

CREDIT AGRICOLE SA
12, place des Etats Unis
92120 - MONTROUGE

RCS NANTERRE 784 608 416

RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS
CHARGÉ D'APPRECIER LES AVANTAGES
PARTICULIERS

ASSEMBLÉE GÉNÉRALE MIXTE DU 16 MAI 2018

Didier FAURY

Expert-comptable diplômé par l'Etat
Commissaire aux comptes
Expert près la Cour d'appel de Paris
Expert près la Cour administrative d'appel
de Paris et Versailles
Expert agréé par la Cour de cassation
140, boulevard Haussmann - 75008 PARIS
Téléphone : 01 53 83 85 00
Télécopie : 01 42 25 66 21

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui m'a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Nanterre en date du 16 janvier 2018 et conformément aux dispositions des articles L.225-147 et R.225-136 du Code de commerce, je vous présente mon rapport sur l'appréciation des avantages particuliers résultant de l'attribution d'actions gratuites nouvelles, émises au profit des porteurs d'actions ouvrant droit à la majoration du dividende prévue au paragraphe 3 de l'article 31 de vos statuts.

L'opération envisagée vous est exposée dans le rapport du conseil d'administration en date du 13 février 2018 et les projets de textes des résolutions qui seront présentés à l'assemblée spéciale des ayants-droit au dividende majoré du 4 avril 2018 et à l'assemblée générale mixte du 16 mai 2018.

Il m'appartient d'apprécier les avantages particuliers provenant de l'attribution d'actions gratuites dont l'émission est proposée en contrepartie de la suppression de la majoration du dividende prévue à l'article précité des statuts de la société. Il ne m'appartient pas en revanche, de juger du bien-fondé de l'octroi d'avantages particuliers, lequel procède du consentement des actionnaires.

J'ai mis en œuvre les diligences que j'ai estimé nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes relative à cette mission. Ces diligences, qui ne constituent ni un audit ni un examen limité, sont destinées à décrire et apprécier les avantages particuliers attachés aux actions gratuites. Elles sont également destinées à indiquer pour ces avantages particuliers quel mode d'évaluation a été retenu par votre conseil d'administration et pourquoi il a été retenu.

Ma mission prenant fin avec le dépôt de mon rapport, il ne m'appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa signature.

A aucun moment je ne me suis trouvé dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Je vous prie de prendre connaissance de mes constatations et de ma conclusion dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération envisagée,
2. Description des avantages particuliers,
3. Diligences accomplies et appréciation des avantages particuliers,
4. Synthèse
5. Conclusion.

1. PRESENTATION DE L'OPERATION ENVISAGEE

1.1. Société concernée

CREDIT AGRICOLE SA est une société anonyme au capital de 8.538.313 578 €, régie par le livre II du Code de commerce et les dispositions du Code monétaire et financier, dont le siège social est situé 12, place des Etats Unis à Montrouge (92120) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 784.608.416.

Le capital de CREDIT AGRICOLE SA est composé de 2.846.104.526 actions ordinaires d'une valeur nominale de 3 € chacune, intégralement libérées.

Outre son rôle d'organe central chargé de veiller à la cohésion du réseau et de s'assurer du bon fonctionnement des Caisses régionales et des établissements affiliés, la société, aux termes de ses statuts *« réalise, tant en France qu'à l'étranger, toutes opérations de banque, de finance, de crédit, de prise de participations, de services d'investissement ou de services connexes au sens du Code monétaire et financier, de cautionnement, d'arbitrage, de courtage et de commission, soit pour son propre compte, soit pour le compte de tiers, dans le respect des compétences propres des caisses régionales de crédit agricole mutuel. »*

L'action CREDIT AGRICOLE SA est cotée au compartiment A d'Euronext Paris et fait notamment partie des indices CAC 40, Stoxx Europe 600 Banks et FTSE Eurofirst 80

1.1. Contexte et nature de l'opération envisagée

L'assemblée générale extraordinaire du 18 mai 2011 de Crédit Agricole SA a décidé, en conformité avec le droit commercial français, d'accorder à ses actionnaires les plus fidèles une majoration de 10% de leurs dividendes.

