

**Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire**

Société coopérative à capital et personnel variables régie par les articles L.511-1 et suivants et L.512-20 et suivants du Code monétaire et financier, ainsi que par la loi du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération

Siège social: 8, allée des Collèges, 18920 Bourges Cedex 9  
RCS Bourges 398 824 714

**ASSEMBLEE GENERALE EXTRAORDINAIRE EN DATE DU 26 OCTOBRE 2009**

**RAPPORT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR LES PROJETS DE RESOLUTIONS  
PRESENTEES A L'ASSEMBLEE EXTRAORDINAIRE DES SOCIETAIRES EN DATE DU  
26 OCTOBRE 2009**

Mesdames, Messieurs les sociétaires,

Nous vous avons réunis en assemblée générale extraordinaire de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire (la "**CRCAM Centre Loire** ") afin de soumettre à votre approbation des projets de résolutions ayant pour objet :

- la modification des Contrats d'Emission de CCI par l'introduction d'une clause de rachat de la totalité des CCI en circulation à l'initiative de la CRCAM Centre Loire (1<sup>ère</sup> résolution)
- l'octroi d'une autorisation au conseil d'administration pour racheter la totalité des CCI en circulation au prix de 58 euros par CCI dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat introduite dans les Contrats d'Emission en vertu de la première résolution (2<sup>ème</sup> résolution)
- l'octroi d'une autorisation au conseil d'administration pour réduire le capital social par annulation de la totalité des CCI en circulation (3<sup>ème</sup> résolution)
- l'octroi des pouvoirs en vue des formalités légales et réglementaires (4<sup>ème</sup> résolution)

**1. PROJET DE MODIFICATION DES CONTRATS D'EMISSION DE CCI EN VUE D'AUTORISER LA CRCAM CENTRE LOIRE A RACHETER LA TOTALITE DES CCI EN CIRCULATION A LA DATE DU RACHAT AU PRIX DE 58 EUROS PAR CCI (1<sup>ERE</sup> A 3<sup>EME</sup> RESOLUTIONS)**

Vote conseil d'administration vous rappelle que la CRCAM Centre Loire a émis 2 855 908 certificats coopératifs d'investissement (les "CCI") dont :

- 1 215 912 CCI dans le cadre de la fusion absorption de la Caisse Régionale du Crédit Agricole Mutuel du Loiret par la CRCAM Centre Loire, intervenue le 30 mai 1995, selon les termes et conditions du traité de fusion en date du 21 mars 1995 (ci-après le "**Traité de Fusion**")
- 136 292 CCI émis à l'occasion de paiements de dividendes en CCI (ci-après les "**Paiements de Dividendes**")
- 1 503 704 CCI dans le cadre du prospectus soumis au visa de la COB en date du 12 avril 2000 (ci-après le "**Prospectus d'Emission**". Le Traité de Fusion, les Paiements de Dividendes et le Prospectus d'Emission sont ci-après désignés les "**Contrats d'Emission**").

L'ensemble des CCI émis dans le cadre des Contrats d'Emission confèrent à leurs porteurs des droits identiques. Etant fongibles entre eux, ils sont admis aux négociations sur Euronext de NYSE-Euronext Paris sur la même ligne de cotation sous le code ISIN FR0000045296.

La CRCAM Centre Loire a émis les CCI à une époque où l'organe central du Groupe Crédit Agricole (la Caisse Nationale de Crédit Agricole devenue par la suite Crédit Agricole S.A. n'était pas coté). Tel n'est plus le cas aujourd'hui avec la cotation en bourse du titre Crédit Agricole S.A., ce qui pose la question de l'intérêt de maintenir la cotation du CCI Centre Loire.

En outre, le comportement du CCI Centre Loire met en évidence une double problématique d'une part, de sous-valorisation du cours de bourse à un niveau non représentatif des fondamentaux économiques solides de la CRCAM Centre Loire, et d'autre part, d'absence de réelle liquidité du titre et ce malgré la mise en place successive d'un contrat de liquidité et d'un contrat de rachat partiel auprès de Crédit Agricole Chevreux.

Enfin, avec la mise en place du nouveau dispositif réglementaire de solvabilité Bâle II, la CRCAM Centre Loire va fortement accroître son excédent de fonds propres prudentiels par rapport au minimum exigible. Cette évolution réglementaire favorable permet à la CRCAM Centre Loire d'initier cette opération dans la mesure où, malgré la destruction de fonds propres qu'elle engendre, la CRCAM Centre Loire respectera strictement à fin 2009 les exigences réglementaires de solvabilité.

C'est dans ce contexte que votre conseil d'administration vous propose de procéder au rachat de la totalité des CCI en circulation au prix de 58 euros par CCI en vue de leur annulation.

Cette opération de rachat s'inscrirait dans le cadre de l'article 19 *sexdecies* de la loi n°47-1775 du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération, tel que modifié par la loi n°2008-649 du 3 juillet 2008 (la "**Loi de 1947**"), qui prévoit, dans son dernier alinéa, que "*le contrat d'émission des certificats coopératifs d'investissement prévoit les modalités de rachat de ces titres*".

Les Contrats d'Emission des CCI de la CRCAM Centre Loire ne prévoyant pas une telle faculté, votre conseil d'administration vous propose, **par la première résolution**, d'introduire, dans chaque Contrat d'Emission, une clause de rachat à l'initiative de la CRCAM Centre Loire de la totalité des CCI émis dans le cadre de chacun des Contrats d'Emission et qui seraient en circulation à la date où la CRCAM Centre Loire déciderait leur rachat.

La clause de rachat serait rédigée dans les termes suivants (ci-après la "**Clause de Rachat**"):

*"Rachat de la totalité des certificats coopératifs d'investissement en circulation à l'initiative de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire*

*A tout moment, l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire pourra décider ou autoriser le conseil d'administration à procéder au rachat en numéraire de la totalité des certificats coopératifs d'investissement émis dans le cadre de la présente émission et qui seront encore en circulation à la date du rachat à un prix unitaire par certificat coopératif d'investissement qu'elle fixera ou déterminera. Le rachat ne sera définitif qu'après approbation du prix et des modalités de rachat par l'assemblée spéciale des porteurs de certificats coopératifs d'investissement et l'assemblée spéciale des porteurs de certificats coopératifs d'associés statuant, dans les conditions légales et réglementaires, à la majorité des deux tiers des porteurs de certificats coopératifs d'investissement ou, selon le cas, des porteurs de certificats coopératifs d'associés présents ou représentés."*

Votre conseil d'administration vous demande en outre de lui conférer tous pouvoirs pour mettre en œuvre cette première résolution dans les conditions exposées ci-dessus, de modifier, si nécessaire, les statuts de la CRCAM Centre Loire et plus généralement à l'effet de faire le nécessaire et prendre toutes mesures utiles pour assurer la bonne fin des opérations objet de cette résolution.

Conformément aux articles 19 *octodecies* et 19 *tervicies* de la Loi de 1947, la modification proposée des Contrats d'Emission ne serait définitive qu'après approbation par l'assemblée spéciale des porteurs de CCI, statuant dans les conditions légales et réglementaires, à la majorité des deux tiers des porteurs de CCI présents ou représentés et par le porteur unique de CCA.

**Par la deuxième résolution**, votre conseil d'administration vous propose dans les conditions décrites ci-après, de décider, dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat introduite dans les Contrats d'Emission en vertu de la première résolution, le rachat de la totalité des CCI en circulation en vue de leur annulation, soit un nombre total maximum de 2 855 908 CCI, d'une valeur nominale de 4 euros chacun, émis dans le cadre des Contrats d'Emission et de fixer le prix de rachat par CCI à 58 euros, soit un montant total maximum de 165 642 664 euros. La CRCAM Centre Loire détient des CCI qui ne feraient donc pas l'objet du rachat mais seraient annulés dans le cadre de la réduction du capital corrélative au rachat de CCI qui vous est soumise par le projet de troisième résolution décrite ci-après. A titre d'information, il est précisé que la CRCAM Centre Loire détenait, au 23 septembre 2009, 32 390 CCI.

Le prix de 58 euros par CCI a été déterminé par le conseil d'administration de la CRCAM Centre Loire après examen du rapport de Oddo Corporate Finance, banque conseil de la CRCAM Centre Loire sur ce projet, en date du 18 septembre 2009 détaillant les éléments d'appréciation du prix de rachat des CCI.

Ce prix a, par ailleurs, fait l'objet d'un rapport d'expertise indépendante en date du 25 septembre 2009 par le cabinet Bellot Mullenbach & Associés, désigné en qualité d'expert indépendant par la CRCAM Centre Loire, qui a émis une attestation sur le caractère équitable du prix. Pour de plus amples informations sur les travaux de l'expert indépendant et de Oddo Corporate Finance, votre conseil d'administration vous invite à vous reporter à l'annexe jointe qui fait partie intégrante du présent rapport.

Tous les droits attachés aux CCI rachetés dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat, y compris le droit à rémunération au titre de l'exercice en cours, s'éteindraient au jour du rachat par la remise du prix de rachat.

Dans le cadre de cette deuxième résolution, votre conseil d'administration sollicite également de votre assemblée une autorisation en vue de lui permettre de décider, au vu des oppositions éventuelles des créanciers présentées devant le tribunal de commerce de Bourges, présentées en application de la troisième résolution soumise à l'assemblée générale des sociétaires du 26 octobre 2009, s'il convient de mettre en œuvre ou non la Clause de Rachat.

Le rachat de l'intégralité des CCI en circulation résultant de la mise en œuvre de la Clause de Rachat, devrait intervenir au plus tard le 31 décembre 2009 faute de quoi la présente décision serait caduque.

En outre, votre assemblée générale conférerait au conseil d'administration tous pouvoirs pour mettre en œuvre cette décision et notamment à l'effet :

- de décider, dans les conditions fixées par la Clause de Rachat des Contrats d'Emission et par la présente résolution, le rachat de la totalité des CCI et de procéder au versement du prix de rachat,
- plus généralement, faire le nécessaire et prendre toutes mesures utiles pour assurer la bonne fin des opérations objet de la présente résolution.

Cette 2<sup>ème</sup> résolution vous serait présentée sous la condition suspensive de l'adoption de la troisième résolution soumise à l'assemblée générale des sociétaires du 26 octobre 2009 autorisant le conseil d'administration à réduire le capital social par annulation de la totalité des CCI rachetés dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat. En outre, conformément aux articles 19 *octodecies* et 19 *tervicies* de la Loi de 1947, cette deuxième résolution ne serait définitive qu'après approbation par l'assemblée spéciale des porteurs de CCI, statuant dans les conditions légales et réglementaires, à la majorité des deux tiers des porteurs de CCI présents ou représentés et par le porteur unique de CCA.

