

0906236801

DATE DEPOT : 2009-07-22

NUMERO DE DEPOT : 62368

N° GESTION : 2007B01541

N° SIREN : 493455042

DENOMINATION : CEBP

ADRESSE : 5 rue Masseran 75007 PARIS

DATE D'ACTE : 2009/07/20

TYPE D'ACTE : RAPPORT DU COMMISSAIRE A LA SCISSION

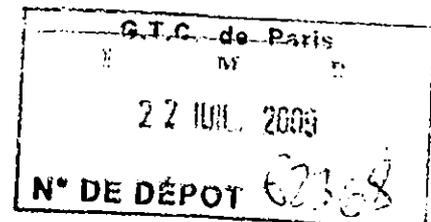
NATURE D'ACTE :

Dominique LEDOUBLE
15, rue d'Astorg
75008 PARIS

Isabelle de KERVILER
19, rue Clément Marot
75008 PARIS

Michel LEGER
52, rue La Boétie
75008 PARIS

24 2007(05)



07B 1541

BPCE

Apport partiel d'actifs
par
La Caisse Nationale des Caisses d'Épargne et
de Prévoyance

--

Rapport des commissaires à la scission
sur la valeur des apports

Mesdames, Messieurs les Actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 27 avril 2009, dans le cadre de l'apport partiel d'actifs, soumis au régime juridique des scissions, par la société Caisse Nationale des Caisses d'Epargne et de Prévoyance à la société BPCE (nouvelle dénomination sociale de CEBP depuis le 9 juillet 2009), d'une branche complète d'activité, nous avons établi le présent rapport conformément à l'article L.236-10 du Code de commerce sur renvoi de l'article L.236-16 du même code, étant précisé que notre appréciation de la rémunération des apports a fait l'objet d'un rapport distinct.

La valeur de l'apport partiel d'actifs a été arrêtée dans le projet de traité d'apport partiel d'actifs signé par les représentants des sociétés concernées le 24 juin 2009. Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée.

A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à cette mission ; cette doctrine requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur des apports, s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur au nominal des actions à émettre par la société bénéficiaire des apports augmentée de la prime d'apport.

Notre rapport est organisé selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération et description des apports
2. Diligences effectuées et appréciation de la valeur des apports
3. Conclusion

A aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

1. PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DES APPORTS

1.1. SOCIÉTÉS CONCERNÉES

1.1.1. BPCE, société bénéficiaire des apports

BPCE est une société anonyme au capital, à la date de signature du projet de traité d'apport, de 37.000 euros divisé en 37.000 actions de 1 euro de valeur nominale chacune, toutes de même catégorie, entièrement libérées. Préalablement à l'opération d'apport, le nominal des actions de BPCE a été porté, lors de l'assemblée générale du 9 juillet 2009, à 15 euros par une première opération de regroupement d'actions, précédée d'une augmentation de capital de 20 euros par incorporation de réserves. Ainsi le capital de BPCE s'établira, à la date de réalisation des apports et préalablement à celle-ci, à 37.020 euros divisé en 2.468 actions de 15 euros de valeur nominale.

Son siège social est situé 5, rue Masseran à Paris (75007). Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 493 455 042.

A la date des présentes, BPCE a pour objet, en France et à l'étranger :

- la prise, la détention et la gestion de participations directes ou indirectes dans toutes entreprises d'investissement, établissements de crédit, sociétés d'assurance et sociétés financières, immobilières ou commerciales,
- l'acquisition et la gestion de toutes actions, obligations, parts et effets ou autres titres ou instruments financiers ainsi que tous droits mobiliers et immobiliers et la vente ou la réalisation de ces derniers sous quelque forme que ce soit,
- d'une façon générale, la société peut réaliser toutes opérations mobilières, immobilières, industrielles, commerciales ou financières autorisées par des textes législatifs et réglementaires en vigueur et se rattachant directement ou indirectement à l'objet social de BPCE et susceptibles d'en faciliter le développement ou la réalisation.

BPCE n'a émis aucune valeur mobilière donnant accès à son capital ou à ses droits de vote à l'exception des actions composant son capital. BPCE n'a ni emprunt obligataire à sa charge, ni parts bénéficiaires en circulation. Elle ne fait pas appel public à l'épargne.

1.1.2. Caisse Nationale des Caisses d'Épargne et de Prévoyance (« CNCE »), société apporteuse

La CNCE est un établissement de crédit agréé en qualité de banque. Elle a été constituée sous la forme d'une société anonyme à directoire et conseil de surveillance. Son capital social s'élève à la somme de 8.286.585.580,25 euros. Il est divisé en 543.382.661 actions de 15,25 euro de nominal chacune et divisé en deux catégories d'actions : les actions ordinaires (Actions A) et les actions de préférence (Actions B) émises sur le fondement des articles L. 228-11 et suivants du Code de commerce. A la date de signature du projet de traité d'apport partiel d'actifs, on dénombre 527.392.661 actions ordinaires et 15.990.000 actions de préférence.

Son siège social est situé 5, rue Masseran à Paris (75007). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 383 680 220.

La CNCE a notamment pour mission de faciliter et de promouvoir l'activité et le développement des Caisses d'Épargne et de Prévoyance et de l'ensemble du Groupe Caisse d'Épargne.

1.1.3. Liens entre les sociétés

La CNCE détient 50% du capital et des droits de vote de la société BPCE à la date de signature du projet de traité d'apport partiel d'actifs.

La CNCE, représentée par Monsieur Alain Lemaire, est administrateur de la société BPCE.

Monsieur François Pérol, Président du Directoire de la CNCE, est Président du Conseil d'administration de la société BPCE.

1.2. CONTEXTE ET OBJECTIFS DE L'OPÉRATION

1.2.1. Descriptif de l'opération et de son contexte

La Banque Fédérale des Banques Populaires (« BFBP ») et la CNCE, respectivement organes centraux des réseaux du Groupe Banque Populaire et du Groupe Caisse d'Épargne, sont deux des principaux acteurs du secteur bancaire français.

La BFBP, la CNCE et CEBP (dont la dénomination est depuis devenue « BPCE ») ont conclu le 24 juin 2009, en présence de l'État français, un protocole d'accord aux termes duquel elles sont convenues d'un rapprochement de leurs Groupes par la constitution d'un nouvel organe central commun aux réseaux des Banques Populaires et des Caisses d'Épargne et de Prévoyance, la société « BPCE ». La création de l'organe central des Caisses d'Épargne et des Banques Populaires, ainsi que la définition de ses missions et prérogatives, ont fait l'objet de la loi n° 2009-715 du 18 juin 2009 qui entrera en vigueur à compter de la clôture de l'assemblée générale de cet organe central approuvant les apports.

Les principales étapes de la constitution du nouvel organe central sont les suivantes :

- préalablement et sous condition suspensive de l'approbation des apports, augmentation de capital en espèces de BPCE d'un montant de 154.174.297 euros (prime comprise) souscrite à hauteur de 144.174.297 euros par la BFBP et à hauteur de 10.000.000 euros par la CNCE ;
- apports à BPCE par la CNCE et la BFBP respectivement (i) de leurs moyens techniques, financiers et humains nécessaires à l'exercice de leurs missions d'organe central et (ii) d'un certain nombre de leurs filiales et participations, en ce compris les titres qu'elles détiennent dans Natixis et leurs filiales liées à la fonction d'organe central, les apports à réaliser par la CNCE et la BFBP étant rémunérés respectivement par l'attribution à la CNCE et à la BFBP d'actions nouvelles à émettre par BPCE dans le cadre d'une augmentation de capital ;
- distribution par la CNCE et la BFBP, à leurs actionnaires respectifs, des actions BPCE respectivement reçues en rémunération des apports et au titre de la souscription à l'augmentation de capital en espèces précitée, ainsi que des actions BPCE détenues antérieurement à ces apports ;

- cession contre paiement en espèces par la CNCE à BPCE de sa participation dans Holassure ;
- investissement de l'Etat français afin de renforcer les fonds propres de BPCE à hauteur de 5 milliards d'euros, par souscription (i) de titres super subordonnés à durée indéterminée émis par la BFBP et la CNCE le 26 juin 2009 (à hauteur de 1 milliard d'euros chacune) et transférés à BPCE à l'occasion des apports, et (ii) d'actions de préférence et de bons de souscription d'actions émis par BPCE (pour un montant total de 3 milliards d'euros).

A l'issue de ces opérations, le capital de BPCE sera détenu à parité par les actionnaires respectifs de la CNCE et de la BFBP, le solde étant détenu par l'Etat français à travers des actions de préférence. Les actions de préférence étant dépourvues de droit de vote, les droits de vote de BPCE seront répartis à parité entre les actionnaires respectifs de la CNCE et de la BFBP.

Les participations ainsi que les autres actifs et passifs non apportés ou cédés à BPCE seront conservés par la CNCE et la BFBP qui adopteront respectivement les nouvelles dénominations sociales de « Caisses d'Epargne Participations » et « Banques Populaires Participations ».

Les apports de la BFBP à BPCE font l'objet d'un projet de traité d'apport partiel d'actifs distinct également conclu le 24 juin 2009 entre la BFBP et BPCE, après autorisation préalable par le conseil d'administration de la BFBP et par le conseil d'administration de BPCE.

1.2.2. Motifs et objectifs de l'opération

Le Groupe Banque Populaire et le Groupe Caisse d'Epargne sont deux groupes bancaires coopératifs organisés selon des structures relativement proches qui sont déjà partenaires depuis le regroupement en 2006 de leurs activités de banque d'investissement, de financement et de services au sein de Natexis Banques Populaires, renommée à l'époque, Natixis.