C'est ainsi qu'a été créé le paragraphe 3 de l'article 31 des statuts prévoyant que *« Tout porteur d'actions ordinaires ou tout porteur d'actions de préférence qui justifie, à la clôture d'un exercice, d'une inscription nominative depuis deux ans au moins et du maintien de celle-ci à la date de mise en paiement du dividende versé au titre dudit exercice, bénéficie d'une majoration du dividende revenant aux actions ordinaires et aux actions de préférence ainsi inscrites, dans la limite de 10% maximum du dividende*

versé aux autres actions, y compris dans le cas de paiement du dividende en actions ordinaires ou actions de préférence nouvelles, le dividende ainsi majoré étant, si nécessaire, arrondi au centime inférieur. Le nombre d'actions éligibles à cette majoration ne peut excéder, pour un même actionnaire, 0,5% du capital social à la date de clôture de l'exercice considéré. »

Ce dividende majoré a été versé pour la première fois en 2014, au titre des comptes 2013, et sur toutes les années postérieures.

Mais, l'Autorité Bancaire Européenne ayant estimé que cette mesure n'était pas conforme au droit bancaire européen – opinion confirmée par la Banque Centrale Européenne -, le Conseil d'administration de CREDIT AGRICOLE SA a dû décider de supprimer cet avantage réservé aux actionnaires fidèles et de leur distribuer, à titre de dédommagement, des actions gratuites.

2. DESCRIPTION DES AVANTAGES PARTICULIERS

Les avantages particuliers sont présentés dans le rapport du conseil d'administration et les projets de texte des résolutions à l'assemblée spéciale du 4 avril 2018 et à l'assemblée mixte du 16 mai 2018.

Les principales dispositions de cette opération peuvent être résumées comme suit :

2.1. Rappel du schéma général

Comme indiqué ci-dessus, le conseil d'administration de CREDIT AGRICOLE SA a décidé, d'une part, de supprimer l'avantage du dividende majoré aux actionnaires pouvant y prétendre, d'autre part, de verser à ceux-ci une indemnisation sous forme d'actions gratuites à émettre par la société.

L'opération a donc nécessité, en premier lieu, la valorisation du droit à indemnisation relatif à la perte financière que les porteurs d'actions ordinaires donnant droit à dividende majoré supporteront suite à la suppression de ce mécanisme à compter de l'exercice 2018, dans un deuxième temps, la détermination de la valeur de l'action CASA et du nombre d'actions attribuées gratuitement aux porteurs d'actions donnant droit à dividende majoré.

Sur la base d'un rapport émis par le cabinet LEDOUBLE SAS, préalablement désigné en tant qu'expert indépendant, la mesure compensatoire a été arrêtée à 0,56 € par action, ce qui correspond à une action nouvelle à émettre pour 26 actions bénéficiant d'un dividende majoré.

2.2. Valorisation des droits à indemnisation

Aux termes du rapport de l'expert indépendant, établi le 7 février 2018, sa mission a consisté à :

« déterminer le montant de la perte financière que les bénéficiaires du dividende majoré supporteront à la suite de la suppression du mécanisme de dividende majoré...[et à] apprécier la méthodologie de détermination du cours de référence retenu par la société en rémunération de la Mesure Compensatoire, sans qu'il soit procédé à une évaluation multicritère de CASA. »

Pour valoriser le droit à indemnisation, l'expert indépendant a retenu une approche de type *Dividend Discounting Model* appliquée à un portefeuille en *run-off*, c'est-à-dire le calcul de la valeur actuelle de la suite de dividendes qu'aurait globalement perçu l'ensemble des actionnaires concernés au 31 décembre 2017 – dernière année au titre de laquelle le dividende majoré sera distribué -, en prenant en considération la diminution dans le temps de cette population fermée.

Cette évaluation a reposé sur trois paramètres majeurs,

- le taux de croissance des dividendes ;
- le taux d'actualisation ;
- le taux de décroissance du portefeuille des actions concernées par la mesure.