A ce titre, votre conseil d'administration porte à votre attention que les commissaires aux comptes de la CRCAM Centre Loire ont établi, conformément à l'article 4 du décret n°91-14 du 4 janvier 1991 relatif à l'assemblée spéciale des titulaires de certificats coopératifs d'investissement, un rapport à l'assemblée spéciale des porteurs de CCI ainsi qu'un rapport à l'attention du porteur unique de CCA, dans lesquels ils donnent leur avis sur les informations fournies dans le rapport du conseil d'administration sur la modification proposée aux contrats d'émissions, les modalités financières de

l'opération, les éléments de calcul pris en compte et leur justification ainsi que la sincérité des informations chiffrées.

**Par la troisième résolution**, votre conseil d'administration sollicite de votre assemblée une autorisation en vue de lui permettre de réduire le capital social d'un montant de onze millions quatre cent vingt trois mille six cent trente deux euros (11 423 632 euros) par annulation de la totalité des CCI en circulation, soit 2 855 908 CCI, d'une valeur nominale de 4 euros chacun, qu'ils soient détenus par la CRCAM Centre Loire ou rachetés dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat telle que décrite dans les projets de première et deuxième résolutions soumis à l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009. Le capital social de la CRCAM Centre Loire d'un montant de 64 835 744 euros serait ainsi ramené à 53 412 112 euros.

La différence entre le prix de revient de la totalité des 2 855 908 CCI à l'issue du rachat et la valeur nominale des CCI rachetés (soit 11 423 632 euros), serait imputée par ordre de priorité comme suit:

- à hauteur de 52 787 838 euros sur le poste "Primes d'émission des CCI",
- pour le solde sur le poste "Autres réserves". A titre d'information, sur la base des 2 855 908 CCI en circulation (qui tiennent compte des 32 390 CCI détenus par la CRCAM Centre Loire pour un prix de revient de 755 190,98 euros, soit un prix de revient total de 164 519 234,98 euros pour les 2 855 908 CCI en circulation), le montant de ce solde s'élèverait à 100 307 764,98 euros.

Les CCI détenus par la CRCAM Centre Loire seraient annulés et ne donneraient pas lieu à versement de numéraire.

Dans le cadre de cette troisième résolution, votre conseil d'administration vous propose également de conférer aux créanciers sociaux de la CRCAM Centre Loire un droit d'opposition conventionnel d'une durée de 20 jours calendaires qui s'exercerait dans les conditions suivantes :

- le délai d'opposition des créanciers d'une durée de 20 jours calendaires commencerait à courir à compter de la date de dépôt au greffe du tribunal de commerce de Bourges du procès-verbal des délibérations de l'assemblée générale du 26 octobre 2009 étant précisé que, sur la base d'un calendrier indicatif établi par la CRCAM Centre Loire, le dépôt au greffe du tribunal de commerce de Bourges du procès-verbal des délibérations de l'assemblée du 26 octobre 2009 est envisagé pour le 27 octobre 2009 ;
- les créanciers de la CRCAM Centre Loire dont la créance est née antérieurement à la date de dépôt au greffe du tribunal de commerce de Bourges du procès-verbal des délibérations de la présente assemblée pourraient former opposition à la décision de réduction du capital, objet de la présente résolution, pendant le délai mentionné au paragraphe précédent. Il s'ensuit que pourraient former opposition les créanciers dont le titre est postérieur à la délibération de l'assemblée extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009, mais antérieur à son dépôt au greffe du tribunal de commerce de Bourges ;
- l'opposition des créanciers devrait revêtir la forme d'une assignation de la CRCAM Centre Loire devant le tribunal de commerce de Bourges ;
- le tribunal de commerce de Bourges pourrait:
  - soit rejeter l'opposition,
  - soit, en cas de risque avéré sur la recouvrabilité de la créance, ordonner la constitution de garanties si la CRCAM Centre Loire en offre et si elles sont jugées suffisantes ou ordonner le remboursement des créances ;
- les éventuelles oppositions ne pourraient cependant pas interrompre la réalisation des opérations de réduction du capital social étant précisé que le conseil d'administration apprécierait, à l'issue du délai d'opposition des créanciers et au vu des oppositions éventuelles des créanciers, s'il convient de réaliser ou non la réduction du capital social.

Votre conseil d'administration serait en conséquence autorisé à décider, à l'issue du délai d'opposition conventionnel des créanciers mentionné ci-dessus et au vu des oppositions éventuelles des créanciers,

s'il convient de réaliser ou non la réduction du capital social par annulation de la totalité des CCI, de 4 euros de nominal chacun, rachetés au prix de 58 euros par CCI dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat.

En outre, votre assemblée générale confèrerait au conseil d'administration tous pouvoirs pour mettre en œuvre la présente autorisation et notamment à l'effet :

- de décider, au vu des oppositions éventuelles des créanciers, s'il convient de réaliser ou non la réduction du capital social par annulation de la totalité des CCI en circulation émis par la CRCAM Centre Loire, qu'ils soient détenus par la CRCAM Centre Loire ou rachetés dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat qui vous est soumise par les projets de première et deuxième résolutions décrites ci-dessus ;
- de régler le sort des oppositions éventuelles ;
- de procéder au rachat des CCI dans les conditions susvisées et procéder au paiement y afférent ;
- de constater le nombre de CCI rachetés et de les annuler dans les conditions susvisées ;
- de constater la réalisation définitive de la réduction du capital social ainsi que les imputations sur les postes de capitaux propres dans les conditions fixées par la présente résolution dont il sera rendu compte à la plus prochaine assemblée générale qui en prendra acte ;
- d'apporter aux statuts les modifications corrélatives et notamment de modifier l'article 6 des statuts ainsi que de procéder aux formalités consécutives à la réduction du capital social ; et
- plus généralement, de faire le nécessaire et prendre toutes mesures utiles pour assurer la bonne fin des opérations objet de la présente résolution.

La réduction du capital social constituerait une conséquence nécessaire du rachat des CCI et ne serait, en conséquence, soumise à l'approbation de l'assemblée spéciale des porteurs de CCI et du porteur unique de CCA qu'en tant que de besoin.

La présente autorisation serait conférée au conseil d'administration pour une durée expirant le 31 décembre 2009.

Pour de plus amples informations, vous pouvez vous reporter à l'annexe jointe qui fait partie intégrante du présent rapport ainsi qu'au rapport annuel 2008 de la CRCAM Centre Loire disponible sur le site Internet de la CRCAM Centre Loire: <http://www.ca-centreloire.fr>

## **2. POUVOIRS POUR LES FORMALITES LEGALES ET REGLEMENTAIRES (4<sup>EME</sup> RESOLUTION)**

Votre conseil d'administration vous invite à donner tous pouvoirs au porteur d'un original, d'une copie ou d'un extrait du procès-verbal de l'assemblée générale pour accomplir toutes formalités de publicité inhérentes à la tenue de l'assemblée générale du 26 octobre 2009.

\*        \*  
\*

C'est dans ces conditions que nous vous demandons d'approuver les résolutions qui vous sont soumises par votre conseil d'administration.

Votre conseil d'administration

**ANNEXE AU RAPPORT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

## SOMMAIRE

<b><u>1. PRESENTATION DE L'OPERATION DE RACHAT DES CCI.....</u></b>	<b><u>9</u></b>
1.1 CONDITIONS GENERALES DU RACHAT DES CCI .....	9
1.2 MOTIFS DU RACHAT DES CCI ET INTENTION DE LA CRCAM CENTRE LOIRE .....	9
1.2.1 MOTIFS DU RACHAT DES CCI.....	9
1.2.2 INTENTIONS DE LA CRCAM CENTRE LOIRE POUR LES DOUZE MOIS A VENIR.....	10
1.3 CARACTERISTIQUES DU RACHAT DES CCI .....	11
1.3.1 DECISIONS SOCIALES EN VUE DE LA MISE EN ŒUVRE DU RACHAT DES CCI .....	11
1.3.2 TITRES VISES PAR LE RACHAT DES CCI.....	11
1.3.3 PRIX DU RACHAT DES CCI.....	11
1.4 MODALITES DU RACHAT DES CCI .....	12
1.5 CADRE JURIDIQUE DU RACHAT DES CCI .....	12
1.6 CALENDRIER DU RACHAT DES CCI .....	21
1.7 INTENTIONS DES PRINCIPAUX SOCIETAIRES ET PORTEURS DE CCI ET DU PORTEUR UNIQUE DE CCA SUR LES PROJETS DE RESOLUTIONS QUI LEUR SERONT SOUMIS.....	22
1.7.1 ASSEMBLEE GENERALE EXTRAORDINAIRE DES SOCIETAIRES .....	22
1.7.2 ASSEMBLEE SPECIALE DES PORTEURS DE CCI.....	22
1.7.3 PORTEUR UNIQUE DE CCA.....	23
1.8 REGIME FISCAL DU RACHAT DES CCI.....	23
1.8.1 REGIME FISCAL POUR LA CRCAM CENTRE LOIRE.....	23
1.8.2 REGIME FISCAL POUR LES PORTEURS DE CCI .....	23
1.9 MODALITES DE FINANCEMENT DU RACHAT DES CCI .....	26
1.10 INCIDENCE DU RACHAT DES CCI SUR LES CAPITAUX PROPRES DE LA CRCAM CENTRE LOIRE	26
<b><u>2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE RACHAT DES CCI.....</u></b>	<b><u>26</u></b>
2.1 METHODOLOGIE.....	26
2.1.1 APPROCHE GENERALE DE VALORISATION.....	26
2.1.2 INFORMATIONS MISES A DISPOSITION .....	27
2.1.3 HYPOTHESES RETENUES DANS LES TRAVAUX D'APPRECIATION DU PRIX DE RACHAT DES CCI	28
2.2 METHODES ET REFERENCES DE VALORISATION RETENUES DANS LE CADRE DES TRAVAUX D'APPRECIATION DU PRIX DE RACHAT DES CCI.....	29
2.2.1 METHODES DE VALORISATION RETENUES A TITRE PRINCIPAL .....	29
2.2.2 REFERENCES RETENUES A TITRE INDICATIF POUR LA VALORISATION GLOBALE DE LA CRCAM CENTRE LOIRE.....	30
2.3 METHODES ET REFERENCES DE VALORISATION ECARTEES DANS LE CADRE DES TRAVAUX D'APPRECIATION DU PRIX DE RACHAT DES CCI.....	31
2.4 SYNTHESE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE RACHAT DES CCI.....	32
<b><u>3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....</u></b>	<b><u>33</u></b>
3.1 CONTEXTE DE L'OPERATION .....	33
3.2 PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT .....	34
3.2.1 PRESENTATION DU CABINET BELLOT MULLENBACH & ASSOCIES .....	34
3.2.2 MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE REALISEES AU COURS DES 24 DERNIERS MOIS .....	34
3.2.3 DECLARATION D'INDEPENDANCE .....	35
3.2.4 DILIGENCES EFFECTUEES PAR L'EXPERT .....	35
3.3 PRESENTATION DE LA CAISSE REGIONALE CENTRE LOIRE .....	37
3.3.1 PERFORMANCES FINANCIERES DE LA SOCIETE .....	39
3.3.2 PLAN MOYEN TERME 2009-2011 .....	46