Ainsi que cela est rappelé ci-avant, la BFBP, la CNCE et CEBP (dont la dénomination sociale est depuis devenue « BPCE ») ont conclu le 24 juin 2009, en présence de l'Etat français, un protocole d'accord définissant les termes et conditions du rapprochement des Groupes Banque Populaire et Caisse d'Epargne. Ce rapprochement, qui se traduira par la constitution d'un nouvel organe central commun aux deux réseaux, est destiné à répondre aux enjeux actuels du secteur bancaire et financier dans lequel le mouvement de consolidation bancaire s'accélère,

à plus forte raison depuis le démarrage de la crise financière qui frappe actuellement ce secteur.

1.3. CHARGES ET CONDITIONS DE L'OPERATION

De convention expresse et en application de l'article L. 236-22 du Code de commerce, les parties ont décidé de soumettre l'opération aux dispositions des articles L. 236-16 à L. 236-21 dudit Code. En conséquence, BPCE sera, du fait de l'apport, substituée dans tous les droits et obligations de la société apporteuse relatifs à la branche d'activité apportée.

En matière d'impôt sur les sociétés, les parties entendent placer l'apport partiel d'actifs sous le régime fiscal de faveur des fusions édicté par les articles 210 A et 210 B du Code général des impôts.

Conformément aux dispositions de l'article L. 236-4 du Code de commerce, l'opération aura un effet comptable et fiscal rétroactif au 1^{er} janvier 2009.

En conséquence, et conformément aux dispositions de l'article R. 236-1 du Code de commerce, les opérations se rapportant aux éléments transmis au titre de l'opération et réalisées par la société apporteuse à compter du 1^{er} janvier 2009 et jusqu'à la date de réalisation définitive seront considérées de plein droit comme ayant été faites pour le compte de la société bénéficiaire qui supportera exclusivement les résultats de l'exploitation des biens et droits transmis.

Enfin, selon l'article 14 du projet de traité d'apport partiel d'actifs, l'opération et l'augmentation de capital de la société bénéficiaire qui en résulte ne deviendront définitives qu'à compter du jour où les conditions suspensives ci-après auront été accomplies :

- Approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la BFBP de l'apport de la BFBP, de son évaluation et de sa rémunération ;
- Approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la CNCE de l'apport de la CNCE, de son évaluation et de sa rémunération ;
- Approbation des apports de la BFBP et de la CNCE par l'assemblée générale des actionnaires de BPCE et des augmentations de capital corrélatives ;

- Obtention des autorisations réglementaires figurant en annexe 14 du projet de traité d'apport partiel d'actifs, sans réserve ni condition significative susceptible de remettre en cause l'équilibre économique de l'opération ;
- Obtention d'un accord de principe sur la délivrance des agréments fiscaux sollicités par la BFBP et la CNCE le 29 mai 2009, ainsi que sur la préservation du régime fiscal de faveur appliqué sur agrément à certaines opérations constitutives de Natixis en novembre 2006 sollicitée par la BFBP et la CNCE respectivement le 19 juin 2009 et le 29 mai 2009 ;
- Absence de survenance, entre la date de signature du projet de traité d'apport partiel d'actifs et la date de réalisation, de tout événement ayant pour effet d'affecter significativement et de manière dissymétrique la valorisation des apports CNCE et des apports BFBP, selon le cas, créant de ce fait une rupture d'équilibre de la parité ne permettant plus la réalisation de l'opération dans les termes convenus, la CNCE et la BFBP ne pouvant invoquer le bénéfice de cette condition qu'après concertation entre elles ;
- Réalisation de l'augmentation de capital en espèces de BPCE d'un montant de 154.174.297 euros (prime comprise) souscrite à hauteur de 144.174.297 euros par la BFBP (soit 311.713 actions de 15 euros de nominal chacune) et à hauteur de 10.000.000 euros par la CNCE (soit 21.621 actions de 15 euros de nominal chacune) ;
- Absence d'opposition des créanciers de la CNCE ou en cas d'opposition, rejet par la juridiction saisie, à la suite de la réduction de capital votée lors de l'assemblée générale des actionnaires le 9 juillet 2009.

Si l'ensemble de ces conditions n'était pas rempli le 30 septembre 2009 au plus tard, et sauf accord des parties pour reporter cette date ou décider de renoncer à l'une des conditions suspensives, le projet de traité d'apport partiels d'actifs serait considéré de plein droit, sauf accord contraire des parties, comme caduc, sans que cette caducité n'affecte le droit de chacune des parties de solliciter la réparation de son préjudice en cas de manquement par l'une des parties à ses obligations aux termes du protocole d'accord.

1.4. DESCRIPTION, VALEUR ET RÉMUNÉRATION DES APPORTS

1.4.1. Description des apports

La CNCE s'engage à apporter à BPCE l'ensemble des éléments d'actif et de passif avec les moyens requis pour l'exercice des prérogatives d'organe central du réseau des Caisses d'Épargne et de Prévoyance (dont les fonctions de trésorerie et de refinancement qui participent de sa mission d'organe central au titre de la garantie de liquidité) ainsi que ses participations dans le capital d'un certain nombre de sociétés (y compris Natixis) listées en annexe 9.2 du projet de traité d'apport partiel d'actifs.

1.4.2. Valeur des apports

En application du règlement CRC n° 2004-01 et de l'avis n°2005-C du Comité d'urgence du CNC, les apports seront effectués sur la base de la valeur nette comptable des actifs et passifs transférés telle que figurant dans les comptes annuels de la CNCE arrêtés au 31 décembre 2008.

Sur cette base, l'actif net comptable apporté peut se résumer ainsi (en euros) :

en €	Actif
Caisses, Banques centrales, CCP	11 773 956 491
Effets publics et effets assimilés	-
Créances sur les établissements de crédit	107 286 723 397
- A vue	6 582 587 496
- A terme	100 704 135 901
Opérations avec la clientèle	1 155 824 963
- Autres concours à la clientèle	1 048 831 658
- Comptes ordinaires débiteurs	106 993 306
Obligations et autres titres à revenu fixe	35 333 270 559
Actions et autres titres à revenu variable	-
Participations et autres titres détenus à long terme	9 562 364 041
Parts dans les entreprises liées	982 240 829
Immobilisations incorporelles	6 379 931
Immobilisations corporelles	50 420 379
Autres actifs	484 975 948
Comptes de régularisation	4 593 920 287
Total actif apporté	171 230 076 825

en €	Passif
Caisses, Banques centrales, CCP	-
Dettes envers les établissements de crédit	97 182 362 042
- A vue	10 353 293 796
- A terme	86 829 068 247
Opérations avec la clientèle	1 177 589 524
- A vue	784 042 572
- A terme	393 546 952
Dettes représentées par un titre	46 966 023 443
- Titres de marché interbancaire et titres de créances négociables	18 422 067 208
- Emprunts obligataires	28 543 956 234
Autres passifs	2 198 484 424
Comptes de régularisation	4 582 574 097
Provisions pour risques et charges	581 839 287
Dettes subordonnées	9 567 761 497
Fonds pour risques bancaires généraux (FRBG)	-
Capitaux propres (hors FRBG)	-
Capital AO Souscrit	-
Primes d'émissions AO	-
Réserves	-
Prov. Réglementées et subv d'investissements	-
Résultat de l'exercice	-
Total passif pris en charge	162 256 634 312

La valeur nette comptable de l'apport, résultant de la valeur nette comptable des actifs apportés (171.230.076.825 euros) et des passifs pris en charge (162.256.634.312 euros), s'élève par conséquent à 8.973.442.513 euros sur la base des comptes au 31 décembre 2008.

Cet actif net comptable est par ailleurs corrigé :

- de l'ensemble des opérations réalisées par la CNCE entre le 1^{er} janvier 2009 et la date de réalisation des apports listées à l'article 6 du projet de traité d'apport partiel d'actifs et ayant un impact positif de 170.152.230 euros, sous réserve de l'approbation de ces opérations par les organes sociaux compétents des sociétés concernées ; avant prise en compte de la provision pour perte de rétroactivité mentionnée ci-dessous, l'actif net apporté s'élève à 9.143.594.743 euros,

- d'une provision pour perte de rétroactivité d'un montant de 3.142.885.874 euros.

En définitive, le montant des apports servant de base pour apprécier la libération du capital à la date de réalisation de l'apport s'établit à 6.000.708.869 euros.

En plus de l'actif net décrit ci-dessus, sont apportés à BPCE les engagements qui figurent au hors-bilan de la CNCE et dont la liste figure en annexe 9.5 du projet de traité d'apport partiel d'actifs.

1.4.3. Rémunération des apports

Pour établir la rémunération des apports, la parité entre le nombre d'actions nouvelles BPCE émises au bénéfice de la CNCE en contrepartie des apports et le nombre d'actions BPCE existantes a été déterminée d'un commun accord entre les Parties.

En rémunération de l'apport, BPCE procédera à une augmentation de capital d'un montant de 194.608.335 euros par émission de 12.973.889 actions nouvelles, dites actions de catégorie A, entièrement libérées, d'une valeur nominale de 15 euros chacune.

La création des actions de catégorie A sera proposée à l'assemblée générale des actionnaires de BPCE appelée à se prononcer sur la présente opération.

Ces actions nouvelles, dites actions de catégorie A, auront jouissance courante et seront entièrement et immédiatement assimilées aux actions anciennes et donneront droit à toute distribution de dividendes, d'acompte sur dividendes ou de réserves (ou assimilés) décidée postérieurement à leur émission. Ces actions de catégorie A seront soumises à toutes les dispositions des statuts et aux décisions des assemblées générales de la bénéficiaire et seront négociables à compter de la date de réalisation de l'opération, conformément à l'article L. 228-10 du Code de commerce.