2.2.1. Le taux de croissance des dividendes

Le taux de croissance des dividendes a été calculé selon une formule issue des travaux d'un économiste (J. GORDON) selon lesquels ce taux est principalement fonction de la politique de distribution des dividendes et du rendement des bénéfices non distribués. Ce taux prévisionnel dépend du rendement des fonds propres (Return on Equity ou ROE) et du taux de distribution des bénéfices.

Le ROE prévisionnel a été déterminé à partir,

- du plan d'affaires du groupe et des notes d'analystes sur les exercices 2017 à 2020,
- d'un rendement-cible des fonds propres,
- d'une trajectoire prévisionnelle de 2020 à 2025 simulée à partir du ROE prévisionnel 2020 des analystes, en supposant que le rendement-cible sera atteint en 2025.

L'hypothèse de taux de distribution des bénéfices est en cohérence avec la communication financière de CASA sur ce point et le taux prévisionnel de distribution des bénéfices tel qu'il ressort du consensus de marché.

2.2.2. Le taux d'actualisation

Dans une approche par capitalisation des dividendes, le taux d'actualisation à retenir est un coût des capitaux propres (COE).

Celui-ci a été déterminé par une double approche, une approche directe à partir du MEDAF (Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers), une approche implicite à partir d'une formule dérivée du modèle Gordon Growth et recoupé avec le coût des fonds propres ressortant des analyses boursières sur CASA et ses comparables.

Le taux retenu est encadré de manière satisfaisante par les taux mentionnés par les analystes.

2.2.3. Le taux de décroissance du nombre d'actions bénéficiant d'un dividende majoré

La première distribution d'un dividende majoré est intervenue en 2014 sur les résultats 2013.

Le portefeuille des actions à dividende majoré a donc été observé, sur la base des données disponibles, du 31 décembre 2013 au 31 décembre 2016.

L'évolution du portefeuille (en nombre d'actions après application du plafonnement) est résumée dans le tableau ci-dessous issu des données de CREDIT AGRICOLE SA.¹

VARIATION ANNUELLE DU PORTEFEUILLE EN NOMBRE D'ACTIONS PLAFONNE						
	Ouverture	Pertes	Gains	Total	Entrants N	Clôture
	a	b	c	a+b+c	d	a+b+c+d
Portefeuille fin 2013	141.676.622	-6.582.353	2.585.843	137.680.112	15.010.335	152.690.447
Portefeuille fin 2014	152.690.447	-9.205.965	5.916.858	149.401.340	7.706.291	157.107.631
Portefeuille fin 2015	157.107.631	-12.923.773	9.766.976	153.950.835	11.532.663	165.483.498
Portefeuille fin 2016	165.483.498	-8.824.069	8.348.118	165.007.547	6.365.019	171.372.566
TOTAL	141.676.622	-37.536.160	26.617.796	130.758.258	40.614.308	171.372.566

Il ressort de l'examen de ce tableau, en comparant le nombre d'actions « perdues » chaque année avec le solde d'ouverture de ladite année, qu'en moyenne le portefeuille perd environ 6% de ses effectifs par an.

L'expert indépendant a estimé qu'une fois fermé – c'est-à-dire selon sa configuration figée au 31 décembre 2017, puisque la dernière distribution interviendrait en 2018 - le portefeuille pouvait évoluer entre deux approches,

¹ Les pertes correspondent aux actions cédées, les gains aux renforcements des portefeuilles existants et aux actions exclues du fait du plafonnement qui intègrent le portefeuille lors des augmentations du capital, les entrants aux actions détenues depuis moins de deux ans en année N-1 qui deviennent éligibles en année N.

- soit l'approche linéaire en perdant tous les ans le même nombre d'actions
- soit l'approche exponentielle à la baisse en perdant tous les ans le même pourcentage du portefeuille de début d'année.

Une première approche (dite l'approche globale) a été réalisée en supposant que le nombre d'actions allait devenir nul ou quasi-nul.

Mais, il est par ailleurs apparu qu'une partie de l'actionnariat bénéficiant d'un droit de vote majoré était un actionnariat très stable (en particulier l'actionnaire de référence de la société) et qu'il convenait donc de réaliser une approche (l'approche différenciée) prenant en considération un plancher en deçà duquel le nombre d'actions en portefeuille ne pouvait pas tomber.

