Lazard Frères SAS (Lazard), conseil du vendeur, daté d'avril 2021 ;

Vu le projet d'arrêté transmis à la Commission par l'Agence des participations de l'Etat le 30 septembre 2021 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 27 novembre 2020 :

1- Le ministre chargé de l'économie, représenté par Mme Isabelle BUI, directrice de participations transports à l'Agence des participations de l'Etat (APE), MM. Emmanuel BOSSIERE, adjoint à la directrice Participations transports, Frédéric DUGUE, pôle juridique et Mme Auréliane LABOURDETTE, chargée de participations ;

2- la SNCF, représentée par MM. Arnaud BELVEAU-JEAN, directeur stratégie et finances et Jean-Baptiste LORENTZ, M&A project manager ;

3- Lazard Frères SAS (Lazard), conseil de la SNCF, représenté par MM. Jean-Louis GIRODOLLE et Charles DUHAMEL.

Après avoir entendu le 12 février 2021 :

1- Le ministre chargé de l'économie, représenté par Emmanuel BOSSIERE, adjoint à la directrice Participations transports, Frédéric DUGUE, pôle juridique et Auréliane LABOURDETTE, chargée de participations ;

2- la SNCF, représentée par MM. Arnaud BELVEAU-JEAN, directeur stratégie et finances et Jean-Baptiste LORENTZ, M&A project manager ;

3- Lazard Frères SAS (Lazard), conseil de la SNCF, représenté par MM. Jean-Louis GIRODOLLE, Charles DUHAMEL et Thomas GUILLAUME.

Après avoir entendu, le 12 mai 2021 :

1- Le ministre chargé de l'économie, représenté par MM. Emmanuel BOSSIERE, adjoint à la directrice Participations transports, Frédéric DUGUE, pôle juridique et Mme Auréliane LABOURDETTE, chargée de participations ;

2- la SNCF, représentée par MM. Arnaud BELVEAU-JEAN, directeur stratégie et finances et Jean-Baptiste LORENTZ, M&A project manager ;

3- Lazard Frères SAS (Lazard), conseil de la SNCF, représenté par MM. Jean-Louis GIRODOLLE et Charles DUHAMEL.

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 23 septembre 2021, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société ERMEWA Holding SAS et ses filiales par la SNCF.

ERMEWA Holding SAS est une filiale intégrale de la SNCF. Le groupe ERMEWA fait partie des plus importants acteurs au niveau mondial dans le domaine de la location de wagons de fret et de conteneurs-citernes.

Sur une base consolidée au 31 décembre 2020, le groupe ERMEWA a réalisé un chiffre d'affaires de 489,1 M€. La cession projetée entre donc dans le champ d'application de l'article 22 IV de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 susvisée et doit faire l'objet d'une autorisation préalable par arrêté du ministre chargé de l'économie sur avis conforme de la Commission.

La cession étant réalisée en dehors des procédures des marchés financiers, le ministre a saisi la Commission sur le fondement du II de l'article 26 de l'ordonnance. Conformément aux I et II de l'article 27 de l'ordonnance, la Commission :

- détermine la valeur de la société ;
- émet un avis sur les modalités de la procédure, qui doit respecter les intérêts du secteur public ;
- émet un avis sur le choix du ou des acquéreurs et les conditions de la cession.

La cession d'ERMEWA est, par ailleurs, soumise à plusieurs procédures préalables (examen par la Commission européenne et autorisation des autorités chargées de la concurrence et du contrôle des investissements étrangers).

II.- ERMEWA a été créé en 1956 et était spécialisé, à l'origine, dans le transport de vin en conteneurs-citernes. La SNCF est entrée au capital d'ERMEWA en 1992 et en a pris le contrôle en 2010.

Le groupe ERMEWA s'est développé par croissance organique et par acquisitions successives pour devenir l'un des leaders mondiaux de la location de wagons et de conteneurs-citernes. Il dispose aujourd'hui d'une flotte de l'ordre de 100.000 matériels et emploie près de 1 200 employés.