La différence entre la valeur de l'apport, soit 9.143.594.743 euros avant provision pour perte de rétroactivité (§ 1.4.2), et la valeur nominale des actions qui seront créées par BPCE au titre de l'augmentation de capital, soit 194.608.335 euros, constituera une prime d'apport, d'un montant global de 8.948.986.408 euros (dont 5.806.100.534 euros constituant la prime d'apport juridique pour les besoins de l'appréciation de la libération du capital à la date de réalisation de l'apport, et 3.142.885.874 euros correspondant au montant de la provision pour perte de rétroactivité, inscrits dans un sous compte de cette prime d'apport). Cette prime

d'apport sera inscrite au passif du bilan de BPCE à un compte « Prime d'apport » sur lequel porteront les droits de tous les actionnaires, anciens et nouveaux, de BPCE.

La provision pour perte de rétroactivité correspond à l'écart entre (i) la valeur des biens et droits apportés à la date de réalisation de l'apport et (ii) leur valeur nette comptable à la date du 1^{er} janvier 2009 majorée de l'impact positif de 170.152.230 euros mentionné au paragraphe 1.4.2 ci-dessus.

2. DILIGENCES EFFECTUEES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

2.1. DILIGENCES EFFECTUÉES

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes relative à cette mission.

En particulier :

- nous nous sommes entretenus avec les responsables en charge de l'opération envisagée au sein de la BFBP et de la CNCE, et leurs conseils, tant pour appréhender le contexte de l'opération que pour en comprendre ses modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales ;
- nous avons pris connaissance du protocole de négociations signé entre la BFBP et la CNCE, en présence de l'Etat français, en date du 16 mars 2009, relatif au rapprochement des deux groupes, et de ses annexes ;
- nous avons pris connaissance du protocole d'accord conclu le 24 juin 2009 entre la BFBP, la CNCE et CEBP, en présence de l'Etat français, et de ses annexes ;
- nous avons rencontré les commissaires aux comptes de la société apporteuse et de Natixis, sa principale participation, pour prendre connaissance de leurs conclusions et du déroulement de leurs travaux ; nous nous sommes assuré que les comptes sociaux et consolidés pour l'exercice 2008 avaient été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes ;
- nous avons examiné les projets de traités d'apport partiel d'actifs et leurs annexes ;
- concernant le «détournage comptable» des actifs et passifs apportés par la CNCE (hors participations) relatifs à son activité d'organe central :
 - o nous avons pris connaissance des procédures mises en œuvre par la CNCE pour procéder au «détournage comptable» des comptes d'actifs et de passifs afférents à l'activité apportée à la date du 31 décembre 2008 ;

- nous avons examiné les documents justifiant la valeur comptable au 31 décembre 2008 des actifs et passifs apportés par la CNCE et vérifié, au moyen de sondages, l'existence et la propriété de ces éléments ;
 - nous avons obtenu communication puis examiné les résultats prévisionnels pour l'année 2009 de l'activité apportée afin de nous assurer que le résultat des opérations intervenues et à intervenir en 2009 n'était pas de nature à remettre en cause l'évaluation des apports.
- concernant les titres de participations apportés par la CNCE à leur valeur nette comptable :
- nous avons vérifié la propriété des titres apportés ;
 - nous avons examiné les plans d'affaires établis par le management des principales sociétés dont les titres sont apportés et discuté des hypothèses de construction de ces derniers avec le management des entités dont les titres sont apportés et les banques conseils de l'apporteur ;
 - nous avons examiné les travaux d'évaluation menés par les banques conseils et avons discuté avec elles des méthodes d'évaluation et des hypothèses retenues ;
 - nous avons mis en œuvre des méthodes alternatives d'évaluation des principaux titres apportés par la CNCE à BPCE ;
 - nous avons également obtenu communication puis examiné les résultats au 31 mars 2009 des principales sociétés dont les titres sont apportés ;
 - enfin, nous nous sommes assuré, dans la mesure où la comparaison entre la valeur comptable globale des titres apportés par la CNCE et leur valeur réelle globale faisait apparaître un mali, que ce mali était correctement appréhendé dans la provision pour perte de rétroactivité.
- nous avons pris connaissance de l'attestation d'équité présentée par Merrill Lynch au conseil de surveillance de la CNCE du 24 juin 2009 ;

- nous avons pris connaissance de l'accord du CECEI sur la demande d'agrément de BPCE en tant qu'organe central et des conclusions exprimées par cette instance sur le niveau de fonds propres requis pour cet établissement ;
- nous avons obtenu une lettre d'affirmation signée par le représentant de chacune des deux sociétés CNCE et BPCE, parties à la présente opération.

2.2. APPRÉCIATION DE LA VALEUR INDIVIDUELLE DES APPORTS (AUTRES QUE NATIXIS)

Sauf indication contraire, les montants exprimés dans la suite du présent rapport sont exprimés en millions (M€) ou milliards (Md€) d'euros.

La valeur d'apport des éléments d'actif et de passif transmis est la valeur nette comptable, conformément aux dispositions du règlement n° 2004-01 du Comité de la Réglementation Comptable et l'avis n°2005-C du Comité d'Urgence du Conseil National de la Comptabilité. S'agissant d'une opération de restructuration interne, cette méthode nous paraît appropriée.

Nos travaux appellent de notre part les commentaires suivants, relatifs aux composantes des apports.

2.2.1. Appréciation de la valeur des titres de la Société Financière OCEOR

Aux termes de l'article 9 du projet de traité d'apport, la CNCE apporte des participations dont la liste figure en annexe 9.2 du projet de traité d'apport partiel d'actifs.

Parmi ces participations, il est envisagé de transférer à BPCE l'intégralité des actions composant le capital social de Financière Océor.

Le capital de Financière Océor est actuellement détenu à 100% par la CNCE.

Financière Océor a fait l'objet d'une évaluation par l'apporteur selon deux méthodes : DDM (*Dividend Discount Model*) et EVA (*Economic Value Added*). Les résultats ressortant des travaux de l'apporteur aboutissent, selon les méthodes employées, à un intervalle de valeur de 650 M€ à 718 M€ (DDM) et 753 M€ à 814 M€ (EVA), la valeur vénale retenue de 650 M€ correspondant au bas de la fourchette d'évaluation, tandis que la valeur d'apport de 729 M€ se situe au sein de la fourchette d'évaluation.

Ces résultats appellent de notre part principalement les observations suivantes :

- le plan d'affaires utilisé par l'apporteur n'intègre pas les modifications substantielles apportées au budget 2009 par Financière Océor, compte tenu

de la forte dégradation des résultats enregistrée en 2008, notamment en raison d'un alourdissement du coût du risque non anticipé. Il convient par ailleurs de noter que le plan d'affaires 2009-2012 transmis par Financière Océor à l'apporteur tenait compte de deux projets impactant négativement le résultat de la période 2009-2012. L'abandon de ces projets par Financière Océor confère au plan d'affaires initial 2009-2012 un caractère prudent au delà des révisions apportées au budget 2009 ;

- les éléments retenus pour l'année normative résultent d'une application mécanique du taux de croissance à l'infini aux éléments de la dernière année de la période explicite. Le taux retenu (3,5%) est supérieur à celui utilisé pour les tests d'*impairment* dans le cadre de l'arrêté des comptes 2008 ;
- la CNCE a accepté d'apporter une garantie financière à BPCE à hauteur de 50 M€ pour couvrir des risques spécifiques identifiés lors des diligences préalables à l'opération.

L'évaluation retenue par l'apporteur nous paraît acceptable compte tenu de la garantie susmentionnée apportée par la CNCE.

2.2.2. Appréciation de la valeur des titres GCE Assurances, DV Holding, BCP France et BCP Luxembourg

Aux termes de l'article 9 du projet de traité d'apport, la CNCE apporte des participations dont la liste figure en annexe 9.2 du projet de traité d'apport partiel d'actifs.

Parmi ces participations, il est envisagé de transférer à BPCE des actions des sociétés suivantes détenues au 31 décembre 2008 par la CNCE :

(i) GCE Assurances

Parmi ces participations, il est envisagé de transférer à BPCE 187.918 actions représentant 46,4% du capital de GCE Assurances pour une valeur de 134 M€, représentant la valeur nette comptable de ces titres au 31.12.2008 dans les comptes de l'apporteur.

L'activité de GCE Assurances consiste principalement dans la vente de produits d'assurance auprès de particuliers au sein de réseaux de distribution dédiés (Groupe Caisse d'Épargne) ou agréés (Macif).

La société GCE Assurances a fait l'objet d'une évaluation par l'apporteur selon deux méthodes principales : DDM (*Dividend Discount Model*) et EVA (*Economic Value Added*). Les résultats aboutissent, selon les méthodes employées, à une fourchette de valeur, pour 100% du capital de la société, allant de 372 M€ à 412 M€ (DDM) et de 308 M€ à 317 M€ (EVA). La transaction sur le capital de GCE Assurances datant de mai 2008 n'a été retenue par l'apporteur qu'à titre illustratif.

Sur ces bases, les titres GCE Assurances apportés par la CNCE, représentant 46,4% du capital, sont évalués entre 143 M€ et 191 M€, soit à un niveau supérieur à la valeur d'apport de 134 M€ ; la valeur vénale retenue par l'apporteur s'établit à 178 M€ (180 M€ coupon 2008 attaché), soit un montant situé à l'intérieur de cette fourchette de valeurs .