Chacune de ces approches a donné lieu à des calculs tant dans le scénario d'une attrition linéaire que dans celui d'une attrition exponentielle en fonction des hypothèses d'évolution des dividendes.

2.2.4. valorisation du droit à indemnisation

Sur la base des travaux ainsi résumés, l'expert indépendant conclut à une valeur du droit par action comprise entre 0,45 € et 0,63 €.

2.2.5. Détermination du nombre d'actions à émettre

Pour déterminer le nombre d'actions à émettre, le conseil d'administration de CREDIT AGRICOLE SA a dû arrêter la valeur du droit et la valeur de l'action à retenir.

La valeur du droit a été fixée à 0,56 €, soit légèrement au-dessus du milieu de la fourchette déterminée par l'expert indépendant.

La valeur de l'action émise en contrepartie de la suppression du droit a été calculée à l'issue de la cotation du 12 février 2018, sur la base des 60 derniers jours de bourse et s'établit à 14,55 €, ce qui correspond à un rapport de 1 action ordinaire nouvelle pour 26 actions nominatives ouvrant droit au versement d'un dividende majoré au titre de l'exercice 2017.

3. DILIGENCES ACCOMPLIES ET APPRÉCIATION DES AVANTAGES PARTICULIERS

3.1. Diligences accomplies

J'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes relative à cette mission. Ces diligences ont notamment consisté à :

- s'entretenir avec les responsables de l'opération chez CREDIT AGRICOLE SA afin de comprendre le contexte économique, juridique et financier de l'opération envisagée ainsi que ses objectifs et les modalités de sa réalisation ;
- prendre connaissance du mode d'évaluation retenu par le conseil d'administration de la société pour déterminer le nombre d'actions gratuites à émettre ;
- opérer un examen critique approfondi du rapport de l'expert indépendant ;
- réaliser mes propres approches et calculs ;
- tester la sensibilité des calculs aux paramètres utilisés ;
- effectuer les vérifications que j'ai estimé nécessaires pour apprécier la consistance des droits particuliers octroyés et leur incidence sur la situation des actionnaires ;
- vérifier que les droits particuliers ne sont pas contraires à la loi ;
- obtenir une lettre d'affirmation.

Je précise que la mission du commissaire aux apports chargé d'apprécier les avantages particuliers, n'est pas assimilable à une mission de *due diligence*, ni d'expertise indépendante sur la valorisation des avantages particuliers attribués. Cette mission a pour objectif d'éclairer les actionnaires sur les avantages particuliers constitués par l'attribution d'actions gratuites dont l'émission est envisagée.

3.2. Appréciation des avantages particuliers

Comme indiqué dans la présentation de l'opération en section 1, la valeur des actions gratuites – fixée sur la base de la moyenne des cours pondérés par les volumes des 60 derniers jours de bourse, appréciés au 12 février 2018 correspond au montant de l'indemnité compensatrice de la suppression du dividende majoré pour les actionnaires détenant leurs titres depuis au moins deux ans au 31 décembre 2017.

3.2.1. Valeur retenue pour l'action CASA

La valeur de l'action CASA a donc été déterminée sur la base de la seule valeur boursière sur la période précitée. Compte tenu de l'importance du flottant du titre CASA et du nombre significatif de transactions journalières qui confèrent au cours de bourse un caractère représentatif de la valeur, la prise en considération de ce seul critère n'appelle pas d'observations particulières.

En ce qui concerne le délai d'observation du cours retenu, j'ai réalisé une étude sur le niveau du cours moyen pondéré des volumes de l'action CASA au 12 février 2018, en retenant le cours moyen pondéré des volumes sur 20 jours de bourse, 60 jours de bourse ainsi que sur 1, 2, 3, 6 et 12 mois.

20 jours	14,8
60 jours	14,5
1 mois	15,0
2 mois	14,7
3 mois	14,5
6 mois	14,5
12 mois	14,0
(Source Thomson Reuters)	

Il ressort de cette étude que le cours moyen pondéré sur ces diverses périodes a évolué entre 14,0 € (sur 12 mois) et 15,0 € (sur 1 mois).