Présent dans 80 pays, le groupe est un spécialiste de la conception, de l'optimisation et de la gestion d'actifs stratégiques pour la chaîne d'approvisionnement mondiale.

Le groupe est le premier opérateur de **location de wagons** en France et le second en Europe. Avec un chiffre d'affaires consolidé de 345 M€ en 2020 et un EBITDA de 163 M€, la location de wagons mobilise l'essentiel du personnel du groupe (1050 salariés). La flotte de wagons (40 800 unités dont l'âge moyen est très supérieur à celui des flottes européennes comparables), est diversifiée en termes de types de wagons, de clients et de répartition géographique en Europe (dont 50% en France). Le groupe dispose également d'**ateliers de maintenance** situés sur des emplacements stratégiques en France et en Allemagne.

Le groupe est leader mondial de la **location de conteneurs-citernes** : il opère en Europe (37% du CA), aux Amériques (33% du CA), en Asie (27% du CA), au Moyen Orient et en Afrique (3% du CA). 20% de la flotte est située dans des pays émergents.

Avec un chiffre d'affaires consolidé de 144 M€ en 2020 et un EBITDA de 108 M€, la location de conteneurs-citernes mobilise 115 employés. La flotte (57 400 unités), gérée et détenue en propre et dont l'âge moyen est de 8 ans, vise une clientèle diversifiée d'industriels et d'opérateurs (pétrole, produits chimiques, agroalimentaire, transports...).

III.- La SNCF est aujourd'hui le seul opérateur ferroviaire majeur détenant un loueur de wagons.

Le projet de cession d'Ermewa s'inscrit dans la stratégie du groupe SNCF qui est « *de devenir un leader mondial de la mobilité durable des voyageurs et des marchandises, avec un cœur de métier ferroviaire et deux actifs stratégiques, Keolis et Geodis.* »

Du point de vue de la SNCF, la détention d'ERMEWA ne constitue plus désormais un avantage compétitif. En effet, ERMEWA, qui reste le plus important fournisseur de wagons de la SNCF, entretient avec cette dernière des relations aux conditions normales de marché. Et sur le plan financier, la contribution d'ERMEWA au groupe SNCF est très limitée.

Cette opération permettrait en outre d'accélérer le désendettement du groupe SNCF et de poursuivre l'objectif de maintien de sa trajectoire financière dont le chiffre d'affaires et

les résultats ont été fortement affectés par la forte baisse du trafic ferroviaire consécutive à la pandémie de COVID 19.

La SNCF a donc décidé en 2020 d'engager le processus de cession d'ERMEWA, qui est un groupe opérationnellement autonome, en cherchant à l'adosser à des partenaires de long terme, à même d'assurer la pérennité de l'activité de cette société qui demeurera un partenaire commercial de la SNCF.

IV.- Le processus de cession a été lancé fin 2020. La SNCF a retenu une procédure d'enchères en deux phases, ouverte à des fonds d'investissement et des industriels.

La phase 1 destinée à sélectionner les candidats s'est déroulée de décembre 2020 à janvier 2021. La phase 2 qui visait à sélectionner l'acquéreur le mieux-disant s'est déroulée de février à avril 2021.

Dix offres indicatives ont été reçues en fin de phase 1. Sept ont été mises en concurrence pour la phase 2. Le choix s'est fait uniquement sur le prix avec des offres portant sur 100% du capital.

Le 23 avril 2021 la SNCF a annoncé que son conseil d'administration avait validé l'entrée en négociations exclusives avec l'offre la mieux-disante émanant d'un consortium constitué à parts égales de la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) et d'un fonds géré par DWS pour la cession éventuelle d'Ermewa Holding SAS et de ses filiales (Ermewa).

V.- L'acquéreur est un consortium formé à parité par CDPQ et DWS infrastructure. L'acquisition sera réalisée via un véhicule d'acquisition basé en France.