Ces résultats appellent de notre part les observations suivantes :

- La transaction de mai 2008, à l'issue de laquelle la CNCE a cédé 40% du capital de GCE Assurances aux sociétés d'assurances Macif et Maif, constitue une référence de valorisation qui nous semble pertinente. Sur ces bases, la valeur de GCE Assurances s'établit à 397,5 M€, soit 184 M€ pour 46,4% du capital. Nous avons pris connaissance des conventions de cessions de ces actions signées entre la CNCE et les cessionnaires et vérifié que les éventuelles modalités futures d'ajustement de prix ne remettaient pas en cause le montant de l'apport sur la base du dernier plan d'affaires connu.
- Concernant la mise en œuvre de la méthode d'actualisation des flux de liquidités futurs (DDM), nous avons pris connaissance du Business Plan établi par la direction de la société couvrant la période 2008-2012. Ce plan d'affaires est celui qui a été réalisé pour la cession de 40% de GCE Assurances à la Macif et à la Maif, révisé des réalisations de 2008 et du budget 2009. Au cours d'entretiens, le management de la société nous a exposé les hypothèses de construction du Plan d'affaires et les éléments stratégiques retenus, notamment l'intégration des effets de la crise actuelle et ses conséquences en matière d'activité.
- La réalisation de ce Plan d'affaires, en apparence volontariste, repose notamment sur les deux leviers suivants :
 - o le développement du portefeuille Iard, notamment du produit « santé » lancé en 2008, pour lequel il est prévu que les primes émises représentent 25% des primes totales à horizon 2012 (vs moins de 5% en 2008) ;

- l'augmentation du taux de pénétration sur les clients du réseau des caisses d'épargne, qui apparaît à ce jour plus faible que ceux des autres réseaux bancaires.

Compte tenu de ces éléments, nous n'avons pas d'observations sur le plan d'affaires de GCE Assurances.

En définitive, les méthodes d'évaluation retenues nous paraissent adéquates au cas d'espèce et ne remettent pas en cause la valeur d'apport des titres de GCE Assurances.

(ii) DV Holding, BCP France et BCP Luxembourg

Parmi les participations apportées, il est envisagé de transférer à BPCE :

- 11.904.961 actions de DV Holding ayant une valeur nette comptable de 53 M€, représentant 17% du capital social de la société,
- 19.500.000 actions de la Banque BCP SAS (ci-après « BCP France ») ayant une valeur nette comptable de 36 M€, représentant 30% du capital social de la société,
- 15.000 actions de la Banque BCP S.A. (ci-après « BCP Luxembourg ») ayant une valeur nette comptable de 11 M€, représentant 30% du capital social de la société.

▪ DV Holding

La valorisation de l'apporteur a été déterminée selon 3 méthodes avec les fourchettes suivantes obtenues pour 100% du capital :

- DCF (*Discounted Cash Flow*) : 363 à 401 M€,
- Transaction récente sur le capital : 295 à 326 M€,
- Multiples boursiers (sur la base de l'excédent brut d'exploitation avant loyers ou EBITDAR) : 366 à 404 M€.

Il a été retenu une valorisation arrondie de haut de fourchette de 70 M€ pour la quote-part détenue de 17%.

Nous n'avons pas retenu la valorisation issue de la transaction précédente de 2006 sur le capital du fait des conditions de marché actuelles différentes.

Nos travaux aboutissent à une fourchette de valorisation de 56 à 93 M€.

La valorisation retenue par l'apporteur est ainsi dans la fourchette obtenue.

- BCP France et BCP Luxembourg

La valorisation de BCP France et de BCP Luxembourg par l'apporteur a été déterminée selon 4 méthodes, avec les fourchettes suivantes obtenues pour 100% du capital :

Pour BCP France

- DDM (*Dividend Discount Model*) : 161 à 178 M€,
- EVA (*Economic Value Added*) : 166 à 173 M€,
- Transaction récente sur le capital : 108 à 120 M€,
- Multiples boursiers (P/E) : 72 à 80 M€.

Pour BCP Luxembourg

- DDM : 34 à 38 M€,
- EVA : 36 à 37 M€,
- Transaction récente sur le capital : 34 à 37 M€,
- Multiples boursiers (P/E) : 10 à 11 M€.

Il a été retenu une valorisation globale de 60 M€ pour la détention de 30% du capital de BCP France (50 M€) et de 30% du capital de BCP Luxembourg (10 M€), avant prise en compte des dividendes versés par ces sociétés durant la période intercalaire entre le 1^{er} janvier 2009 et la date de réalisation des apports (valorisations respectives de 46 M€ et 10 M€ après prise en compte des dividendes versés).

Ces différentes méthodes et types de multiples retenus présentent une approche multicritères acceptable qui n'a pas été complétée par des méthodes de valorisation supplémentaires. Cependant, nous n'avons pas retenu la méthode de transactions récentes, qui résultait de la valorisation selon la transaction précédente de 2006 sur le capital, du fait des conditions de marché actuelles différentes.

Nos travaux aboutissent à une fourchette globale de valorisation de 37 à 64 M€.

La valorisation globale retenue par l'apporteur pour les deux lignes de titres apportées est ainsi dans la fourchette obtenue.

2.2.3. Autres titres de participations apportés

Outre les titres des sociétés Financière Océor, GCE Assurances, DV Holding, BCP France et BCP Luxembourg, évoqués ci-avant, la CNCE fait apport à BPCE de l'ensemble des participations listées en annexe 9.2 du projet de traité d'apport partiel d'actifs, pour leur valeur nette comptable au 31 décembre 2008.

Ces participations n'ont pas fait l'objet de travaux formels de valorisation. Nos diligences ont principalement été les suivantes :

- nous avons pris connaissance des comptes arrêtés au titre des derniers exercices clos des entités dont les titres sont apportés,
- nous avons comparé la situation nette comptable des entités dont les titres sont apportés avec la valeur des titres de participation apportés et recueilli toutes les informations utiles au cas d'espèce,
- nous nous sommes assurés de l'absence d'événement significatif qui serait intervenu depuis le 1^{er} janvier 2009 et de nature à remettre en cause la valeur nette comptable desdites participations figurant dans les comptes de la CNCE au 31 décembre 2008, qui ont été certifiés sans réserve par ses commissaires aux comptes.

Aux termes de nos travaux, nous n'avons pas relevé d'éléments susceptibles de remettre en cause la valeur des autres titres de participation apportés.

2.2.4. Autres postes d'actif et de passif transmis par la CNCE liés à ses missions d'organe central

Au titre de l'apport d'une branche complète d'activité, la CNCE fait apport à BPCE de l'ensemble des éléments d'actif et de passif liés à l'exercice de sa mission d'organe central, tels qu'ils ressortent de ses comptes arrêtés au 31 décembre 2008 et à l'exception des éléments cités à l'annexe 9.1 du projet de traité d'apport partiel d'actifs.

Nous avons pris connaissance des travaux de détournage menés par la société sur la base des comptes au 31 décembre 2008, lesquels ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

Aux termes de nos travaux, nous n'avons pas relevé d'anomalie significative dans les travaux de détournage et n'avons pas eu connaissance d'événement susceptible de remettre en cause la valeur nette comptable des éléments transférés.

2.2.5. Evénements de la période intercalaire

Ainsi qu'indiqué à l'article 6 du projet de traité d'apport partiel d'actifs, la CNCE envisage également de faire apport de divers éléments d'actif acquis ou de passif émis, résultant d'opérations intervenues ou à intervenir entre la date d'effet du 1^{er} janvier 2009 et la date de réalisation des apports. Ces opérations, qui ont un impact total de 170.152.230 euros sur la valeur nette comptable de l'actif apporté, sont soumises le cas échéant à l'approbation des organes compétents des sociétés concernées. Elles concernent :

- l'acquisition complémentaire par la CNCE de titres afférents à des participations apportées,
- les augmentations de capital afférentes à des participations apportées, souscrites par la CNCE ;
- les réductions de capital de participations apportées auxquelles la CNCE a participé ;
- la cession de titres Swift le 28 février 2009 ;
- l'émission par la CNCE (au même titre que la BFBP) de titres super subordonnés à durée indéterminée (TSSDI) émis le 26 juin 2009 et souscrits par la Société de Prise de Participation de l'Etat (SPPE) pour un montant de 1 Md€ ;
- l'émission par la CNCE de titres subordonnés remboursables (TSR) émis le 13 février 2009 pour un montant de 545.974.000 euros et arrivant à échéance le 13 février 2019 ;
- la souscription par la CNCE, préalablement à l'apport, à une augmentation de capital de BPCE, à hauteur de 10.000.000 euros par émission de 21.621 actions de 15 euros de nominal chacune (§ 1.3).

Nous avons pris connaissance des pièces justificatives relatives à ces différentes opérations et nous nous sommes assuré que les valeurs retenues lors de la mise en œuvre de ces différentes opérations intercalaires ne remettaient pas en cause les valeurs d'apport.

2.3. APPRÉCIATION DE LA VALEUR DES TITRES DE LA SOCIÉTÉ NATIXIS

2.3.1. Méthodes de valorisation mises en œuvre par l'apporteur et résultats obtenus

La CNCE détient 36% du capital de la société Natixis, au 31 décembre 2008 ; cette participation est inscrite dans ses comptes pour une valeur nette de 7.871 M€ (7.877 M€ après prise en compte des opérations intercalaires).

Les parties ont retenu une valeur de ces titres de 4.742 M€, qui intègre notamment les pertes du 1^{er} trimestre 2009 publiées par Natixis.

La valeur de 100% du capital de Natixis ressort ainsi à **13,2 Md€** ; les commentaires et appréciations ci-après se rapportent également à 100% du capital de Natixis.

Afin de conforter la valeur d'apport, l'apporteur a mis en œuvre les méthodes d'évaluation suivantes, la référence aux valeurs de marché (cours de bourse et cours « cible ») n'étant présentée qu'à titre indicatif, compte tenu du contexte actuel des marchés jugé perturbé et présentant une forte volatilité.

(i) Méthode du DDM consolidé

La méthode du DDM (*Dividend Discount Model*) consolidé, ou actualisation des flux futurs de dividendes, consiste, pour une banque, à évaluer ses capitaux propres en actualisant les dividendes futurs qu'elle serait en capacité de payer à ses actionnaires, avec un niveau de fonds propres normatifs respectant les contraintes réglementaires et tenant compte des pratiques de marché.