<b>3.4 TRAVAUX D’EVALUATION .....</b>	<b>47</b>
3.4.1 CRITERES ET METHODES ECARTES .....	47
3.4.2 APPROCHE RETENUE .....	52
<b>3.5 ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L’EVALUATEUR.....</b>	<b>61</b>
3.5.1 METHODE DE L’ACTUALISATION DES FLUX DISTRIBUABLES .....	62
3.5.2 RENTE DE GOODWILL (WEV) .....	63
3.5.3 COMPARABLES BOURSIERS .....	63
3.5.4 COMPARAISON DES RESULTATS DE L’EVALUATEUR A L’ANR RESSORTANT DE NOS TRAVAUX..	
.....	63
3.5.5 ACTIF NET CORRIGE DE LA MOINS-VALUE LATENTE SUR LES TITRES SAS RUE LA BOETIE.....	63
3.5.6 ACTIF NET COMPTABLE .....	64
3.5.7 AUTRES APPROCHES PRESENTEES A TITRE ACCESSOIRE .....	64
3.5.8 SYNTHESE SUR L’ANALYSE DES TRAVAUX DE L’EVALUATEUR.....	65
<b>3.6 CONCLUSION.....</b>	<b>65</b>

La présente annexe au rapport du conseil d'administration de la CRCAM Centre Loire sur les projets de résolution soumis à l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires a vocation à préciser les modalités de l'opération de rachat de la totalité des CCI en circulation par la CRCAM Centre Loire.

**Pour toute information complémentaire sur la CRCAM Centre Loire, son activité, sa stratégie, ses résultats financiers et les risques afférents à son activité, votre conseil d'administration vous invite à vous reporter au rapport annuel 2008 de la CRCAM Centre Loire (disponible sur le site Internet de la CRCAM Centre Loire <http://www.ca-centreloire.fr>).**

## **1. PRESENTATION DE L'OPERATION DE RACHAT DES CCI**

### **1.1 Conditions générales du rachat des CCI**

La CRCAM Centre Loire a émis 2 855 908 certificats coopératifs d'investissement (les "CCI") dont :

- 1 215 912 CCI dans le cadre de la fusion absorption de la Caisse Régionale du Crédit Agricole Mutuel du Loiret par la CRCAM Centre Loire, intervenue le 30 mai 1995, selon les termes et conditions du traité de fusion en date du 21 mars 1995 (ci-après le "**Traité de Fusion**")
- 136 292 CCI émis à l'occasion de paiements de dividendes en CCI (ci-après les "**Paiements de Dividendes**")
- 1 503 704 CCI dans le cadre du prospectus soumis au visa de la COB, en date du 12 avril 2000 (ci-après le "**Prospectus d'Emission**". Le Traité de Fusion, les Paiements de Dividendes et le Prospectus d'Emission sont ci-après désignés les "**Contrats d'Emission**").

L'ensemble des CCI émis dans le cadre des Contrats d'Emission, soit 2 855 908 CCI, confèrent à leurs porteurs des droits identiques. Etant fongibles entre eux, ils sont admis aux négociations sur Euronext de NYSE-Euronext Paris sur la même ligne de cotation sous le code ISIN FR0000045296.

Le conseil d'administration de la CRCAM Centre Loire, dans sa séance du 30 septembre 2009, a décidé le principe d'un rachat de la totalité des CCI en circulation auprès de ses porteurs de CCI.

Dans cette perspective, il a convoqué l'assemblée générale des sociétaires, l'assemblée spéciale des porteurs de CCI ainsi que son porteur unique de CCA pour le 26 octobre 2009 en vue de soumettre à leur approbation la modification des Contrats d'Emission de CCI en vue d'y introduire une clause de rachat de la totalité des CCI à l'initiative de la CRCAM Centre Loire (la "**Clause de Rachat**") et de décider le rachat de la totalité des CCI, soit 2 855 908 CCI, d'une valeur nominale de 4 euros chacun, émis dans le cadre des Contrats d'Emission et qui seront encore en circulation à la date du rachat, au prix de 58 euros par CCI.

Le rachat portera sur un nombre maximum de 2 855 908 CCI soit un montant maximum de 165 642 644 euros. A titre d'information, la CRCAM Centre Loire détient, au 23 septembre 2009, 32 390 CCI représentant 1,13 % des CCI. Les CCI détenus par la CRCAM Centre Loire seront annulés et ne donneront pas lieu à un versement en numéraire. La présente opération n'est pas soumise au visa de l'AMF.

## **1.2 Motifs du rachat des CCI et intention de la CRCAM Centre Loire**

### **1.2.1 Motifs du rachat des CCI**

La décision de lancer la mise en œuvre de cette opération de rachat résulte des éléments d'analyse suivants :

- ❖ En premier lieu, la CRCAM Centre Loire a émis des CCI respectivement en 1988 et 2000 à une époque où l'organe central du Groupe Crédit Agricole (la Caisse Nationale de Crédit Agricole devenue par la suite Crédit Agricole S.A.) n'était pas coté.
- ❖ Tel n'est plus le cas aujourd'hui avec la cotation en bourse du titre Crédit Agricole S.A., ce qui pose la question de l'intérêt de maintenir la cotation du CCI Centre Loire. En second lieu, le comportement du CCI Centre Loire met en évidence une double problématique d'une part, de sous-valorisation du cours de bourse à un niveau non représentatif des fondamentaux économiques solides de la CRCAM Centre Loire, et d'autre part, d'absence de réelle liquidité du titre, et ce malgré la mise en place successive d'un contrat de liquidité et d'un contrat de rachat partiel auprès de Crédit Agricole Chevreux.
- ❖ Enfin, avec la mise en place du nouveau dispositif réglementaire de solvabilité Bâle II, la CRCAM Centre Loire va fortement accroître son excédent de fonds propres prudentiels par rapport au minimum exigible.

Cette évolution réglementaire favorable permet à la CRCAM Centre Loire d'initier cette opération dans la mesure où, malgré la destruction de fonds propres qu'elle engendre, la CRCAM Centre Loire respectera strictement à fin 2009 les exigences réglementaires de solvabilité.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, le conseil d'administration a décidé de proposer le rachat de la totalité des CCI en circulation à un prix équitable de 58 euros par CCI, en vue de leur annulation.

## 1.2.2 Intentions de la CRCAM Centre Loire pour les douze mois à venir

### (a) Stratégie, orientation en matière d'activité

Fort de son statut de leader sur son territoire et en cohérence avec l'esprit de son nouveau Projet d'Entreprise C@P 2011, la CRCAM Centre Loire entend poursuivre sa stratégie de développement de son activité commerciale, au travers d'offres innovantes et adaptées aux besoins de ses clients.

Pour cela, et en particulier dans l'environnement économique actuel, la CRCAM Centre Loire peut s'appuyer sur la qualité de ses fondamentaux économiques, marqués notamment par des ratios de solvabilité significativement supérieurs aux exigences réglementaires et par un niveau élevé de provisionnement de ses encours dégradés.

### (b) Intentions concernant l'emploi

La mise en œuvre de du rachat des CCI n'emporte aucune modification de l'organisation interne ni des métiers exercés par l'ensemble des collaborateurs de la CRCAM Centre Loire. En conséquence, aucun changement en matière d'emplois n'est attendu du fait du rachat envisagé.

### (c) Statut juridique de la CRCAM Centre Loire et composition des organes sociaux et de direction

Il n'est pas envisagé d'apporter des modifications aux dispositions statutaires relatives à l'objet social ou aux modalités de direction de la CRCAM Centre Loire à la suite du rachat envisagé. L'opération n'emportera pas de changement au sein de la direction en place.

### (d) Intention concernant la cotation des CCI à l'issue de cette opération

Les CCI rachetés seront annulés et radiés de la cote.

### (e) Politique de distribution de la rémunération des parts sociales et des certificats coopératifs d'associés

A l'issue du rachat de la totalité des CCI en circulation et de leur annulation corrélative, seuls les certificats coopératifs d'associés, intégralement détenus par Crédit Agricole S.A., et les parts sociales détenues par les sociétaires de la CRCAM Centre Loire, composés

principalement des caisses locales, ouvriront droit à une rémunération annuelle, fixée par l'assemblée générale annuelle. La politique de distribution pour les certificats coopératifs d'associés et les parts sociales se poursuivra en fonction de la capacité distributive de la CRCAM Centre Loire.

### **1.3 Caractéristiques du rachat des CCI**

#### **1.3.1 Décisions sociales en vue de la mise en œuvre du rachat des CCI**

Le conseil d'administration de la CRCAM Centre Loire, dans sa séance du 30 septembre 2009, a décidé le principe d'un rachat de la totalité des CCI en circulation auprès de ses porteurs de CCI.

Dans cette perspective, il a convoqué l'assemblée générale des sociétaires, l'assemblée spéciale des porteurs de CCI ainsi que son porteur unique de CCA pour le 26 octobre 2009 en vue de soumettre à leur approbation la modification des Contrats d'Emission de CCI en vue d'y introduire une clause de rachat de la totalité des CCI à l'initiative de la CRCAM Centre Loire (la "**Clause de Rachat**") et de décider le rachat de la totalité des CCI en circulation, soit 2 855 908 CCI, d'une valeur nominale de 4 euros chacun, émis dans le cadre des Contrats d'Emission et qui seront encore en circulation à la date du rachat, au prix de 58 euros par CCI.