Créé en 1965, CDPQ est un investisseur institutionnel basé au Canada qui gère des fonds provenant de régimes de retraite et d'assurance publics en investissant dans les principaux marchés financiers, les capitaux privés, les infrastructures et l'immobilier.

Au 31 décembre 2020, CDPQ comptait 240 Mds € d'actifs sous gestion dont environ :

- 121 Mds € en actions ;
- 73 Mds € en titres à revenu fixe ;
- 45 Mds € en actifs réels dont 21 Mds € dans des actifs d'infrastructure.

Les investissements de CDPQ sont répartis entre les Etats-Unis (35%), le Canada (32%), l'Europe (14%), l'Asie-Pacifique (12%), l'Amérique Latine (4%) et les autres régions (3%).

La stratégie d'investissement de CDPQ repose principalement sur le «*buy and hold*» assortie d'une vision à long terme des entreprises acquises et sans horizon de sortie prédéfini. En outre, le développement du fret ferroviaire et la décarbonation du transport de marchandises, sont particulièrement en ligne avec les objectifs de réduction de l'intensité carbone du portefeuille de CDPQ.

DWS Infrastructure est un fonds d'infrastructure faisant partie du groupe DWS, un gestionnaire d'actifs créé en 1956 et basé en Allemagne. DWS, «*Die Wertpapier Spezialisten*», comprend depuis 2015 les activités de la division Asset Management de

Deutsche Bank. Depuis un *spin off* intervenu en 2018, elle est constituée sous forme de société cotée dont Deutsche Bank reste l'actionnaire majoritaire à près de 80%.

DWS Infrastructure a réalisé, au cours des 25 dernières années, plus d'une centaine d'investissements dans le secteur des transports (rail, air, mer et route), y compris dans le matériel roulant et les activités de location.

Fin 2020, le Groupe DWS comptait 793 Mds € d'actifs sous gestion dont environ :

- 222 Mds € en titres à revenu fixe ;
- 182 Mds € en gestion passive ;
- 95 Mds € en actions ;
- 95 Mds € en actifs alternatifs dont 19 Mds € dédiés à DWS Infrastructure ;
- 199 Mds € en autres types d'actifs (cash, immobilier, infrastructures...).

Les investissements de DWS se répartissent entre l'Allemagne (44%), l'Europe (hors Allemagne) et le Moyen-Orient (26%), les Amériques (25%) et l'Asie-Pacifique (5%).

La stratégie d'investissement de DWS Infrastructure repose sur une gestion active avec un horizon d'investissement long terme (généralement 12 à 15 ans) qui permet d'adopter une vision stratégique et durable de la croissance en vue de créer de la valeur.

Eu égard au rôle clé du fret ferroviaire, et en particulier d'Ermewa, dans le contexte de la Loi Energie Climat, pour atteindre les objectifs en matière de réduction des émissions de CO2 que se sont assignées la France et l'ensemble de l'Union européenne, l'ambition du consortium est de réaliser le programme d'investissement prévu par le business plan avec un accent continu sur l'innovation. Le consortium soutient également un programme RSE (responsabilité sociale et environnementale) ambitieux, qui contribue favorablement à la performance des entreprises sur le long terme.

VI.- Le contrat de cession a été conclu entre les parties le 29 juillet 2021.

Le prix d'acquisition de l'intégralité des actions composant le capital d'ERMEWA Holding, détenues par Transport et Logistique Partenaires, filiale de la SNCF et cédées à la société Ernest Bidco, détenue à parité par CDPQ et DWS infrastructure, est de 2,08 Mds €, majoré d'un montant d'intérêts, calculés prorata temporis entre le 1<sup>er</sup> janvier 2021 et le 15 octobre 2021.

La réalisation de l'opération est subordonnée aux conditions suspensives suivantes :

- l'approbation de l'opération par les autorités de la concurrence de l'Union Européenne, de la République populaire de Chine et du Brésil ;
- l'approbation de l'opération par l'autorité chargée d'autoriser les investissements étrangers en Allemagne, en Autriche, en France et en Italie ;
- l'autorisation de transfert d'ERMEWA holding au secteur privé par le ministre chargé de l'économie.