Au sein de son activité de Banque de Financement et d'Investissement (BFI), Natixis a créé fin 2008 une structure de cantonnement dénommée « Gestion Active des Portefeuilles Cantonnés » (GAPC).

La mise en œuvre de la méthode du DDM repose sur :

- le plan d'affaires de Natixis pour la période 2009-2012, établi par le management de cette société et validé par les managements de ses deux principaux actionnaires (puis revu par le Comité d'audit et le Conseil de Surveillance de la CNCE). Il se caractérise par une inflexion de l'activité à partir de 2010, renforcée en 2011, permettant d'atteindre un RoE courant (sur fonds propres comptables) de 11,7% à fin 2012 ; il est à noter que l'apporteur a pris comme hypothèse que ce plan d'affaires n'intégrait pas

les pertes du premier trimestre 2009 publiées par Natixis ; les travaux de valorisation de l'apporteur ont donc tenu compte de celles-ci en les déduisant (à l'euro l'euro) du résultat de la mise en œuvre de cette méthode d'évaluation,

- une optique de gestion extinctive (et non liquidative même si la cession de certains des actifs peut être décidée avant leur extinction) de la GAPC, conduisant à diviser par trois les encours pondérés de ce canton à horizon 2012,
- un niveau de fonds propres *Tier One* normatifs de 9%,
- l'actualisation des flux de dividendes futurs disponibles au taux de 11% avec un taux de croissance à l'infini de 2,5%,
- un flux de dividende normatif pour le calcul de la valeur terminale correspondant à la différence entre le résultat net 2012, incrémenté du taux de croissance à l'infini, et la variation du niveau de fonds propres requis entre l'année 2012 et cette année normative (le niveau de fonds propres requis pour l'année normative étant obtenu en appliquant le taux de croissance à l'infini au niveau de fonds propres requis pour 2012).

Il ressort de cette méthode, considérée comme la plus pertinente par l'apporteur, une fourchette de valeurs allant de 15,1 à 16,7 Md€, avant prise en compte de la perte du 1^{er} trimestre 2009 publiée par Natixis à hauteur de (1,8) Md€ due en grande partie à la structure de cantonnement. Au final, il en résulte une fourchette de valeurs allant de 13,2 à 14,8 Md€, après prise en compte de cette perte et avant prise en compte de la valorisation des impôts différés.

(ii) Méthode de l'EVA

La méthode de l'EVA (*Economic Value Added*) consolidée permet de déterminer la valeur de l'entreprise par la différence entre la rentabilité (mesurée par le RoE long terme, « *Return on Equity* ») et le coût des fonds propres.

La mise en œuvre de cette méthode par l'apporteur repose sur les paramètres suivants :

- RoE long terme (sur fonds propres alloués) estimé à 14,3%, correspondant au RoE 2012 tel que ressortant du business plan de la société,
- coût des fonds propres de 11% avec un taux de croissance à l'infini de 2,5%,

- capitaux moyens alloués à l'activité estimés pour 2009 à 14,6 Md€.

Il ressort de cette méthode une fourchette de valeurs allant de 18,8 à 20,5 Md€, avant prise en compte de la perte du 1^{er} trimestre 2009 publiée par Natixis à hauteur de (1,8) Md€. Au final, il en résulte une fourchette de valeurs de 17,0 à 18,7 Md€, après prise en compte de cette perte et avant prise en compte de la valorisation des impôts différés.

(iii) Méthode de la Somme des parties

Cette méthode consiste à valoriser Natixis en sommant la valeur de chaque métier de Natixis, obtenue à partir de la méthode des DDM.

L'activité de Natixis se décompose en 8 métiers (BFI Pérenne, BFI GAPC, Gestion d'actifs, Services, Poste clients, ClGP, Banque de détail et Hors Pôles).

Afin de déterminer une valeur des titres Natixis apportés, l'apporteur a examiné la valeur de chacun des métiers par la mise en œuvre de la méthode des DDM appliquée à leurs plans d'affaires 2009-2012 respectifs, affectés d'hypothèses de taux d'actualisation, de taux de croissance à l'infini, de fonds propres normatifs et de rentabilité normative¹ spécifiques à chaque métier.

Après retraitement des fonds propres excédentaires, l'apporteur aboutit ainsi à une fourchette de valeurs allant de 15,7 à 17,2 Md€, avant prise en compte de la perte du 1^{er} trimestre 2009 publiée par Natixis à hauteur de (1,8) Md€. Au final, il en résulte une fourchette de valeurs allant de 13,9 à 15,4 Md€, après prise en compte de cette perte et avant prise en compte de la valorisation des impôts différés.

* * * * *

En définitive, la valeur retenue par l'apporteur pour les titres Natixis, soit 13,2 Md€, s'établit dans le bas des fourchettes des différentes méthodes d'évaluation retenues par l'apporteur, étant rappelé que l'apporteur a fait le choix d'exclure la référence aux valeurs de marché (cours de bourse et cours « cible ») compte tenu du contexte actuel des marchés jugé perturbé et présentant une forte volatilité.

¹ Re transcrite dans la valeur terminale au-delà de la période explicite de prévisions.

2.3.2. Appréciation par les commissaires à la scission de la valeur des titres Natixis

Dans le cadre de nos travaux d'appréciation de la valeur des apports, nous avons, d'une part, procédé à une analyse critique des valeurs obtenues par l'apporteur, et, d'autre part, mis en œuvre des méthodes de valorisation alternatives, tant en ce qui concerne la société Natixis prise dans son ensemble que ses différents métiers.

Nos travaux nous conduisent aux commentaires suivants :

(i) Méthode du DDM consolidé

La méthode de valorisation par actualisation des flux de dividendes futurs disponibles est une approche intrinsèque prenant en compte les perspectives de résultat de la société déterminées par son management. Cette méthode fondée sur la mesure de la capacité bénéficiaire future récurrente revêt toujours une grande importance, dans la mesure où elle constitue la traduction directe de la performance économique future.

Nous avons examiné la pertinence du plan d'affaires 2009-2012 de Natixis qui agrège les plans d'affaires de chaque métier établis pour la même période.

On soulignera en préambule que ce plan d'affaires a été établi en avril dernier par une direction générale qui a beaucoup évolué depuis cette date. Une fois les apports réalisés, la nouvelle équipe de direction pourrait ainsi, après avoir apprécié les forces et les faiblesses de la banque, modifier le plan sur lequel nous avons travaillé. Dans un courrier daté du 20 juillet 2009, le Président du Directoire de la CNCE nous a toutefois confirmé qu'il n'existait aucun autre plan disponible à la date de notre rapport.

Le plan d'affaires de Natixis repose sur un horizon de prévisions 2009 à 2012 intégrant une progression de la rentabilité à partir de 2010, accrue en 2011, jusqu'à ce qu'elle atteigne son niveau normatif en 2012. Cette approche est fondée, selon nous, sur l'hypothèse d'une sortie de crise relativement rapide avec, au delà de 2012, une rentabilité supérieure au coût du capital.

Nous avons examiné la sensibilité du modèle DDM à la prise en compte de différents paramètres d'activité et financiers dont notamment :

- Sensibilité à des modifications du plan d'affaires de Natixis prévoyant un retour à un niveau de rentabilité normative retardé de trois années par rapport à ce qu'anticipe le management de Natixis, ce qui correspond à une durée de retournement que nous estimons plus prudente que celle retenue par Natixis,
- Intégration des déficits fiscaux non encore comptabilisés par Natixis et non intégrés dans les travaux d'évaluation menés par l'apporteur, y compris ceux générés par les pertes réalisées au titre du premier trimestre 2009,
- Sensibilité à une hypothèse de pertes additionnelles en 2009 sur le canton GAPC que nous avons estimées à 2,6 Md€ (après prise en compte de la perte de 1,9 Md€ d'ores et déjà constatée au premier trimestre 2009),
- Sensibilité à des hypothèses de taux d'actualisation et de croissance à l'infini plus conservatrices que celles retenues par l'apporteur.

Nous avons également examiné la valeur de Natixis déterminée selon la méthode DDM, mais basée sur le scénario dit « stressé » du plan d'affaires de Natixis.

La prise en compte combinée de ces paramètres nous conduit à une fourchette large de valeurs allant de 9,0 à 14,0 Md€, étant précisé que cette fourchette est soumise à l'aléa du niveau des pertes définitives à venir et de leur calendrier d'occurrence sur le canton GAPC (cf. § (v) ci-après).

(ii) Méthode de l'EVA

La méthode de l'EVA est une méthode de valorisation qui repose sur des paramètres d'évaluation simplifiés. Dans le cas de Natixis, cette méthode ne permet pas de prendre en compte les aléas liés à l'atteinte d'un niveau de rentabilité normatif supérieur au coût du capital estimé de la société, ce qui limite la pertinence des valeurs issues de cette approche.

Nous avons analysé la sensibilité des valeurs retenues à plusieurs hypothèses et, en particulier celle du RoE long terme. Les différents calculs que nous avons menés nous conduisent à une fourchette de valeurs comprises entre 13,7 et 15,1 Md€, intégrant les pertes constatées par Natixis sur le premier trimestre 2009.

(iii) Méthode de la Somme des parties

Comme pour la méthode du DDM consolidé, nous avons examiné la pertinence des plans d'affaires 2009-2012 des métiers de Natixis et avons porté une

appréciation sur la fourchette de valeurs obtenues par l'apporteur en menant nos propres travaux d'évaluation, notamment au regard des pertes enregistrées par Natixis au premier trimestre 2009.

Les plans d'affaires par métier, qui nous ont été transmis par l'apporteur, reposent sur un horizon de prévisions 2009 à 2012, identique à celui du plan d'affaires global, tablant sur des croissances et profils de risques différenciés en fonction des métiers. De manière générale, comme pour le plan d'affaires consolidé, cette approche postule une sortie de crise relativement rapide avec, au delà de 2012, l'atteinte par chaque pôle d'un niveau de rentabilité supérieur au coût du capital.