Le rachat portera sur la totalité des CCI détenus par les porteurs de CCI. La CRCAM Centre Loire détient, au 23 septembre 2009, 32 390 CCI, représentant 1,13 % des CCI. Les CCI détenus par la CRCAM Centre Loire seront annulés et ne donneront pas lieu à un versement en numéraire. Le rachat portera ainsi sur un nombre total maximum de 2 855 908 CCI au prix unitaire de 58 euros, soit un montant total maximum de 165 642 644 euros. A titre d'information, sur la base des 32 390 CCI détenus par la CRCAM Centre Loire au 23 septembre 2009, le montant du rachat s'élèverait à 163 764 044 euros.

Les CCI sont des titres cotés sur Euronext de NYSE-Euronext Paris, sous le code ISIN FR0000045296.

L'ensemble de la documentation sociale relative à l'opération de rachat sera mise en ligne sur le site de la CRCAM Centre Loire (<http://www.ca-centreloire.fr>) et disponible à son siège social 8, allée des Collèges, 18920 Bourges.

Cette opération de rachat n'est pas soumise au visa de l'AMF.

Un communiqué sera publié sur la réalisation définitive du rachat des CCI le 20 novembre 2009.

#### **1.3.2 Titres visés par le rachat des CCI**

Le rachat portera sur la totalité des CCI émis par la CRCAM Centre Loire et qui sont encore en circulation à la date du rachat.

La CRCAM Centre Loire a émis 2 855 908 CCI. Les CCI détenus par la CRCAM Centre Loire ne donneront pas lieu à un versement en numéraire. A titre d'information, la CRCAM Centre Loire détient, au 23 septembre 2009, 32 390 CCI, représentant 1,13 % des CCI, qu'elle a acquis dans le cadre de son programme de rachat de CCI.

La totalité des CCI, qu'ils soient détenus par la CRCAM Centre Loire ou rachetés dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause Rachat, seront annulés.

#### **1.3.3 Prix du rachat des CCI**

Le prix du rachat est de 58 (cinquante huit) euros par CCI.

Ce prix de rachat représente une prime de 111,7% sur le cours de bourse du 22 septembre 2009 (27,40 euros) et une prime de 139,6% sur la moyenne pondérée par les volumes des cours de bourse du CCI sur 3 mois (24,20 euros).

#### 1.4 Modalités du rachat des CCI

A l'issue de la réunion du Conseil d'Administration de la CRCAM Centre Loire prévue le 20 novembre 2009 décidant la mise en œuvre du rachat des CCI et l'annulation des CCI et constatant la réduction de capital corrélative, les CCI seront alors radiés du marché NYSE-Euronext Paris.

NYSE-Euronext, informé par CACEIS, diffusera le 23 novembre un avis à l'attention des intermédiaires financiers précisant les modalités du rachat des CCI ainsi que le calendrier de réalisation de radiation des CCI de NYSE-Euronext Paris.

Le montant du prix de rachat sera prélevé par CACEIS, centralisateur des opérations de rachat, sur le compte ouvert par la CRCAM Centre Loire auprès de Crédit Agricole S.A. le 27 novembre 2009 sur la base du calendrier indicatif figurant au paragraphe 1.6 ci après.

Après la clôture des comptes des affiliés par Euroclear France, les établissements dépositaires teneurs de comptes créditeront les comptes des détenteurs de CCI CRCAM Centre Loire du prix du rachat leur revenant le 30 novembre 2009.

Les CCI rachetés puis annulés ne conféreront plus aucun droit social. En particulier, ils ne donneront plus droit à rémunération, y compris au titre de l'exercice en cours.

La CRCAM Centre Loire informera ses porteurs de CCI de la réalisation définitive du rachat de la totalité des CCI par voie de communiqué.

Les fonds non affectés correspondant au rachat forcé des CCI dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par CACEIS pendant une durée de dix ans à compter du jour de bourse suivant la date de radiation des CCI et versés à la Caisse des Dépôts et Consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit, sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

#### 1.5 Cadre juridique du rachat des CCI

L'opération de rachat s'inscrit dans le cadre de l'article 19 *sexdecies* de la loi n°47-1775 du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération, tel que modifié par la loi n°2008-649 du 3 juillet 2008 (la "**Loi de 1947**"), qui prévoit, dans son dernier alinéa, que "*le contrat d'émission des certificats coopératifs d'investissement prévoit les modalités de rachat de ces titres*".

Les Contrats d'Emission des CCI de la CRCAM Centre Loire ne prévoyant pas une telle faculté, le conseil d'administration a, dans sa séance du 30 septembre 2009, convoqué l'assemblée générale des sociétaires, l'assemblée spéciale des porteurs de CCI ainsi que son porteur unique de CCA pour le 26 octobre 2009 en vue de soumettre à leur approbation la modification des Contrats d'Emission de CCI en vue d'y introduire une clause de rachat de la totalité des CCI à l'initiative de la CRCAM Centre Loire (la "**Clause de Rachat**") et le rachat de la totalité des CCI, soit 2 855 908 CCI, d'une valeur nominale de 4 euros chacun, émis dans le cadre des Contrats d'Emission et qui seront encore en circulation à la date du rachat, au prix de 58 euros par CCI.

La Clause de Rachat sera rédigée dans les termes suivants:

*"Rachat de la totalité des certificats coopératifs d'investissement en circulation à l'initiative de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire*

*A tout moment, l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire pourra décider ou autoriser le conseil d'administration à procéder au rachat en numéraire de la totalité des certificats coopératifs d'investissement émis dans le cadre de la présente émission et qui seront encore en circulation à la date du rachat à un prix unitaire par certificat coopératif d'investissement qu'elle fixera ou déterminera. Le rachat ne sera définitif qu'après approbation du prix et des modalités de rachat par l'assemblée spéciale des porteurs de certificats coopératifs d'investissement et l'assemblée spéciale des porteurs de certificats coopératifs d'associés*

*statuant, dans les conditions légales et réglementaires, à la majorité des deux tiers des porteurs de certificats coopératifs d'investissement ou, selon le cas, de certificats coopératifs d'associés présents ou représentés."*

Emportant réduction du capital social, l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires sera en outre appelée à autoriser le conseil d'administration à réduire le capital social par annulation de la totalité des CCI, à savoir, les CCI rachetés dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat ainsi que les CCI détenus par la CRCAM Centre Loire. Sur la base du nombre de CCI, soit 2 855 908 CCI, et d'une valeur nominale de 4 euros par CCI, le capital social de la CRCAM Centre Loire d'un montant de 64 835 744 euros sera ramené à 53 412 112 euros.

Dans le cadre de cette autorisation de réduction du capital social, l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires confèrera aux créanciers de la CRCAM Centre Loire un droit d'opposition conventionnel d'une durée de 20 jours calendaires qui commencera à courir à compter de la date de dépôt au greffe du tribunal de commerce de Bourges du procès-verbal des délibérations de l'assemblée générale du 26 octobre 2009 étant précisé que, sur la base d'un calendrier indicatif établi par la CRCAM Centre Loire, le dépôt au greffe du tribunal de commerce de Bourges du procès-verbal des délibérations de l'assemblée du 26 octobre 2009 est envisagé pour le 27 octobre 2009. Ce droit d'opposition conventionnel des créanciers s'exercera dans les conditions fixées par la troisième résolution soumise à l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires et décrites dans le rapport du conseil d'administration. Les éventuelles oppositions des créanciers ne pourront cependant pas interrompre la réalisation des opérations de réduction du capital social étant précisé que le conseil d'administration appréciera, à l'issue du délai d'opposition des créanciers et au vu des oppositions éventuelles des créanciers, s'il convient de réaliser ou non la réduction du capital social.

Le rachat de la totalité des CCI, envisagé par la CRCAM Centre Loire est donc soumis à la condition suspensive de l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires, de l'assemblée spéciale des porteurs de CCI et du porteur unique de CCA des projets de résolutions suivants :

#### **Assemblée générale extraordinaire des sociétaires :**

##### **"Première résolution: Modification des Contrats d'Emission de CCI par l'introduction d'une clause de rachat de la totalité des CCI en circulation à l'initiative de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire**

L'assemblée générale des sociétaires, statuant aux conditions de quorum et de majorité requises pour les assemblées générales extraordinaires des sociétaires telles que prévu à l'article 38 des statuts de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire (ci-après la "**CRCAM Centre Loire**"), connaissance prise du rapport du conseil d'administration, du rapport de l'expert indépendant et de la synthèse des conclusions du rapport de Oddo Corporate Finance, et conformément au dernier alinéa de l'article 19 *sexdecies* de la loi n°47-1775 du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération (ci-après la "**Loi de 1947**"),

**Prend acte** que la CRCAM Centre Loire a émis 2 855 908 certificats coopératifs d'investissement (les "**CCI**") (i) dans le cadre de la fusion absorption de la Caisse Régionale du Crédit Agricole Mutuel du Loiret par la CRCAM Centre Loire, intervenue le 30 mai 1995, selon les termes et conditions du traité de fusion en date du 21 mars 1995 (ci-après le "**Traité de Fusion**"), (ii) dans le cadre de paiements de dividendes en CCI (ci-après les "**Paiements en Dividendes**") et (iii) dans le cadre du prospectus soumis au visa de la COB en date du 12 avril 2000 (ci-après le "**Prospectus d'Emission**". Le Traité de Fusion, les Paiements en Dividendes et le Prospectus d'Emission sont ci-après désignés les "**Contrats d'Emission**"), lesquelles émissions confèrent à leurs porteurs des droits identiques.

**Décide**, conformément au deuxième alinéa de l'article 19 *octodecies* de la Loi de 1947, la modification des termes et conditions des CCI par l'introduction d'une clause de rachat à l'initiative de la CRCAM Centre Loire de la totalité des CCI émis dans le cadre de chacun des Contrats d'Emission et qui seront en circulation à la date où la CRCAM Centre Loire décidera leur rachat.

**Décide** en conséquence, d'introduire dans chaque Contrat d'Emission une clause de rachat rédigée dans les termes suivants (ci-après la "**Clause de Rachat**") :

*"Rachat de la totalité des certificats coopératifs d'investissement en circulation à l'initiative de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel de Centre Loire*

*A tout moment, l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel de Centre Loire pourra décider ou autoriser le conseil d'administration à procéder au rachat en numéraire de la totalité des certificats coopératifs d'investissement émis dans le cadre de la présente émission et qui seront encore en circulation à la date du rachat à un prix unitaire par certificat coopératif d'investissement qu'elle fixera ou déterminera. Le rachat ne sera définitif qu'après approbation du prix et des modalités de rachat par l'assemblée spéciale des porteurs de certificats coopératifs d'investissement et l'assemblée spéciale des porteurs de certificats coopératifs d'associés statuant, dans les conditions légales et réglementaires, à la majorité des deux tiers des porteurs de certificats coopératifs d'investissement ou, selon le cas, des porteurs de certificats coopératifs d'associés présents ou représentés."*

**Prend acte** que la présente résolution ne sera définitive qu'après approbation par l'assemblée spéciale des porteurs de CCI, statuant dans les conditions légales et réglementaires, à la majorité des deux tiers des porteurs de CCI présents ou représentés et par le porteur unique de CCA.