VII.- La Commission a disposé du rapport de valorisation établi par Lazard, conseil du vendeur.

La valeur d'entreprise du groupe ERMEWA a été déterminée à partir de méthodes d'évaluation couramment pratiquées à l'occasion de cessions d'entreprises, à savoir :

- l'actualisation des dividendes versés (DDM) ;
- l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) ;
- la méthode analogique à partir des multiples implicites des transactions réalisées dans le secteur.

Lazard n'a pas retenu la méthode analogique à partir des multiples de valorisation des sociétés comparables car l'échantillon de sociétés comparables est très limité et ne fait ressortir, à l'examen, aucun comparable pertinent.

Lazard a également écarté la méthode de l'actif net réévalué, estimée peu adaptée car ne reflétant que les apports en nature et en numéraire des actionnaires sans prendre en compte les perspectives futures de la société.

Pour mettre en œuvre les méthodes d'actualisation des dividendes et des flux de trésorerie disponibles les principaux éléments pris en compte ont été les suivants.

### **Plan d'affaires**

Le plan d'affaires proposé par le management d'ERMEWA a été revu par SNCF et par Lazard et a été validé par le conseil d'administration d'ERMEWA. Il porte sur une durée de 10 ans.

Il se caractérise notamment par un programme d'investissements plus important sur les premières années dont l'objectif est de rajeunir la flotte de wagons sans en augmenter la taille.

A l'horizon du plan d'affaires, en 2030, l'âge moyen de la flotte de wagons devrait être de 18,7 ans contre 31,7 ans fin 2020. Ce rajeunissement est nécessaire pour répondre aux nouvelles attentes des clients et positionner la flotte sur les segments les plus attractifs du marché. Il permettrait aussi d'atteindre un taux d'utilisation plus élevé et une meilleure rentabilité des wagons loués.

Les dépenses d'investissement seraient plus importantes sur les premières années du plan d'affaires pour se stabiliser ensuite à un niveau qui reste toutefois significatif ; elles resteraient supérieures jusqu'en 2027 à l'EBITDA de l'activité wagons, qui progressera, quant à elle, de presque 6% an en moyenne par sur la période.

Pour les conteneurs, le plan d'affaires prévoit le maintien de la position de leader sur le marché des conteneurs spéciaux qui passe par un programme d'investissement et d'action commerciale en particulier sur le segment des opérateurs où ERMEWA est encore peu présent. La flotte devrait ainsi atteindre de l'ordre de 85 000 matériels en 2030 contre 58 300 fin 2020.

Globalement, sur toute la durée du plan d'affaires, les investissements prévus dans les activités wagons et conteneurs s'élèvent à c. 2,8 Mds €.

Les ateliers d'entretien des wagons sont aujourd'hui à pleine capacité, les projections du plan d'affaires sont donc constantes dans ce domaine. Leur EBITDA, d'un faible montant au regard de celui du groupe, devrait donc rester stable, hors effet positif des acquisitions récentes qui se matérialiseront en 2021 et 2022. Le plan d'affaires n'envisage par ailleurs pas la possibilité, qui reste cependant ouverte, de nouvelles acquisitions sur les années suivantes.

Au final l'EBITDA, toutes activités confondues, d'ERMEWA devrait progresser de presque 5% par an en moyenne grâce au rajeunissement de la flotte de wagons, la croissance de la flotte de conteneurs et des gains de productivité compensant l'augmentation des coûts.

### **Valeur terminale**

Le plan d'affaires a une durée de 10 ans, du 31/12/2020 au 31/12/2030. Cet horizon est cohérent avec les cycles d'investissement à long terme d'ERMEWA et permet d'appréhender les effets de la stratégie de renouvellement de la flotte.

La valeur terminale est basée sur la méthode du multiple de sortie appliquée à un EBITDA normatif. Le multiple retenu pour l'activité wagons et celui retenu pour l'activité conteneurs ont été déterminés sur la base de transactions comparables récentes en Europe.