Nous avons examiné la sensibilité du modèle à la prise en compte de différents paramètres et, pour les métiers le permettant, appréhendé leur valeur à partir de méthodes d'évaluation alternatives.

La méthode en elle-même appelle les observations suivantes :

- le bouclage entre l'approche consolidée de valorisation par DDM et l'approche par parties de valorisation par DDM est délicat en raison notamment du fait que les paramètres financiers (fonds propres alloués, taux d'actualisation...) afférents à chaque pôle ne sont pas identiques entre eux, ni tous égaux à ceux retenus au niveau consolidé ;
- le montant des charges et produits affecté au « Hors Pôles » est significatif et sa valeur économique est en partie dépendante de l'organisation du groupe ;
- la valeur attribuée à GAPC suivant la méthode DDM ne nous paraît pas totalement pertinente.

Il nous est difficile de tirer une conclusion sur la valeur globale par la méthode de la Somme des Parties, en raison des difficultés méthodologiques évoquées ci-dessus. Nos commentaires porteront donc sur les projections retenues par Natixis pour chaque pôle dans le cadre de la réalisation du business plan consolidé 2009-2012 ainsi que sur les paramètres financiers retenus par l'apporteur pour l'évaluation de chacun de ces pôles.

(iii1) Pôle Banque de détail

A ce jour, Natixis détient des CCI émis par les Caisses d'Épargne et par les Banques Populaires, permettant la remontée de 20% du résultat de chacun des deux réseaux. Ces CCI, compte tenu du pourcentage de détention, sont mis en équivalence dans les comptes consolidés de Natixis.

Le pôle Banque de détail a été évalué par l'apporteur selon la seule méthode DDM. L'apporteur a également tenu compte dans ses travaux de valorisation d'une décote de 20% pour illiquidité et absence de droits de vote.

La mise en œuvre de cette méthode repose sur le plan d'affaires 2009-2012 communiqué par la Direction financière de Natixis et établi conjointement par les réseaux des Caisses d'Épargne et des Banques Populaires. Afin de déterminer la valeur du pôle, l'apporteur a appliqué à ce plan d'affaires un taux d'actualisation de 9%, un taux de croissance à l'infini de 2,5% et a retenu, comme flux de dividendes normatif, la différence entre le résultat net 2012, incrémenté du taux de croissance à l'infini, et la variation du niveau de fonds propres requis entre l'année 2012 et cette

année normative (le niveau de fonds propres requis pour l'année normative étant obtenu en appliquant le taux de croissance à l'infini au niveau de fonds propres requis pour 2012).

Nous avons examiné la pertinence du plan d'affaires au regard notamment des résultats réalisés par le pôle au 31 mars 2009 et avons évoqué avec les directions financières de la BFBP et de la CNCE les perspectives d'activité et les impacts de la crise financière sur les activités des deux réseaux. Nous avons procédé à une analyse critique de la valeur du pôle Banque de détail au travers, d'une part, de l'examen des paramètres retenus et, d'autre part, de la mise en œuvre de méthodes de valorisation alternatives. En particulier, nous nous sommes appuyés sur les méthodes suivantes :

- capitalisation des résultats des CCI mis en équivalence, qui nous semble être l'approche la plus pertinente ; cette méthode, en retenant des paramètres financiers (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini) plus conservateurs que ceux retenus par l'apporteur, conduirait à une valeur corroborant celle qui nous a été présentée,
- à titre secondaire (i) comparaisons boursières consistant à appliquer aux agrégats du pôle les multiples issus d'un échantillon des sociétés cotées les plus comparables, (ii) régression linéaire et (iii) EVA, méthodes dont la portée, en l'espèce, doit être relativisée,

Il ressort de nos travaux une fourchette de valeurs du pôle « Banque de détail » centrée autour de la valeur ressortant des travaux de valorisation par Somme des parties réalisés par l'apporteur.

(iii2) Pôle « Poste Clients »

Le pôle Poste Clients, exerçant son activité dans l'assurance crédit à destination des institutionnels ainsi que l'assurance à l'export gérée pour le compte de l'Etat, regroupe principalement, sous la société COFACE Holding, les activités d'assurance-crédit et d'affacturage de Natixis ; il a été évalué par l'apporteur selon la méthode des DDM (*Dividend Discount Model*).

La mise en œuvre de cette méthode repose sur le plan d'affaires 2009-2012 établi par la Direction financière de Natixis et la direction des sociétés détenues par COFACE Holding. L'apporteur a appliqué à ce plan d'affaires un taux d'actualisation de 10% ainsi qu'un taux de croissance à l'infini de 2,5% et a retenu, comme flux de dividendes normatif, la différence entre le résultat net 2012, incrémenté du taux de croissance à l'infini, et la variation du niveau de fonds propres requis entre l'année 2012 et cette année normative (le niveau de fonds propres requis pour l'année normative étant obtenu en appliquant le taux de croissance à l'infini au niveau de fonds propres requis pour 2012).

Nous avons examiné la pertinence du plan d'affaires au regard notamment des résultats réalisés par le pôle au 31 mars 2009 et avons évoqué avec les dirigeants les perspectives d'activité qui en découlent, en particulier, la correcte appréhension des impacts de la crise financière :

- l'essentiel des sinistres a été enregistré en 2008, du fait de la crise qui a amplifié un phénomène de cycle caractérisant le métier,
- le décalage éventuel du retournement de cycle sur la période explicite ne nous paraît avoir qu'une importance relative, la valeur du pôle correspondant en très grande partie à la valeur terminale dans le modèle DDM.

Nous avons procédé à une analyse critique de la valeur du pôle Poste Clients au travers, d'une part, de l'examen des paramètres retenus et, d'autre part, de la mise en œuvre de méthodes de valorisation alternatives. En particulier, nous nous sommes appuyés sur les méthodes suivantes :

- comparaisons boursières consistant à appliquer aux agrégats du pôle les multiples d'Euler Hermès (en l'espèce, multiples d'actif net tangible excluant l'ensemble des éléments incorporels et multiples de résultat net), en excluant les sociétés cotées qui présentent un mix produit plus large (assurances à la personne) ou qui sont des rehausseurs de crédit basés aux Bermudes,
- DDM corrigés sur la base d'une prolongation du plan d'affaires intégrant un retour à une rentabilité normative moins rapide et après analyse de la sensibilité de la valeur aux variations des paramètres financiers, étant rappelé que l'importance de la valeur terminale sur la valeur du pôle limite la portée de cette analyse,
- EVA (*Economic Value Added*).

Il ressort de nos travaux une fourchette de valeurs dans laquelle s'inscrit la valeur du pôle Poste Clients telle que ressortant des travaux de valorisation par Somme des parties réalisés par l'apporteur.

(iii3) Pôle BFI Pérenne

Le pôle BFI Pérenne a été évalué par l'apporteur selon la méthode des DDM (*Dividend Discount Model*). La mise en œuvre de cette méthode repose sur le plan

d'affaires 2009-2012 établi par la Direction financière de Natixis. L'apporteur a appliqué à ce plan d'affaires un taux d'actualisation de 11,5% ainsi qu'un taux de croissance à l'infini de 2,5% et a retenu, comme flux de dividendes normatif, la différence entre le résultat net 2012, incrémenté du taux de croissance à l'infini, et la variation du niveau de fonds propres requis entre l'année 2012 et cette année normative (le niveau de fonds propres requis pour l'année normative étant obtenu en appliquant le taux de croissance à l'infini au niveau de fonds propres requis pour 2012).

La BFI Pérenne a été redimensionnée à compter de décembre 2008 pour acter les effets de la crise financière qui a conduit à la révision du *business plan* dans le sens d'une réduction des volumes et des risques.

Cette restructuration s'est traduite par des réductions significatives des coûts (frais généraux, salaires, autres coûts de structure) et par un recentrage sur des activités moins exposées que par le passé, après avoir transféré sur le canton « GAPC » les actifs les plus touchés par la crise financière et les activités les plus risquées (cf. infra § (v)) ; ce recentrage se manifeste notamment par :

- la prédominance dans le portefeuille clientèle d'institutionnels désormais limités à l'espace européen limitrophe (Allemagne, Espagne, Italie) et de clients affichant une présence internationale mais présentant un profil de risque limité,
- la réduction drastique de la taille des autres activités (raréfaction des fusions-acquisitions, arrêt progressif de l'immobilier notamment) ou leur adossement à des « collatéraux ».

En outre, à l'heure actuelle, le pôle BFI Pérenne bénéficie de facteurs favorables :

- une conjoncture de taux « courts » bas favorisant la remontée des marges,
- la diminution de la présence en France des concurrents étrangers, notamment anglais.

Nous estimons que la capacité bénéficiaire de ce pôle reste exposée à un certain nombre d'aléas :

- variation des *spreads* de crédit, ayant une incidence sur le portefeuille de CDS détenu (portefeuille « CPM ») et sur la valeur d'une partie de sa dette,
- montée prévisible des risques de crédit, compte tenu des expositions sur un certain nombre de contreparties sensibles.

Par ailleurs, le bilan de Natixis reste fortement excédentaire en emplois, rendant la banque dépendante du marché, de la banque centrale européenne et de ses actionnaires pour assurer sa liquidité.

Compte tenu de ce qui précède, la valeur ressortant des travaux de valorisation par Somme des parties réalisés par l'apporteur pour le pôle BFI Pérenne nous semble élevée.

(iii4) Pôle Gestion d'actifs

Le pôle Gestion d'actifs développe une large gamme de solutions d'investissement sous forme de fonds, de produits dédiés et de mandats sur l'ensemble des classes d'actifs, avec une présence forte en France et aux Etats-Unis. Les sociétés de gestion et la plate-forme globale de distribution sont regroupées au sein de la Holding Natixis Global Asset Management, qui, après le rapprochement entre CAAM et SGAM, est le second acteur français et figure dans les 15 premiers acteurs mondiaux dans ce métier. Le pôle Gestion d'actifs a été évalué par l'apporteur selon la méthode des DDM (*Dividend Discount Model*).