**Donne** tous pouvoirs au conseil d'administration à l'effet de mettre en œuvre la présente décision dans les conditions exposées ci-dessus, de modifier, si nécessaire, les statuts de la CRCAM Centre Loire et plus généralement à l'effet de faire le nécessaire et prendre toutes mesures utiles pour assurer la bonne fin des opérations objet de la présente résolution.

**Deuxième résolution: Autorisation consentie au conseil d'administration de racheter la totalité des CCI en circulation au prix de 58 euros par CCI dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat introduite dans les Contrats d'Emission en vertu de la première résolution qui précède**

L'assemblée générale des sociétaires, statuant aux conditions de quorum et de majorité requises pour les assemblées générales extraordinaires des sociétaires telles que prévu à l'article 38 des statuts de la CRCAM Centre Loire, connaissance prise du rapport du conseil d'administration, du rapport de l'expert indépendant et de la synthèse des conclusions du rapport de Oddo Corporate Finance, constatant l'adoption de la première résolution qui précède relative à la modification des Contrats d'Emission, conformément au dernier alinéa de l'article 19 *sexdecies* de la Loi de 1947, et sous la condition suspensive de l'adoption de la troisième résolution soumise à la présente assemblée générale des sociétaires autorisant le conseil d'administration à réduire le capital social par annulation de la totalité des CCI rachetés dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat,

**Décide**, dans les conditions ci-après, de procéder, dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat telle que définie dans la première résolution, au rachat de la totalité des CCI en circulation en vue de leur annulation, soit un nombre total maximum de 2 855 908 CCI d'une valeur nominale de 4 euros chacun, émis dans le cadre des Contrats d'Emission et fixe le prix de rachat par CCI à 58 euros, soit un montant total maximum de 165 642 664 euros. Il est précisé que la CRCAM Centre Loire détient des CCI qui ne feront donc pas l'objet du rachat mais seront annulés dans le cadre de la réduction du capital corrélative au rachat de CCI prévue par la troisième résolution ci-après.

Le rachat de l'intégralité des CCI en circulation résultant de la mise en œuvre de la Clause de Rachat, devra intervenir au plus tard le 31 décembre 2009 faute de quoi la présente décision sera caduque.

**Prend acte** que tous les droits attachés aux CCI rachetés dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat, y compris le droit à rémunération au titre de l'exercice en cours, s'éteindront au jour du rachat par la remise du prix de rachat.

**Autorise** le conseil d'administration à décider, au vu des oppositions éventuelles des créanciers présentées devant le tribunal de commerce de Bourges, présentées en application de la troisième résolution soumise à la présente assemblée générale des sociétaires, s'il convient de mettre en œuvre ou non la Clause de Rachat.

**Prend acte** que la présente résolution ne sera définitive qu'après approbation par l'assemblée spéciale des porteurs de CCI, statuant dans les conditions légales et réglementaires à la majorité des deux tiers des porteurs de CCI présents ou représentés et par le porteur unique de CCA.

**Prend acte** que les commissaires aux comptes de la CRCAM Centre Loire ont établi, conformément à l'article 4 du décret n°91-14 du 4 janvier 1991 relatif à l'assemblée spéciale des titulaires de certificats coopératifs d'investissement, un rapport à l'assemblée spéciale des porteurs de CCI sur la modification des droits des porteurs de certificats coopératifs d'investissement et un rapport à l'assemblée spéciale du porteur unique de CCA sur la modification des droits du porteur de certificats coopératifs d'associés, dans lesquels ils donnent leur avis sur les informations fournies dans le rapport du conseil d'administration sur la modification proposée aux contrats d'émissions, les modalités financières de l'opération, les éléments de calcul pris en compte et leur justification ainsi que la sincérité des informations chiffrées.

**Donne** tous pouvoirs au conseil d'administration à l'effet de mettre en œuvre la présente résolution dans les conditions exposées ci-dessus et notamment à l'effet :

- de décider, dans les conditions fixées par la Clause de Rachat des Contrats d'Emission et par la présente résolution, le rachat de la totalité des CCI et de procéder au versement du prix de rachat,
- plus généralement, faire le nécessaire et prendre toutes mesures utiles pour assurer la bonne fin des opérations objet de la présente résolution.

**Troisième résolution: Autorisation consentie au conseil d'administration de réduire le capital social par annulation de la totalité des CCI en circulation**

L'assemblée générale des sociétaires, statuant aux conditions de quorum et de majorité requises pour les assemblées générales extraordinaires des sociétaires telles que prévu à l'article 38 des statuts, connaissance prise du rapport du Conseil d'administration et de l'attestation des commissaires aux comptes dans le cadre du projet de réduction de capital par annulation de certificats coopératifs d'investissement achetés proposé à l'assemblée générale extraordinaire du 26 octobre 2009, constatant l'adoption des première et deuxième résolutions qui précèdent relatives à la modification des Contrats d'Emission et au rachat de la totalité des CCI en circulation dans les conditions décrites dans la deuxième résolution,

**Autorise** le conseil d'administration à réduire le capital social d'un montant de onze millions quatre cent vingt trois mille six cent trente deux euros (11 423 632 euros), par annulation de la totalité des CCI en circulation émis par la CRCAM Centre Loire, soit 2 855 908 CCI de 4 euros de nominal chacun, qu'ils soient détenus par la CRCAM Centre Loire ou rachetés dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat telle que décidée par les première et deuxième résolutions qui précèdent. Le capital social d'un montant de 64 835 744 euros sera ainsi ramené à 53 412 112 euros.

**Décide** que la différence entre le prix de revient de la totalité des 2 855 908 CCI à l'issue du rachat et la valeur nominale des 2 855 908 CCI (soit 11 423 632 euros) sera imputée par ordre de priorité comme suit:

- à hauteur de 52 787 838 euros sur le poste "Primes d'émission des CCI"
- pour le solde sur le poste "Autres Réserves".

**Confère** aux créanciers sociaux de la CRCAM Centre Loire un droit d'opposition conventionnel d'une durée de 20 jours calendaires qui s'exercera dans les conditions suivantes :

- le délai d'opposition des créanciers d'une durée de 20 jours calendaires commencera à courir à compter de la date de dépôt au greffe du tribunal de commerce de Bourges du procès-verbal des délibérations de la présente assemblée ;
- les créanciers de la CRCAM Centre Loire dont la créance est née antérieurement à la date de dépôt au greffe du tribunal de commerce de Bourges du procès-verbal des délibérations de la présente assemblée peuvent former opposition à la décision de réduction du capital, objet de la présente résolution, pendant le délai mentionné au paragraphe précédent. Il s'ensuit que peuvent former opposition les créanciers dont le titre est postérieur à la délibération de la présente assemblée, mais antérieur à son dépôt au greffe du tribunal de commerce de Bourges ;
- l'opposition des créanciers devra revêtir la forme d'une assignation de la CRCAM Centre Loire devant le tribunal de commerce de Bourges ;
- le tribunal de commerce de Bourges pourra :
  - soit rejeter l'opposition,
  - soit en cas de risque avéré sur la recouvrabilité de la créance, ordonner la constitution de garanties si la CRCAM Centre Loire en offre et si elles sont jugées suffisantes ou ordonner le remboursement des créances,
- les éventuelles oppositions ne pourront cependant pas interrompre la réalisation des opérations de réduction du capital social étant précisé que le conseil d'administration appréciera, à l'issue du délai d'opposition des créanciers et au vu des oppositions éventuelles des créanciers, s'il convient de réaliser ou non la réduction du capital social.

**Autorise** en conséquence le conseil d'administration à décider, à l'issue du délai d'opposition conventionnel mentionné au paragraphe précédent et au vu des oppositions éventuelles des créanciers, s'il convient de réaliser ou non la réduction du capital social par annulation de la totalité des CCI en circulation émis par la CRCAM Centre Loire, qu'ils soient détenus par la CRCAM Centre Loire ou rachetés dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat, telle que décidée dans les première et deuxième résolutions qui précèdent.

**Prend acte** que la réduction du capital social, objet de la présente résolution, constitue une conséquence nécessaire du rachat des CCI et, en conséquence, qu'elle ne sera soumise à l'approbation de l'assemblée spéciale des porteurs de CCI et du porteur unique de CCA qu'en tant que de besoin.

**Donne** tous pouvoirs au Conseil d'administration pour mettre en œuvre la présente autorisation et notamment à l'effet :

- de décider, au vu des oppositions éventuelles des créanciers, s'il convient de réaliser ou non la réduction du capital social par annulation de la totalité des CCI en circulation émis par la CRCAM Centre Loire, qu'ils soient détenus par la CRCAM Centre Loire ou rachetés dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat telle que décidée dans les première et deuxième résolutions qui précèdent ;
- de régler le sort des oppositions éventuelles ;
- de procéder au rachat des CCI dans les conditions susvisées et procéder au paiement y afférent ;
- de constater le nombre de CCI rachetés et de les annuler dans les conditions susvisées ;

- de constater la réalisation définitive de la réduction du capital social ainsi que les imputations sur les postes de capitaux propres dans les conditions fixées par la présente résolution dont il sera rendu compte à la plus prochaine assemblée générale qui en prendra acte ;
- d'apporter aux statuts les modifications corrélatives et notamment de modifier l'article 6 des statuts ainsi que de procéder aux formalités consécutives à la réduction du capital social; et
- plus généralement, de faire le nécessaire et prendre toutes mesures utiles pour assurer la bonne fin des opérations objet de la présente résolution.

La présente autorisation est conférée au conseil d'administration pour une durée expirant le 31 décembre 2009.

#### **Quatrième résolution: Pouvoirs en vue des formalités**

L'assemblée générale des sociétaires donne tous pouvoirs au porteur d'un original, d'une copie ou d'un extrait de procès-verbal de la présente assemblée générale pour accomplir toutes formalités qui seront nécessaires."