### **Coût moyen pondéré des capitaux propres**

Le coût des capitaux propres (déterminant pour les approches intrinsèques) constitue pour la banque conseil un sujet central. Elle retient une fourchette de 8 à 11 %, indiquant que celle-ci tient compte du fait que l'activité d'Ermewa ne répond pas aux caractéristiques des pures infrastructures en raison de la durée limitée des contrats et des risques. Ermewa peut intéresser des investisseurs financiers du type fonds de pension aux attentes moins élevées que celles des fonds d'infrastructure, ce qui pourrait justifier une fourchette plus basse. La banque situe le coût moyen pondéré du capital correspondant dans une fourchette de 4,5 à 5,5 pour l'approche DCF.

La sensibilité de la valeur des fonds propres et de la valeur d'entreprise aux niveaux retenus de multiple de sortie et de coût des capitaux propres a été mesurée. La valeur retenue est donc une valeur centrale basée sur une fourchette de multiples de sortie et une fourchette de coûts des capitaux propres.

Pour l'évaluation selon la méthode des opérations comparables, l'activité wagons (et ateliers) a été examinée séparément de celle des conteneurs. Il n'a été, par ailleurs, retenu que des opérations européennes dans le secteur des wagons compte tenu des spécificités de ce marché : la moyenne des transactions comparables en termes de multiple d'EBITDA est de l'ordre de 10 pour les wagons et 11 pour les conteneurs.

Au final, les évaluations réalisées par la Banque conseil selon les différentes méthodes décrites supra donnent une valeur d'entreprise d'ERMEWA comprise entre 2,3 et 2,9 Mds € et une valeur des fonds propres comprise entre 1,2 et 1,9 Mds €.

VIII.- Conformément au I de l'article 27 de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée, la Commission est appelée à fixer la valeur de la société cédée. Le troisième alinéa dudit article

précise que les « évaluations sont conduites selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés, en tenant compte des conditions de marché à la date de l'opération et, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence des filiales et des perspectives d'avenir et, le cas échéant, de la valeur boursière des titres et des éléments optionnels qui y sont attachés ».

La Commission a noté les motifs pour lesquels la banque conseil a retenu comme références dans son évaluation, la méthode de l'actualisation des dividendes versés, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie et celle des multiples de transactions comparables. Elle estime que ces méthodes sont en effet adaptées pour apprécier la valeur d'un groupe leader dans ce secteur d'activité.

La Commission estime également que la méthode de l'actif net réévalué n'est pas pertinente eu égard aux spécificités de l'activité d'ERMEWA et à la stratégie d'investissement poursuivie par l'acquéreur. L'absence de données boursières véritablement pertinentes conduit également à exclure la méthode analogique à partir des multiples de valorisation des sociétés comparables.

S'agissant de la méthode de valorisation par l'actualisation des dividendes versés et la méthode par actualisation des flux de trésorerie, qui ont été retenues par le conseil d'ERMEWA, les valeurs des paramètres utilisés pour déterminer la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres sont des points essentiels auxquels la Commission a prêté une attention particulière.

A cet égard, le taux d'actualisation retenu est un coût moyen pondéré du capital dont la composante la plus sensible est le niveau du coût du capital. La valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres sont évidemment très sensibles au niveau de taux retenu. Or, les spécificités de l'activité d'ERMEWA ne permettent pas de trouver des entreprises exactement comparables pour déterminer précisément le niveau de la prime de risque de marché attendu par les investisseurs, ce qui explique le recours par la banque conseil à une fourchette de taux de 8% à 11%. Eu égard aux spécificités d'ERMEWA et au profil des investisseurs, la Commission considère que le taux retenu doit être dans la partie basse de la fourchette.

Par ailleurs, la Commission a relevé que la banque conseil souligne qu'ERMEWA dispose d'une marge d'endettement supplémentaire au-delà de celui qui a été retenu dans le plan d'affaires. Si elle était utilisée, cette marge d'endettement supplémentaire permettrait, toutes choses égales par ailleurs, d'accroître la valeur d'entreprise d'ERMEWA.