Sur la période s'étendant du 1^{er} février 2017 au 31 janvier 2018, le cours du titre a évolué entre un plus haut à 15,5 € et un plus bas à 11,2 €, c'est-à-dire dans une fourchette assez resserrée.

Dans ces conditions, le délai de 60 jours retenu par le conseil d'administration – qui est usuel pour ce type d'opération – n'appelle pas de remarque particulière.

La période sur laquelle a été déterminé le cours moyen s'achève le 12 février 2018, bien qu'assez éloignée de la date de l'Assemblée Générale mixte des actionnaires appelée à se prononcer sur l'opération, elle a été retenue pour permettre à l'assemblée spéciale des actionnaires détenant leurs titres depuis au moins deux ans et qui se tiendra le 4 avril 2018 de se prononcer en connaissance de cause sur la base d'une information complète.

3.2.2. Valeur de l'indemnité compensatrice

En ce qui concerne l'indemnité compensatrice de la suppression de la majoration du dividende, elle a été déterminée sur la base des travaux de l'expert indépendant selon une méthode usuelle d'actualisation du complément de dividende sur une période définie.

Le calcul effectué par l'expert repose sur des hypothèses portant sur :

- La progression future des dividendes,
- Le choix du taux d'actualisation,
- L'évolution, dans le temps, du nombre d'actions pouvant bénéficier d'un dividende majoré, étant précisé que le portefeuille de ces actions a été fermé au 31 décembre 2017, et qu'il ne peut plus y avoir d'entrées depuis cette date.

Les hypothèses financières (progression du dividende, taux d'actualisation) m'apparaissent usuelles et documentées : elles reposent sur des données objectives concernant tant CASA que les sociétés cotées qui lui sont comparables et sur des méthodes dont l'application est courante.

La détermination de l'évolution future du portefeuille des actions concernées par la mesure est plus complexe.

Comme l'indique l'expert indépendant dans son rapport, « *le portefeuille existant au 31 décembre 2017 se compose de plusieurs catégories d'actionnaires ayant des comportements différents et dépendant de nombreux facteurs aussi bien exogènes (environnement économique global, perspectives de la société, ...) qu'endogènes (situation financière propre à chaque actionnaire, arbitrage de portefeuille, ...), et par conséquent difficilement prédictibles* ».

De surcroît, la mesure compensatoire ne peut qu'être la même pour l'ensemble des actionnaires concernés et doit concilier au mieux les intérêts de l'ensemble de ceux-ci.

L'expert indépendant a considéré que, s'agissant d'un portefeuille en *run off*, c'est-à-dire fermé et ne pouvant évoluer que par des sorties, l'attrition du portefeuille suivrait une tendance comprise entre une décroissance linéaire et une décroissance exponentielle. En d'autres termes, pour les deux bornes concernées, soit la variation annuelle en nombre d'actions sera fixe et la variation annuelle en pourcentage du solde à l'ouverture croissante, soit la variation annuelle en nombre d'actions sera décroissante et la variation annuelle en pourcentage du solde à l'ouverture fixe.

L'approche linéaire semble être moins susceptible de refléter la réalité, même pour une population fermée, du fait de la grande diversité des actionnaires concernés.

L'observation de l'évolution sur quatre ans du portefeuille au 31 décembre 2013 des actions éligibles au dividende majoré montre que sur la période la plus longue que l'on peut étudier, les sorties de portefeuille ont évolué de façon assez contrastée et il apparaît que l'approche exponentielle donne des résultats plus proches des baisses constatées.

L'approche exponentielle me semble donc à privilégier.

Par ailleurs, l'expert indépendant a également réalisé une double approche du portefeuille, l'une globale, c'est à dire sans distinguer de catégories d'actionnaires susceptibles d'avoir des comportements différents en termes de durée de détention des titres, l'autre en prenant en considération la présence d'actionnaires de référence dans les détenteurs d'actions à dividende majoré, appelés à conserver leurs titres sur une longue période. Il a donc effectué des calculs en considérant qu'il existait un nombre plancher d'actions en deçà duquel le portefeuille ne pourrait jamais descendre.