La mise en œuvre de cette méthode repose sur le plan d'affaires 2009-2012 établi par la Direction financière de Natixis. L'apporteur a appliqué à ce plan d'affaires un taux d'actualisation de 10% ainsi qu'un taux de croissance à l'infini de 2,5% et a retenu, comme flux de dividendes normatif, la différence entre le résultat net 2012, incrémenté du taux de croissance à l'infini, et la variation du niveau de fonds propres requis entre l'année 2012 et cette année normative (le niveau de fonds propres requis pour l'année normative étant obtenu en appliquant le taux de croissance à l'infini au niveau de fonds propres requis pour 2012).

Nous avons examiné la pertinence du plan d'affaires au regard notamment de l'évolution des encours gérés et des résultats réalisés par le pôle au 31 mars 2009 et au 30 avril 2009, en évoquant avec les dirigeants les impacts de la crise financière et les perspectives d'activité.

Nous avons procédé à une analyse critique de la valeur du pôle « Gestion d'actifs » au travers, d'une part, de l'examen des paramètres financiers retenus, et, d'autre part, de la mise en œuvre de méthodes de valorisation alternatives. En particulier, nous nous sommes appuyés sur les méthodes suivantes :

- DDM corrigé sur la base d'une prolongation du plan d'affaires intégrant un retour à une rentabilité normative moins rapide, et après analyse de la sensibilité de la valeur aux variations des paramètres financiers.
- EVA (*Economic Value Added*).

Il ressort de nos travaux une fourchette de valeurs dans laquelle s'inscrit la valeur du pôle « Gestion d'actifs » ressortant des travaux de valorisation par Somme des parties réalisés par l'apporteur.

(iii5) Pôle Capital Investissement et Gestion Privée (CIGP)

Le pôle rassemble deux métiers proches par la nature de leurs clientèles, leur organisation et leurs pratiques professionnelles : le Capital Investissement et la Gestion Privée ; il a été évalué par l'apporteur selon la méthode des DDM (*Dividend Discount Model*).

La mise en œuvre de cette méthode repose sur le plan d'affaires 2009-2012 établi par la Direction financière de Natixis. L'apporteur a appliqué à ce plan d'affaires un taux d'actualisation de 10% ainsi qu'un taux de croissance à l'infini de 2,5% et a retenu, comme flux de dividendes normatif, la différence entre le résultat net 2012, incrémenté du taux de croissance à l'infini, et la variation du niveau de fonds propres requis entre l'année 2012 et cette année normative (le niveau de fonds propres requis pour l'année normative étant obtenu en appliquant le taux de croissance à l'infini au niveau de fonds propres requis pour 2012).

Nous avons examiné la pertinence du plan d'affaires au regard notamment des résultats réalisés par le pôle au 31 mars 2009 et avons évoqué avec les dirigeants les perspectives d'activité et l'évolution des multiples de valorisation dans l'activité de capital investissement, afin d'apprécier les impacts de la crise financière.

Nous avons procédé à une analyse critique de la valeur du pôle CIGP au travers, d'une part, de l'examen des paramètres financiers retenus, et, d'autre part, de la mise en œuvre de méthodes de valorisation alternatives. En particulier, nous nous sommes appuyés sur les méthodes suivantes :

- DDM corrigé sur la base d'une prolongation du plan d'affaires intégrant un retour à une rentabilité normative moins rapide, et après analyse de la sensibilité de la valeur aux variations des paramètres financiers.
- EVA (*Economic Value Added*).
- DDM calculé avec une valeur terminale fondée sur la valeur de l'actif net réévalué à fin 2012 pour le segment Capital Investissement, étant entendu que ce calcul a fait l'objet d'un retraitement sur les fonds propres excédentaires (l'ANR étant calculé à partir des données de Natixis Private Equity, à la différence du plan d'affaires qui se fonde sur des hypothèses normatives d'allocation de fonds propres).

Il ressort de nos travaux une fourchette de valeurs dans laquelle s'inscrit la valeur du pôle « CIGP » retenue par l'apporteur.

(iii6) Pôle Services

Le pôle Services de Natixis réunit plusieurs métiers à destination, soit de la clientèle des réseaux bancaires (assurance et cautions, crédit à la consommation), soit d'entreprises (financements spécialisés, ingénierie sociale), soit d'autres établissements bancaires et institutionnels (paiements).

Le pôle Services a été évalué par l'apporteur selon la méthode des DDM (*Dividend Discount Model*).

La mise en œuvre de cette méthode repose sur le plan d'affaires 2009-2012 établi par la direction de chacun des métiers du pôle et validé par le management de Natixis. Les calculs effectués par l'apporteur retiennent un taux d'actualisation de 10% et un taux de croissance à l'infini de 2,5%.

Nous avons examiné la pertinence du plan d'affaires de chacun des métiers du pôle Services au moyen d'entretiens avec les responsables du pôle et au regard des résultats du premier trimestre 2009. Il en ressort les principaux éléments suivants :

- concernant le métier « Assurance », le maintien de sa capacité bénéficiaire (et donc de sa valeur) est notamment corrélé au niveau des indices boursiers, dont le point bas est estimé être celui atteint au 31 mars 2009 ; par la suite l'augmentation des résultats de ce métier sur la période 2010-2012 est sous-tendu par une hypothèse de hausse des indices boursiers qui présente, par nature, un aléa ;
- les résultats du premier trimestre 2009 ne remettent pas significativement en cause les prévisions pour l'année 2009, même si on peut s'attendre à une baisse par rapport aux prévisions compte tenu des retards d'activité sur les métiers les plus exposés à la conjoncture ;
- le plan d'affaires ne tient pas compte des synergies possibles en matière de déploiement d'offres auprès des réseaux (assurance et crédit consommation) et de la possible ouverture des plateformes (paiements) à d'autres réseaux.

Nous avons procédé à une analyse critique de la valeur du pôle Services au travers, d'une part, de l'examen des paramètres financiers retenus, et, d'autre part, de la mise en œuvre de méthodes de valorisation alternatives. En particulier, nous nous sommes appuyés sur les méthodes suivantes :

- DDM corrigés sur la base d'un retard d'un an quant à la réalisation du plan d'affaires et après analyse de la sensibilité de la valeur à des paramètres financiers (taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini) plus conservateurs ;
- multiples d'*Embedded Value* et d'*Appraisal Value* mis en œuvre sur le métier « Assurance » à partir du rapport d'évaluation effectué par la société Towers Perrin au 30 juin 2008, qui nous a été transmis par l'apporteur.

Il ressort de nos travaux une fourchette de valeurs dans laquelle s'inscrit la valeur du pôle Services ressortant des travaux de valorisation par Somme des parties réalisés par l'apporteur.

(iii7) Hors pôles

Les activités « hors pôles » enregistrent essentiellement le coût des directions fonctionnelles et des charges de structure non réaffecté aux pôles métiers, ainsi que le résultat de gestion de la trésorerie centrale et de l'écart entre les fonds propres de la société et les fonds propres alloués à chaque pôle métier.

L'apporteur a évalué ce « hors pôles » sur la base d'une méthode « DDM » qui aboutit à une valeur négative.

La mise en œuvre de cette méthode repose sur le plan d'affaires 2009-2012 établi par le management de Natixis. L'apporteur a appliqué à ce plan d'affaires un taux d'actualisation de 11% ainsi qu'un taux de croissance à long terme de 2,5% et a retenu comme flux normatif la différence entre le résultat net 2012, incrémenté du taux de croissance à l'infini, et la variation du niveau de fonds propres requis entre l'année 2012 et cette année normative (le niveau de fonds propres requis pour l'année normative étant obtenu en appliquant le taux de croissance à l'infini au niveau de fonds propres requis pour 2012).

Il est difficile de porter une appréciation sur un plan d'affaires qui concerne des activités dites centrales dont l'évolution dépendra des décisions d'organisation qui seront retenues. Ces décisions seront fonction d'un périmètre du groupe qui ne sera pas nécessairement pérenne sur la durée du plan. Nous ne pouvons donc pas nous prononcer sur la valeur négative des activités « Hors-pôles » ressortant des travaux de valorisation par Somme des parties réalisés par l'apporteur à ce titre.

(iv) Méthodes alternatives

Nous avons examiné la valeur de Natixis au travers de la mise en œuvre de méthodes de valorisation alternatives :

- le cours de bourse de l'action Natixis s'est profondément et régulièrement dégradé depuis mi-2007 et n'est pas pleinement représentatif de la valeur de la banque du point de vue d'actionnaires majoritaires. Il est néanmoins délicat de ne pas en tenir compte dans la mesure où la part du capital détenue par le public et le volume des transactions sont significatifs. Nous avons donc calculé la moyenne des cours sur différentes périodes, d'une part, en la majorant d'une prime de contrôle, d'autre part, en supprimant la décote afférente à l'ancienne structure de contrôle et de gouvernance de Natixis ; nous avons également appliqué cette démarche aux cours « cible » des analystes. Il résulte de nos calculs une fourchette de valeurs allant de **4,9 à 6,3 Md€** ;
- la méthode des comparables boursiers sur plusieurs échantillons incluant les banques françaises, appliquée d'une part, aux résultats estimés 2010² de Natixis, qui aboutit à une fourchette de valeurs allant de **6,9 à 7,1 Md€** (sans application de la prime de contrôle mentionnée à l'alinéa précédent), d'autre part, à l'actif net tangible (*i.e.* après élimination de l'ensemble des éléments incorporels dont les survaleurs ou *goodwill*) de Natixis au 31 mars 2009, soit 10,4 Md€, qui extériorise une fourchette allant de **11,6 à 12,8 Md€** (sans application de la prime de contrôle mentionnée à l'alinéa précédent) ;
- la méthode de l'actif net corrigé au 31 mars 2009 (établi par l'addition des capitaux propres part du groupe, des impôts différés non activés et des pertes potentielles sur le canton GAPC) ; en retenant une perte complémentaire sur GAPC estimée à 2,6 Md€, nous aboutissons à une valorisation de Natixis allant de **13,2 Md€ à 14,4 Md€**, selon que l'on actualise ou non les impôts différés.