Comme dans tout processus d'enchères, les caractéristiques particulières du bien cédé comme des acquéreurs potentiels peuvent justifier un prix de transaction supérieur aux estimations retenues.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, la Commission estime que la valeur d'entreprise d'ERMEWA à retenir se situe dans la zone supérieure des valeurs dégagées par la banque conseil et peut être correctement estimée à 2,7 Mds €.

Sur la base des états comptables arrêtés au 31/12/2020, la valeur des fonds propres correspondante s'établit à 1,7 Mds €.



IX.- En application de l'article 27 II de l'ordonnance du 20 août 2014, la Commission émet un avis sur les modalités de la procédure, le choix des acquéreurs et les conditions de la cession.

La Commission observe que le processus de cession qui lui a été décrit a été conduit par le vendeur de manière objective et dans le but d'obtenir de bonnes conditions financières et d'ouvrir des perspectives favorables au groupe ERMEWA. L'offre retenue est la mieux-disante en termes de prix.

X.- Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission est d'avis que :

- la valeur des fonds propres de la société ERMEWA Holding SAS est ne saurait être inférieure à 1,7 Mds € ;
- les modalités de la procédure respectent les intérêts du secteur public ;
- le choix de l'acquéreur a été opéré sur une base objective, après un processus d'enchères ;
- les conditions de la cession, et en particulier le prix convenu de 2,08 Mds €, majoré d'un montant d'intérêts calculé sur la période du 1<sup>er</sup> janvier 2021 au 15 octobre 2021 et diminué de toute distribution non autorisée par le contrat de cession qui interviendrait préalablement à la date de la cession, respectent les intérêts du secteur public.

La Commission émet en conséquence un **avis favorable** au projet d'arrêté dont le texte est annexé au présent avis et visant à autoriser le transfert au secteur privé de la société ERMEWA Holding SAS.

Adopté par procédure écrite le 4 octobre 2021 par M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, M. Marc-André FEFFER, Mme Paquita MORELLET-STEINER, Mme Anne PERROT, M. Yvon RAAK, et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,



Bertrand SCHNEITER

**RÉPUBLIQUE FRANÇAISE**

---

Ministère de l'Economie, des  
Finances et de la Relance

---

**Arrêté du**  
**autorisant le transfert au secteur privé de la société Ermewa Holding SAS**

NOR : **[X]**

**Le ministre de l'économie, des finances et de la relance,**

Vu l'ordonnance n°2014-948 du 20 août 2014 modifiée relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, notamment son titre III ;

Vu le décret n°2014-949 du 20 août 2014 portant application de l'ordonnance n°2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, notamment son article 7 ;

La Commission des participations et des transferts entendue et sur son avis conforme n°**[X]** recueilli le **[X]**, en vertu des dispositions des articles 26-II et 27 de l'ordonnance du 20 août 2014 précitée,

**Arrête :**

**Article 1<sup>er</sup>**

La cession par la société Transport et Logistique Partenaires SAS à la société Ernest BidCo SAS de 37 647 272 actions de la société Ermewa Holding SAS, soit 100 % du capital d'Ermewa Holding SAS, selon les modalités prévues à l'article 2 ci-après, est autorisée.

**Article 2**

La cession s'effectue à un prix de 2 080 000 000 euros.

Ce prix sera augmenté d'un montant correspondant à l'application d'un taux d'intérêt annuel de 4 % pour la période comprise entre le 1<sup>er</sup> janvier 2021 et le 31 août 2021 et d'un taux d'intérêt annuel de 6 % pour la période comprise entre le 1<sup>er</sup> septembre 2021 et le 15 octobre 2021 et diminué de toute distribution non autorisée par le contrat de cession qui interviendrait préalablement à la date de la cession.

**Article 3**

Le présent arrêté sera publié au Journal officiel de la République française.

Fait le

Le ministre de l'économie, des finances et de la relance,

Bruno LE MAIRE