Ces deux approches m'apparaissent complémentaires :

La première – qui suppose que tout le portefeuille sera in fine cédé - reflète mieux le comportement des actionnaires individuels, plus actifs sur le marché et plus volatils.

La seconde – qui tient compte de la détention à long terme des titres de l'actionnariat stable en instituant un plancher - prend mieux en considération le comportement des actionnaires de référence.

En définitive les approches qui me paraissent à privilégier, à savoir, la prise en compte d'une décroissance prévisionnelle du portefeuille concerné sur une base exponentielle et la double approche, globale et différenciée par groupe d'actionnaires conduisent aux montants de droits suivants :

Analyse globale		
Taux d'actualisation : 10%		
Dividendes	M€	€ / ACTION
2,00%	86,0	0,50 €
2,50%	87,2	0,51 €
3,00%	88,4	0,52 €
3,50%	89,7	0,52 €
4,00%	91,2	0,53 €
4,50%	92,7	0,54 €

Analyse différenciée		
Taux d'actualisation : 10%		
Dividendes	M€	€ / ACTION
2,00%	106,2	0,62 €
2,50%	109,3	0,64 €
3,00%	112,8	0,66 €
3,50%	116,9	0,68 €
4,00%	121,6	0,71 €
4,50%	127,1	0,74 €

Sur la base de ces calculs, avec un taux d'actualisation de 10%, taux central retenu par un échantillon d'analystes financiers et en n'appliquant que l'approche exponentielle, la valeur par action de la mesure compensatoire s'établirait donc entre 0,50 € et 0,74 €, suivant l'approche (globale ou différenciée) et le taux de croissance des dividendes (2 à 4,5%) retenus, le taux plancher correspondant à l'inflation.

Les tests de sensibilité sur le taux d'actualisation aboutissent à des fourchettes de 0,52 à 0,80 pour un taux de 9,5% et 0,48 à 0,69 pour un taux de 10,5%, soit une sensibilité comprise entre 4 et 8% pour une variation du taux de 0,5 points.

Le décalage par rapport à la fourchette de l'expert indépendant provient de la prise en compte par celui-ci d'une double approche, exponentielle et linéaire, de la décroissance du portefeuille ce qui illustre la sensibilité du calcul à cette dernière.

En fixant l'indemnité compensatoire à 0,56 € par action, le conseil d'administration de la société a retenu de facto, par rapport à la fourchette ci-dessus (de 0,50 € à 0,74 €), la valeur moyenne entre l'approche globale et l'approche différenciée pour une croissance annuelle des dividendes de 2,50%, prudente et de nature à prendre également en compte les intérêts des actionnaires ne possédant pas d'actions à dividende majoré.

A titre simplement illustratif, ce montant de 0,56 € correspond à 9,33 années de la majoration versée en 2017 au titre de 2016.

Dans ces conditions, la mesure proposée m'apparaît répondre au souhait du Président de la société dans son message à l'assemblée spéciale et concilier au mieux les intérêts de l'ensemble des actionnaires.

3.3. Incidence de l'opération sur les capitaux propres par action

Comme indiqué dans le rapport du conseil d'administration à l'assemblée spéciale du 4 avril 2018, l'opération – qui se traduira par l'émission d'au plus 6,6 millions d'actions - a une faible incidence sur le bénéfice net et les capitaux propres par action (hors actions auto détenues) de la société.

Le résultat net 2017 part du groupe s'établit à 3.649 M€, mais la société communique plus volontiers sur son résultat « sous-jacent » qui correspond à un résultat net hors opérations non récurrentes de l'exercice. Celui-ci atteint 3.925 M€ compte tenu (pour l'essentiel) de la surtaxe fiscale mise à la charge des grandes entreprises.