#### **Assemblée spéciale des porteurs de CCI :**

##### **"Première résolution: Approbation de la modification des Contrats d'Emission de CCI par l'introduction d'une clause de rachat de la totalité des CCI en circulation à l'initiative de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire, décidée par l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 dans sa première résolution**

L'assemblée spéciale des porteurs de certificats coopératifs d'investissement (ci-après les "CCI") de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire (ci-après la "CRCAM Centre Loire"), statuant aux conditions de quorum et de majorité requises pour les assemblées spéciales telles que prévues à l'article 4 du décret n°91-14 du 4 janvier 1991 relatif à l'assemblée spéciale des titulaires de certificats coopératifs d'investissement (le "Décret de 1991"), connaissance prise du rapport du conseil d'administration, du rapport des commissaires aux comptes sur la modification des droits des porteurs de certificats coopératifs d'investissement, du rapport de l'expert indépendant et de la synthèse des conclusions du rapport de Oddo Corporate Finance, constatant l'adoption de la première résolution soumise à l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 relative à la modification des Contrats d'Emission, et conformément au dernier alinéa de l'article 19 *sexdecies* de la loi n°47-1775 du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération (ci-après la "Loi de 1947"),

**Prend acte** que la CRCAM Centre Loire a émis 2 855 908 certificats coopératifs d'investissement (les "CCI") dans (i) le cadre de la fusion absorption de la Caisse Régionale du Crédit Agricole Mutuel du Loiret par la CRCAM Centre Loire, intervenue le 30 mai 1995, selon les termes et conditions du traité de fusion en date du 21 mars 1995 (ci-après le "Traité de Fusion"), (ii) dans le cadre de paiements de dividendes en CCI (ci-après les "Paiements en Dividendes") et (iii) dans le cadre du prospectus soumis au visa de la COB, le 12 avril 2000 (ci-après le "Prospectus d'Emission". Le Traité de Fusion, les Paiements en Dividendes et le Prospectus d'Emission sont ci-après désignés les "Contrats d'Emission"), lesquelles émissions confèrent à leurs porteurs des droits identiques.

**Approuve**, conformément au deuxième alinéa de l'article 19 *octodecies* de la Loi de 1947, la modification des termes et conditions des CCI, par l'introduction d'une clause de rachat à l'initiative de la CRCAM Centre Loire de la totalité des CCI émis dans le cadre de chacun des Contrats d'Emission et qui seront en circulation à la date où la CRCAM Centre Loire décidera leur rachat.

**Approuve** en conséquence l'introduction dans chaque Contrat d'Emission d'une clause de rachat rédigée dans les termes suivants (ci-après la "Clause de Rachat") :

*"Rachat de la totalité des certificats coopératifs d'investissement en circulation à l'initiative de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire*

*A tout moment, l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire pourra décider ou autoriser le conseil d'administration à procéder au rachat en numéraire de la totalité des certificats coopératifs d'investissement émis dans le cadre de la présente émission et qui seront encore en circulation à la date du rachat à un prix unitaire par certificat coopératif d'investissement qu'elle fixera ou déterminera. Le rachat ne sera définitif qu'après approbation du prix et des modalités de rachat par l'assemblée spéciale des porteurs de certificats coopératifs d'investissement et l'assemblée spéciale des porteurs de certificats coopératifs d'associés statuant, dans les conditions légales et réglementaires, à la majorité des deux tiers des porteurs de certificats coopératifs d'investissement ou, selon le cas, des porteurs de certificats coopératifs d'associés présents ou représentés."*

**Approuve** les pouvoirs conférés au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 dans sa première résolution à l'effet de mettre en œuvre la décision de modification des Contrats d'Emission dans les conditions exposées ci-dessus, de modifier, si nécessaire, les statuts de la CRCAM Centre Loire et plus généralement à l'effet de faire le nécessaire et prendre toutes mesures utiles pour assurer la bonne fin des opérations envisagées dans la première résolution soumise à l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009.

**Deuxième résolution: Approbation de l'autorisation consentie au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 dans sa deuxième résolution de racheter la totalité des CCI en circulation au prix de 58 euros par CCI dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat introduite dans les Contrats d'Emission**

L'assemblée spéciale des porteurs de CCI de la CRCAM Centre Loire, statuant aux conditions de quorum et de majorité requises pour les assemblées spéciales telles que prévues à l'article 4 du Décret de 1991, connaissance prise du rapport du conseil d'administration, du rapport des commissaires aux comptes sur la modification des droits des porteurs de certificats coopératifs d'investissement, du rapport de l'expert indépendant et de la synthèse des conclusions du rapport de Oddo Corporate Finance, constatant l'adoption des première et deuxième résolutions soumises à l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 relatives à la modification des Contrats d'Emission et au rachat de la totalité des CCI en circulation et l'adoption de la première résolution qui précède, et conformément au dernier alinéa de l'article 19 *sexdecies* de la Loi de 1947,

**Approuve**, dans les conditions décrites ci-après, le rachat, dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat telle qu'approuvée dans la première résolution, de la totalité des CCI en circulation en vue de leur annulation, soit un nombre total maximum de 2 855 908 CCI d'une valeur nominale de 4 euros chacun, émis dans le cadre des Contrats d'Emission et le prix de rachat par CCI fixé à 58 euros, soit un montant total maximum de 165 642 664 euros. Il est précisé que la CRCAM Centre Loire détient des CCI qui ne feront donc pas l'objet du rachat mais seront annulés dans le cadre de la réduction du capital corrélative au rachat de CCI telle que décidée par l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 dans sa troisième résolution.

Le rachat de l'intégralité des CCI en circulation résultant de la mise en œuvre de la Clause de Rachat, devra intervenir au plus tard le 31 décembre 2009 faute de quoi la présente décision sera caduque.

**Prend acte** que tous les droits attachés aux CCI rachetés dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat, y compris le droit à rémunération au titre de l'exercice en cours, s'éteindront au jour du rachat par la remise du prix de rachat.

**Approuve** l'autorisation consentie au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 dans sa deuxième résolution pour décider,

au vu des oppositions éventuelles des créanciers présentées devant le tribunal de commerce de Bourges, présentées en application de la troisième résolution soumise à l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009, s'il convient de mettre en œuvre ou non la Clause de Rachat.

**Approuve**, en tant que de besoin, la réduction du capital social d'un montant de onze millions quatre cent vingt trois mille six cent trente deux euros (11 423 632 euros), par annulation de la totalité des CCI en circulation émis par la CRCAM Centre Loire, soit 2 855 908 CCI, de 4 euros de nominal chacun, qu'ils soient détenus par la CRCAM Centre Loire ou rachetés dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat telle que décidée par l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 dans ses première et deuxième résolutions et approuvée par la présente assemblée spéciale. Le capital social d'un montant de 64 835 744 euros sera ainsi ramené à 53 412 112 euros.

**Approuve** les pouvoirs conférés au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 dans sa deuxième résolution à l'effet de mettre en œuvre le rachat de la totalité des CCI en circulation dans les conditions exposées ci-dessus et notamment à l'effet :

- de décider, dans les conditions fixées par la Clause de Rachat des Contrats d'Emission et la deuxième résolution soumise à l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009, le rachat de la totalité des CCI et de procéder au versement du prix de rachat,
- plus généralement, faire le nécessaire et prendre toutes mesures utiles pour assurer la bonne fin des opérations envisagées dans la deuxième résolution soumise à l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009.

#### **Troisième résolution: Pouvoirs en vue des formalités**

L'assemblée spéciale des porteurs de CCI donne tous pouvoirs au porteur d'un original, d'une copie ou d'un extrait de procès-verbal de la présente assemblée spéciale pour accomplir toutes formalités qui seront nécessaires."

#### **Décision du porteur unique de CCA :**

**"Première résolution: Approbation de la modification des Contrats d'Emission de CCI par l'introduction d'une clause de rachat de la totalité des CCI en circulation à l'initiative de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire, décidée par l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 dans sa première résolution**

Le porteur unique de certificats coopératifs d'associés (ci-après le "**Porteur Unique de CCA**") de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire (ci-après la "**CRCAM Centre Loire**"), statuant aux conditions de quorum et de majorité requises par l'article 4 du décret n°91-14 du 4 janvier 1991 relatif à l'assemblée spéciale des titulaires de certificats coopératifs d'investissement (ci-après le "**Décret de 1991**") sur renvoi de l'article 19 *tervicies* de la loi n°47-1775 du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération (ci-après la "**Loi de 1947**"), connaissance prise du rapport du conseil d'administration, du rapport des commissaires aux comptes sur la modification des droits du porteur de certificats coopératifs d'associés, du rapport de l'expert indépendant et de la synthèse des conclusions du rapport de Oddo Corporate Finance, constatant l'adoption de la première résolution soumise à l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 relative à la modification des Contrats d'Emission, et conformément au dernier alinéa de l'article 19 *sexdecies* de la Loi de 1947.

**Prend acte** que la CRCAM Centre Loire a émis 2 855 908 certificats coopératifs d'investissement (les "**CCI**") (i) dans le cadre de la fusion absorption de la Caisse Régionale du Crédit Agricole Mutuel du Loiret par la CRCAM Centre Loire, intervenue le 30 mai 1995, selon les termes et conditions du traité de fusion en date du 21 mars 1995 (ci-après le "**Traité de Fusion**"), (ii) dans le cadre de paiements de dividendes en CCI (ci-après les "**Paiements en Dividendes**") et (iii) dans le cadre du prospectus soumis au visa de la COB,

le 12 avril 2000 (ci-après le "**Prospectus d'Emission**"). Le Traité de Fusion, les Paiements en Dividendes et le Prospectus d'Emission sont ci-après désignés les "**Contrats d'Emission**"), lesquelles émissions confèrent à leurs porteurs des droits identiques.

**Approuve**, conformément au deuxième alinéa de l'article 19 *octodecies* de la Loi de 1947 sur renvoi de l'article 19 *tervicies* de la même loi, la modification des termes et conditions des CCI, par l'introduction d'une clause de rachat à l'initiative de la CRCAM Centre Loire de la totalité des CCI émis dans le cadre de chacun des Contrats d'Emission et qui seront en circulation à la date où la CRCAM Centre Loire décidera leur rachat.