(v) Canton (GAPC)

Cette structure regroupe l'ensemble des actifs les plus touchés par la crise financière ainsi que ceux qui ne sont plus considérés comme faisant partie de l'activité pérenne de Natixis à la suite d'une révision de ses orientations stratégiques. L'objectif de ce cantonnement est la gestion des actifs transférés jusqu'à leur extinction ou leur cession si cette dernière devait être décidée avant extinction des actifs. Au 31 décembre 2008, la valeur nette des actifs pondérés ainsi transférés s'élevait à 31 Md€ ; au 31 mars 2009, elle s'élevait à 33,7 Md€.

² L'année 2010 correspond à l'année d'anticipation de la reprise (§ 2.3.1. (i))

Au 31 mars 2009, les comptes trimestriels publiés par Natixis font état d'une perte d'un montant de (1,8) Md€, dont (1,9) Md€ pour la seule GAPC. Ces pertes s'expliquent notamment par la persistance de la crise financière qui augmente fortement le risque de contrepartie de la société et qui génère des variations de valeur sur les actifs cantonnés.

Nous avons examiné la valeur du canton telle qu'elle nous a été présentée selon la méthode DDM. Nous l'avons mise en perspective avec les *stress tests* effectués à la demande des actionnaires de Natixis en février 2009 et les résultats intermédiaires estimés (non audités) du canton au 31 mai 2009. En l'état de notre connaissance de la GAPC et des informations qui nous ont été communiquées par l'apporteur :

- au 31 mai 2009, la situation du canton ne fait pas apparaître de pertes significatives complémentaires par rapport à la situation au 31 mars 2009, ce qui s'explique par le fait que les instruments valorisés en *mark to model* sont évalués à intervalle trimestriel, soit au 30 juin 2009. Nous n'avons pas eu communication à la date du présent rapport de la situation telle qu'elle ressortira au 30 juin 2009, l'évaluation n'étant pas encore disponible ;
- la Commission Bancaire a effectué une mission de place sur les expositions de Natixis vis-à-vis des rehausseurs de crédit (CDPC et « *monolines* »). Elle ne semble pas conclure à une insuffisance de provisions vis-à-vis de ces contreparties, tout en relevant des risques potentiellement significatifs qui sont associés à ces expositions,
- d'après les informations recueillies auprès de nos interlocuteurs et la documentation dont nous disposons, il ne semble pas exister d'événement laissant présager une dégradation brutale des conditions de marchés et des contreparties. Les pertes potentielles futures doivent cependant être appréciées en tenant compte de l'absence de liquidité sur certains produits (notamment les dérivés de fonds structurés) et du fait que l'appréciation par Natixis de ses positions au 30 juin 2009 ne sera finalisée qu'à fin juillet 2009, postérieurement à la remise du présent rapport.

Pour autant, la difficulté d'apprécier le niveau des pertes à venir de la GAPC et le calendrier d'occurrence de ces pertes ne nous permettent pas de conclure sur la valeur intrinsèque de ces actifs cantonnés. Nous ferons toutefois observer pour terminer, que face à ces incertitudes, la structure financière de Natixis a été renforcée ou pourra l'être par :

- l'avance de 1,5 Md€ consentie à Natixis par la CNCE et la BFBP qui, en l'absence de terme défini, ne présente pas de caractère remboursable,

- les titres de dette (TSSDI) émis par la BFBP et la CNCE le 26 juin 2009 à hauteur de 2,0 Md€, et souscrits par la Société de Prise de Participation de l'Etat (SPPE), puis transférés à BPCE dont la BFBP et la CNCE ont fait bénéficiaire Natixis ; ainsi les fonds procurés par cette émission ont symétriquement permis aux deux organes centraux de souscrire à une émission de titres de dettes (TSSDI) par Natixis,
- les fonds propres disponibles au niveau de BPCE après souscription par l'Etat (via la SPPE) des actions de préférence et des BSA.

2.3.3. Synthèse sur la valeur de Natixis

Les résultats de nos travaux sont repris dans le tableau ci-dessous. Il est rappelé d'une part que la valeur des titres Natixis retenue correspond à une valorisation de 100% de cette société à 13,2 Md€, d'autre part que nos estimations restent soumises à l'aléa du niveau de pertes éventuelles sur le canton GAPC ainsi que leur calendrier d'occurrence.

Méthode	Référence supra § 2.3.2	Valeurs (en Md€)
DDM	i	9,0 à 14,0
EVA	ii	13,7 à 15,1
Somme des parties	iii	
Cours de bourse et cours « cible » avec prime de contrôle	iv	4,9 à 6,3
Comparables boursiers - multiples de résultat net 2010	iv	6,9 à 7,1
Comparables boursiers - multiples d'actif net tangible	iv	11,6 à 12,8
Actif net corrigé	iv	13,2 à 14,4

2.4. APPRÉCIATION DE LA VALEUR GLOBALE DES APPORTS

Le choix par les parties d'un apport aux valeurs comptables est conforme à la réglementation et n'appelle pas de remarque de notre part. On notera que la différence négative entre la valeur nette comptable globale des titres apportés par la CNCE et la valeur d'apport globale de ces titres fait l'objet d'une provision pour perte de rétroactivité.

Nous avons examiné les travaux de valorisation des apports, transmis par l'apporteur et élargi le spectre des approches possibles afin de respecter au mieux le principe d'une valorisation multicritère. Cet examen se situe dans un contexte de forte volatilité des marchés et de crise économique et financière, caractérisé par une difficulté certaine à appréhender les perspectives d'avenir.

Sur la seule base des données dont nous avons eu connaissance à la date de ce rapport, nous constatons que la valeur retenue se situe dans le haut de la fourchette des valeurs acceptables. Les données en notre possession sont néanmoins affectées de plusieurs incertitudes qui rendent délicate l'appréciation de Natixis, dont les titres constituent le principal actif apporté. A la date du présent rapport, nous constatons en effet que :

- le plan d'affaires sur lequel est fondée la valeur de Natixis a été établi en avril 2009 par une équipe de direction qui n'est plus en place et a déjà dû être ajusté des pertes enregistrées au titre du premier trimestre 2009. Nous comprenons que la nouvelle équipe, largement reconfigurée, n'a pas encore décidé ce que serait le nouveau profil du groupe et donc ses perspectives financières, qui en conditionnent la valeur ;
- Natixis porte un canton d'opérations gérées en extinction (GAPC), pour lequel il est aujourd'hui difficile de définir le niveau des pertes potentielles futures et le calendrier d'occurrence de ces pertes ;
- les résultats du premier semestre 2009 n'ont pas encore été arrêtés, ce qui fait peser une incertitude sur le montant des fonds propres de Natixis à la date de réalisation des apports fin juillet 2009.

Les incertitudes découlant des faits qui viennent d'être rappelés pourraient conduire à ce que la valeur de Natixis devienne inférieure à la valeur retenue dans le projet de traité d'apport, sans qu'il soit possible de fixer l'ampleur de la différence.

Nous relevons toutefois que l'opération globale comprend l'apport à BPCE des organes centraux des deux réseaux, Banques Populaires et Caisses d'Épargne avec les prérogatives qui sont les leurs. Aux termes du Code monétaire et financier, ceux-ci « prennent toutes mesures nécessaires, notamment pour garantir la liquidité et la solvabilité » de chacun des établissements affiliés au réseau comme de l'ensemble du réseau.

La BFBP et la CNCE ont donc le devoir de prendre ces mesures à l'égard de Natixis, ce qu'elles ont d'ailleurs déjà fait dans un passé récent. Elles en ont également le pouvoir, tant à raison de leurs capacités financières propres que des moyens dont l'Etat va doter BPCE, organe central du futur ensemble. Ce dernier s'est en effet engagé à mettre 5 milliards d'euros à la disposition de BPCE dès

l'opération d'apport terminée. Les conditions préalables à la réalisation de celle-ci ayant été levées, son approbation par les actionnaires de BPCE est désormais certaine.

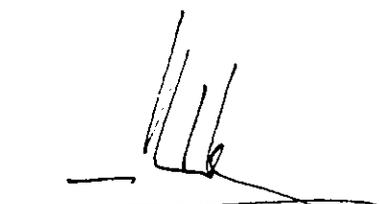
Nous pouvons donc considérer que même au cas où les incertitudes évoquées ci-dessus contribueraient à dégager un montant de pertes significatif, ces pertes pourraient être comblées par des apports complémentaires d'égal montant effectués par les apporteurs, de sorte que la valeur globale de l'apport serait sauvegardée.

3. CONCLUSION

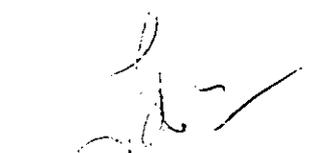
En conclusion de nos travaux et en l'état tant des informations connues à la date du présent rapport que des observations présentées au paragraphe 2.4 ci-dessus, nous sommes d'avis que la valeur des apports s'élevant à 6.000.708.869 euros n'est pas surévaluée et, en conséquence, que la valeur des apports est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire de l'apport, majorée de la prime d'apport.

A Paris, le 20 juillet 2009,

Les commissaires à la scission



Dominique LEDOUBLE



Isabelle de KERVILER



Michel LEGER

Commissaires aux comptes

Membres de la Compagnie régionale de Paris