Le tableau ci-dessous² présente le résultat net par action dans l'une et l'autre acception, avant et après dilution :

	résultat 2017 publié	résultat 2017 sous-jacent
Résultat net part du groupe (M€)	3 649	3 925
Intérêts bruts d'impôts sur AT1	-454	-454
Résultat net attribuable (M€)	3 195	3 471
Nombre actions <u>moyen</u> hors autocontrôle avant attribution (millions)	2 843,6	2 843,6
Résultat net par action (€/action)	1,124	1,221
Nombre actions moyen hors autocontrôle après attribution (millions)	2850,2	2850,2
Résultat net dilué par action (€/action)	1,121	1,218

L'incidence sur le bénéfice par action est donc très faible, quelle que soit la définition du bénéfice retenue (elle est même nulle si l'on s'en tient à deux chiffres après la virgule).

En ce qui concerne l'incidence de l'opération sur les capitaux propres, son détail figure ci-dessous. Elle est également marginale³.

	Comptes consolidés 2017
Capitaux propres part du groupe (M€)	58 361
Emissions AT1	-5 011
Réserves latentes AFS part du groupe	-3 500
Actif net comptable attribuable	49 850
Nombre actions <u>31.12.2017</u> hors autocontrôle avant attribution (millions)	2 844,0
Actif net par action (€/action)	17,528
Nombre actions 31.12.2017 hors autocontrôle après attribution (millions)	2850,6
Actif net dilué par action (€/action)	17,487

La dilution entraînée par l'émission des actions gratuites s'établit à 0,234%.

² Tableau issu du communiqué de presse de la société en date du 14 février 2018

³ Tableau également issu du communiqué de presse de la société en date du 14 février 2018

4. SYNTHESE

L'assemblée générale mixte du 16 mai 2018 doit se prononcer sur l'attribution d'actions gratuites aux actionnaires bénéficiaires de dividendes majorés, en contrepartie de la suppression de ces droits.

Il est proposé d'attribuer une action nouvelle à émettre pour 26 actions bénéficiant du dividende majoré.

Cette proposition résulte :

- de l'estimation du droit à indemnisation arrêté par le conseil d'administration sur la base du rapport d'un expert indépendant ;
- et de la valeur retenue pour l'action CASA sur la base de la moyenne pondérée par les volumes des 60 jours de bourse ayant précédé le conseil d'administration du 13 février 2018.

Le droit à indemnisation a été retenu à 0,56 € par action ; il est issu de l'estimation, sur une base actualisée, des compléments de dividendes qui auraient été versés dans le futur, compte tenu de la décroissance prévisionnelle du nombre d'actions concernées au 31 décembre 2017. En effet, ce nombre qui concerne un groupe devenu fermé ne peut, à terme, que décroître.

Les paramètres financiers utilisés pour les calculs (taux de croissance des dividendes, taux d'actualisation...) sont usuels et adaptés ainsi que les méthodes mises en œuvre.

L'estimation de l'attrition du nombre d'actions bénéficiaires du dividende majoré est plus complexe du fait de la diversité des populations d'actionnaires bénéficiant de la mesure, diversité pouvant conduire à des durées de conservation sensiblement différente des titres et de la nécessité de prendre en compte l'ensemble des intérêts en présence.

Sur la base des deux modélisations qui ont été effectuées par l'expert indépendant, celle qui reflète, selon moi, le mieux l'évolution prévisionnelle, conduit à une fourchette de valeur qui encadre le montant proposé de 0,56 € par action.

Ce montant correspond au centre de cette fourchette pour une croissance annuelle prévisionnelle de 2,5 % du dividende, hypothèse au demeurant plutôt prudente.

A titre illustratif, le montant de 0,56 € par action représente un peu plus de 9 années de la majoration du dividende 2016 distribué en 2017.

La prise en compte du cours de l'action CASA sur la base de la moyenne pondérée de 60 jours de bourse est usuelle, la date à laquelle ce calcul a été arrêté, soit le 12 février 2018, s'explique par le souhait du Conseil d'administration de fournir à l'assemblée spéciale des porteurs d'actions à dividende majoré qui doit se réunir le 4 Avril 2018, tous les éléments chiffrés d'appréciation.

5- CONCLUSION

A l'issue de mes travaux, je n'ai pas d'observation à formuler sur les droits particuliers attachés à l'attribution d'actions gratuites aux titulaires actuels d'actions à dividende majoré.

Fait à Paris, le 19 mars 2018



Didier FAURY