**Approuve** en conséquence l'introduction dans chaque Contrat d'Emission d'une clause de rachat rédigée dans les termes suivants (ci-après la "**Clause de Rachat**") :

*"Rachat de la totalité des certificats coopératifs d'investissement en circulation à l'initiative de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire*

*A tout moment, l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires de la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre Loire pourra décider ou autoriser le conseil d'administration à procéder au rachat en numéraire de la totalité des certificats coopératifs d'investissement émis dans le cadre de la présente émission et qui seront encore en circulation à la date du rachat à un prix unitaire par certificat coopératif d'investissement qu'elle fixera ou déterminera. Le rachat ne sera définitif qu'après approbation du prix et des modalités de rachat par l'assemblée spéciale des porteurs de certificats coopératifs d'investissement et l'assemblée spéciale des porteurs de certificats coopératifs d'associés statuant, dans les conditions légales et réglementaires, à la majorité des deux tiers des porteurs de certificats coopératifs d'investissement ou, selon le cas, des porteurs de certificats coopératifs d'associés présents ou représentés."*

**Approuve** les pouvoirs conférés au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 dans sa première résolution à l'effet de mettre en œuvre la décision de modification des Contrats d'Emission dans les conditions exposées ci-dessus, de modifier, si nécessaire, les statuts de la CRCAM Centre Loire et plus généralement à l'effet de faire le nécessaire et prendre toutes mesures utiles pour assurer la bonne fin des opérations envisagées dans la première résolution soumise à l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009.

**Deuxième résolution: Approbation de l'autorisation consentie au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 dans sa deuxième résolution de racheter la totalité des CCI en circulation au prix de 58 euros par CCI dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat introduite dans les Contrats d'Emission**

Le Porteur Unique de CCA, statuant aux conditions de quorum et de majorité requises par l'article 4 du Décret de 1991 sur renvoi de l'article 19 *tervicies* de la Loi de 1947, connaissance prise du rapport du conseil d'administration, du rapport des commissaires aux comptes sur la modification des droits du porteur de certificats coopératifs d'associés, du rapport de l'expert indépendant et de la synthèse des conclusions du rapport de Oddo Corporate Finance, constatant l'adoption des première et deuxième résolutions soumises à l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 relatives à la modification des Contrats d'Emission et au rachat de la totalité des CCI en circulation et l'adoption de la première résolution qui précède, et conformément au dernier alinéa de l'article 19 *sexdecies* de la Loi de 1947,

**Approuve**, dans les conditions ci-après, le rachat, dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat telle qu'approuvée dans la première résolution, de la totalité des CCI en circulation en vue de leur annulation, soit un nombre total maximum de 2 855 908 CCI d'une valeur nominale de 4 euros chacun, émis dans le cadre des Contrats d'Emission et le prix de rachat par CCI fixé à 58 euros, soit un montant total maximum de 165 642 664 euros. Il est précisé que la CRCAM Centre Loire détient des CCI qui ne feront donc pas l'objet du rachat mais seront annulés dans le cadre de la réduction du capital corrélative au rachat de CCI telle

que décidée par l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 dans sa troisième résolution.

Le rachat de l'intégralité des CCI en circulation résultant de la mise en œuvre de la Clause de Rachat, devra intervenir au plus tard le 31 décembre 2009 faute de quoi la présente décision sera caduque.

**Prend acte** que tous les droits attachés aux CCI rachetés dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat, y compris le droit à rémunération au titre de l'exercice en cours, s'éteindront au jour du rachat par la remise du prix de rachat.

**Approuve** l'autorisation consentie au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 dans sa deuxième résolution pour décider, au vu des oppositions éventuelles des créanciers présentées devant le tribunal de commerce de Bourges, présentées en application de la troisième résolution soumise à l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009, s'il convient de mettre en œuvre ou non la Clause de Rachat.

**Approuve**, en tant que de besoin, la réduction du capital social d'un montant de onze millions quatre cent vingt trois mille six cent trente deux euros (11 423 632 euros), par annulation de la totalité des CCI en circulation émis par la CRCAM Centre Loire, soit 2 855 908 CCI, de 4 euros de nominal chacun, qu'ils soient détenus par la CRCAM Centre Loire ou rachetés dans le cadre de la mise en œuvre de la Clause de Rachat telle que décidée par l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 dans ses première et deuxième résolutions et approuvée par la présente décision du Porteur Unique de CCA. Le capital social d'un montant de 64 835 744 euros sera ainsi ramené à 53 412 112 euros.

**Approuve** les pouvoirs conférés au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009 dans sa deuxième résolution à l'effet de mettre en œuvre le rachat de la totalité des CCI en circulation dans les conditions exposées ci-dessus et notamment à l'effet :

- de décider, dans les conditions fixées par la Clause de Rachat des Contrats d'Emission et par la deuxième résolution soumise à l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009, le rachat de la totalité des CCI et de procéder au versement du prix de rachat,
- plus généralement, faire le nécessaire et prendre toutes mesures utiles pour assurer la bonne fin des opérations envisagées dans la deuxième résolution soumise à l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires du 26 octobre 2009.

#### **Troisième résolution: Pouvoirs en vue des formalités**

Le Porteur Unique de CCA donne tous pouvoirs au porteur d'un original, d'une copie ou d'un extrait de procès-verbal des présentes décisions pour accomplir toutes formalités qui seront nécessaires."

### **1.6 Calendrier du rachat des CCI**

23 septembre 2009	Suspension du cours de CCI
30 septembre 2009	Réunion du conseil d'administration décidant le principe d'un rachat des CCI et convoquant l'assemblée générale des sociétaires, l'assemblée spéciale des porteurs de CCI et le porteur de CCA  Diffusion d'un communiqué sur la décision de principe du rachat des CCI
2 octobre 2009	Reprise de la cotation
26 octobre 2009	Réunion de l'assemblée générale extraordinaire

	<p>des sociétaires (sur 1<sup>ère</sup> convocation)</p> <p>Réunion de l'assemblée spéciale des porteurs de CCI (sur 1<sup>ère</sup> convocation)</p> <p>Décision du porteur unique de CCA</p> <p>Communiqué d'Euronext informant le marché des résultats des votes aux assemblées et du porteur unique de CCA si ces derniers ont tous pu se tenir sur première convocation.</p>
27 octobre 2009	Dépôt du procès-verbal de l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires au greffe du tribunal de commerce de Bourges
28 octobre 2009	Début du délai d'opposition des créanciers d'une durée de 20 jours calendaires
9 novembre	<p>Réunion de l'assemblée spéciale des porteurs de CCI (sur 2<sup>ème</sup> convocation)</p> <p>Communiqué d'Euronext informant le marché des résultats des votes aux assemblées et du porteur unique de CCA si ces derniers n'ont pas tous pu se tenir sur première convocation.</p>
16 novembre 2009	Expiration du délai d'opposition des créanciers d'une durée de 20 jours calendaires
20 novembre 2009	<p>Réunion du Conseil d'administration décidant la mise en œuvre du rachat de CCI, annulation des CCI et constatation de la réduction de capital qui en résulte</p> <p>Diffusion d'un communiqué sur la réalisation définitive du rachat des CCI</p> <p>Diffusion d'un avis par NYSE-Euronext à l'attention des intermédiaires financiers précisant les modalités du rachat des CCI et le calendrier de réalisation de radiation des CCI d'Euronext</p>
27 novembre 2009	Radiation des CCI d'Euronext : Clôture chez Euroclear France du code valeur des CCI à l'issue de la journée du 26/11/2009
30 novembre 2009	Règlement des porteurs de CCI

## **1.7 Intentions des principaux sociétaires et porteurs de CCI et du porteur unique de CCA sur les projets de résolutions qui leur seront soumis**

### **1.7.1 Assemblée générale extraordinaire des sociétaires**

Les Caisses Locales, qui détiennent 99,99 % des parts sociales de la CRCAM Centre Loire et 95,99 % des droits de vote, ont fait part de leur intention de voter en faveur des projets de résolution qui leur seront soumis lors de l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires, convoquée pour le 26 octobre 2009.

### **1.7.2 Assemblée spéciale des porteurs de CCI**

Crédit Agricole S.A. qui détient 162 796 CCI, représentant environ 5,7% des CCI émis, et la compagnie d'assurance vie PREDICA, filiale à 100% de Crédit Agricole S.A., qui détient

105 084 CCI, représentant environ 3,6% des CCI émis, ont fait part de leur intention de voter en faveur des projets de résolutions qui lui seront soumis.

### **1.7.3 Porteur unique de CCA**

Crédit Agricole S.A., porteur unique des 3 889 436 CCA émis par la CRCAM Centre Loire a fait part de son intention de voter en faveur des projets de résolution qui lui seront soumis.

## **1.8 Régime fiscal du rachat des CCI**

Le présent exposé est un résumé du régime fiscal applicable fondé sur les dispositions légales françaises actuellement en vigueur.

Cet exposé étant donné à titre d'information générale et n'ayant pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à un porteur de CCI émis par la CRCAM Centre Loire, il est recommandé aux porteurs de CCI de consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière.

L'attention des porteurs de CCI est attirée sur le fait qu'il n'existe pas de régime fiscal spécifique attaché au rachat de CCI et que l'administration fiscale ne s'est, à notre connaissance, jamais prononcée sur le régime fiscal applicable à un tel rachat. Le régime décrit ci-après est donc celui applicable au rachat par une société de ses propres titres effectué en vue d'une réduction de capital non motivée par des pertes que nous avons appliqué par analogie à un rachat de CCI.

### **1.8.1 Régime fiscal pour la CRCAM Centre Loire**

Le rachat par la CRCAM Centre Loire de ses propres CCI, qui sera suivi de leur annulation, n'aura pas d'incidence sur son résultat imposable et n'entraînera donc pas une charge fiscale pour elle.

Dès lors qu'un seul acte sera établi pour constater à la fois le rachat et la réduction de capital, l'opération rendra exigible un droit fixe d'enregistrement de 375 € ou de 500 € si le capital de la CRCAM Centre Loire est supérieur ou égal à 225 000 €.

### **1.8.2 Régime fiscal pour les porteurs de CCI**

#### **(a) Porteurs de CCI personnes physiques résidentes fiscales de France**

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales françaises susceptibles de s'appliquer aux personnes physiques ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opération. Les personnes physiques qui réaliseraient de telles opérations sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseil fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

##### *(i) Régime de droit commun*

L'opération est susceptible de dégager chez les porteurs de CCI un revenu distribué et une plus-value.

##### *- Revenu distribué*

Les porteurs de CCI seront imposés sur la partie du prix de rachat traité comme une distribution de revenus mobiliers, à savoir l'excédent du prix de rachat des CCI annulés sur (CGI, art. 161) :

- le montant des apports compris dans la valeur nominale des CCI rachetés ; ou
- le prix ou la valeur d'acquisition des CCI rachetés, s'il est supérieur au montant des apports.

Ce revenu distribué sera soit soumis à l'impôt sur le revenu au barème progressif dans la catégorie des revenus de capitaux mobiliers soit, sur option du contribuable, soumis à un prélèvement forfaitaire libératoire.

- Imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu

Le revenu distribué sera soumis à l'impôt sur le revenu au barème progressif dans la catégorie des revenus de capitaux mobiliers après application d'un abattement de 40 %.

En outre, le revenu distribué ouvrira droit à un abattement fixe annuel dont le montant est fixé à :

- 1 525 € pour les célibataires, veufs ou divorcés et pour les époux soumis à une imposition séparée ;
- 3 050 € pour les couples mariés ou liés par un PACS soumis à une imposition commune

Enfin, le porteur de CCI aura également droit à un crédit d'impôt égal à 50 % du montant du revenu distribué avant application des abattements précités. Le montant du crédit d'impôt est toutefois plafonné annuellement à :

- 115 € pour les contribuables célibataires, divorcés ou veufs ;
- 230 € pour les contribuables mariés ou pacsés soumis à une imposition commune.

Le crédit d'impôt sera imputé sur l'impôt sur le revenu dû au titre de l'année de perception du revenu distribué. Il s'applique après imputation des réductions d'impôt, des autres crédits d'impôt et des prélèvements et retenues non libératoires. Si son montant est supérieur à l'impôt dû, l'excédent est remboursé, sauf s'il est inférieur à 8 €.

Le montant de la distribution sera également soumis, avant tout abattement, aux différents prélèvements sociaux au taux global de 12,1 % (CSG, CRDS, prélèvement social et contributions additionnelles au prélèvement social).

- Prélèvement forfaitaire libératoire

Sur option, les porteurs de CCI pourront soumettre la distribution à un prélèvement forfaitaire libératoire de l'impôt sur le revenu.

Le prélèvement sera liquidé au taux de 18 % et assis sur le montant brut des revenus perçus, sans déduction des frais et charges qui peuvent grever ce revenu ni abattement.

Le montant de la distribution sera également soumis, avant tout abattement, aux différents prélèvements sociaux au taux global de 12,1 % (CSG, CRDS, prélèvement social et contributions additionnelles au prélèvement social).

- Plus-value

Le gain réalisé par les porteurs de CCI sera égal à :

- la différence entre le montant du remboursement et le prix ou la valeur d'acquisition ou de souscription des CCI rachetés ;
- diminués du montant du revenu distribué, imposable au titre du rachat à l'impôt sur le revenu dans la catégorie des revenus de capitaux avant, le cas échéant, application des abattements.

En application de l'article 150-0 A II 6 du CGI, le gain net réalisé par les porteurs de CCI sera imposé selon le régime des plus-values de cession de valeurs mobilières. Les plus-values nettes réalisées par les porteurs lors du rachat des CCI seront imposables, dès le premier euro, si le montant global des cessions de valeurs mobilières et droits sociaux réalisées au cours de l'année civile (hors cessions bénéficiant d'un sursis d'imposition ou cessions exonérées de titres détenus dans le cadre d'un PEA réalisées au cours de ladite année) excède, par foyer fiscal, un seuil fixé en 2009 à 25 730 € (CGI, art. 150-0 A). Si ce seuil n'est pas dépassé, les plus-values seront exonérées.

Pour l'appréciation du seuil, est ajouté au montant des cessions réalisées au cours de l'année du rachat :

- le montant du remboursement des titres ;
- diminué de la fraction imposée comme revenu distribué avant application, le cas échéant, des abattements.

La plus-value sera imposée au taux de 18 %. Elle sera en outre soumise, avant tout abattement, aux différents prélèvements sociaux au taux global de 12,1 % (CSG, CRDS, prélèvement social et contributions additionnelles au prélèvement social).

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D II du CGI, si le rachat des CCI génère une moins-value nette, celle-ci sera imputable exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de cette même année ou des dix années suivantes, à condition toutefois que le seuil de 25 730 € de cessions de valeurs mobilières visé ci-dessus ait été dépassé l'année de réalisation de ladite moins-value.

(ii) *Régime spécial des plans d'épargne en actions ("PEA")*

Les CCI émis par la CRCAM Centre Loire constituent des actifs éligibles au PEA.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit (i) pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits nets et des plus-values nettes générées par les placements effectués dans le cadre du PEA, à condition notamment que ces produits et ces plus-values soient maintenues dans le PEA, et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan. Ces produits ou plus-values restent néanmoins soumises à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social et aux contributions additionnelles au prélèvement social, aux taux en vigueur à la date de réalisation du gain.

Les moins-values réalisées sur des actions détenues dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre (des règles spécifiques s'appliquent toutefois à certains cas de clôture du PEA). Les investisseurs sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal sur cette question.

(b) Porteurs de CCI personnes morales résidentes de France

L'opération est, comme pour les porteurs de CCI personnes physiques, susceptible de dégager un revenu distribué et une plus-value.

(i) *Revenu distribué*

Le revenu distribué sera égal, en application de l'article 161 du CGI, à la différence entre le prix de rachat et le montant des apports réels ou assimilés compris dans la valeur nominale des CCI rachetés ou, si elle est supérieure, leur valeur d'inscription à l'actif.

Dans la mesure où les CCI ne sont pas porteurs de droits de vote, le revenu distribué sera généralement soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33<sup>1/3</sup> %, augmenté le cas échéant d'une contribution sociale égale à 3,3 % du montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 € par période de 12 mois. Certaines personnes morales sont toutefois susceptibles, dans les conditions posées par les articles 219 I b et 235 ter ZC du CGI de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15 % et d'une exonération de la contribution sociale sur les bénéficiaires.

Si le porteur de CCI détient par ailleurs des titres représentant à la fois 5 % des droits financiers et des droits de vote de la CRCAM Centre Loire, le revenu distribué pourra être éligible au régime mère-fille si les autres conditions d'application de ce régime sont satisfaites (Inst. 19 mars 2007, 4 H-3-07, n° 26). En application du régime mère-fille, le revenu distribué sera exonéré d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration dans le résultat imposable au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés, d'une quote-part de frais et charges égale à 5 % du montant distribué.

(ii) *Plus-value*

La plus-value ou la moins-value sera égale à la différence entre le prix de revient fiscal des titres rachetés et le montant des apports réels ou assimilés compris dans la valeur nominale des CCI rachetés ou, si elle est supérieure, leur valeur d'inscription à l'actif.

La plus-value sera généralement soumise à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33<sup>1/3</sup> %, augmenté le cas échéant d'une contribution sociale égale à 3,3 % du montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 € par période de 12 mois. Certaines personnes morales sont toutefois susceptibles, dans les conditions posées par les articles 219 I b et 235 ter ZC du CGI de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15 % et d'une exonération de la contribution sociale sur les bénéfices.

Compte tenu de l'incertitude quant à la possible application du régime des plus-values à long terme au rachat de CCI, les investisseurs sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel sur cette question.

## **1.9 Modalités de financement du rachat des CCI**

Le rachat portera sur la totalité des CCI détenus par les porteurs de CCI, à l'exclusion des CCI détenus par la CRCAM Centre Loire. Ce rachat sera financé par la CRCAM Centre Loire par prélèvement sur ses encours de trésorerie et de placements de ses fonds propres. La CRCAM Centre Loire ayant émis 2 855 908 CCI, le montant total maximum de rachat et le financement corrélatif s'élèvent à un montant total maximum de 165 642 664 euros sur la base d'un prix de rachat de 58 euros par CCI. A titre d'information, la CRCAM Centre Loire détient, au 23 septembre 2009, 32 390 CCI ce qui porterait le montant du rachat et de son financement à 163 764 044 euros.

## **1.10 Incidence du rachat des CCI sur les capitaux propres de la CRCAM Centre Loire**

La réduction du capital social d'un montant de 11 423 632 euros sera imputé sur le capital social.

La différence entre le prix de revient de la totalité 2 855 908 CCI à l'issue du rachat et la valeur nominale des CCI rachetés (soit 11 423 632 euros) sera imputée par ordre de priorité comme suit :

- à hauteur de 52 787 838 euros sur le poste "Primes d'émission des CCI" ; et
- pour le solde sur le poste "Autres réserves ". A titre d'information, sur la base des 2 855 908 CCI en circulation (qui tiennent compte des 32 390 CCI détenus par la CRCAM Centre Loire pour un prix de revient de 755 190,98 euros, soit un prix de revient total de 164 519 234,98 euros pour les 2 855 908 CCI en circulation), le montant de ce solde s'élèverait à 100 307 764,98 euros.

## **2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE RACHAT DES CCI**

Les éléments d'appréciation du prix du rachat des CCI présentés ci-dessous sont une synthèse des travaux d'évaluation réalisés par *Oddo Corporate Finance* pour le compte de la CRCAM Centre Loire dans le cadre d'un mandat de conseil signé en date du 16/02/2009, établis selon les méthodes d'évaluations usuelles.

La sélection des méthodes retenues a été établie en tenant compte des spécificités de la CRCAM Centre Loire et de son secteur d'activité. Les éléments d'appréciation du prix de rachat des CCI ont été réalisés dans les conditions de marché prévalant à la date du 15/09/2009, et reposent sur des informations fournies par la CRCAM Centre Loire. Celles-ci sont considérées comme fiables et exactes, et n'ont fait l'objet d'aucun audit de la part de *Oddo Corporate Finance*.

### **2.1 Méthodologie**

#### **2.1.1 Approche générale de valorisation**

La CRCAM Centre Loire a été valorisée comme la somme de deux activités distinctes :

- Une activité de banque de détail (activité *Retail*) : dépôts, prêts et assurances destinés à une clientèle de particuliers et de professionnels dans la région ;
- Une activité de type  *Holding* (activité  *Holding*) : la CRCAM Centre Loire détient une participation dans la SAS Rue La Boetie, actionnaire de référence de Crédit Agricole SA. Cette participation est composée d'actions SAS Rue La Boetie et d'une avance en compte courant d'actionnaire.

La valorisation des deux activités a été réalisée selon des approches distinctes :

- Une valorisation selon une analyse multicritères pour l'activité *Retail* à partir des méthodes de valorisation usuellement retenues dans le secteur bancaire ;
- Une valorisation à partir du cours de bourse de Crédit Agricole SA pour l'activité  *Holding* afin de refléter une valeur de marché de la participation dans la SAS Rue La Boetie.

Dans les travaux d'appréciation du prix de rachat des CCI présentés ci-dessous, la valeur du CCI a été calculée à partir d'une approche globale de la CRCAM Centre Loire et d'une approche par la somme des parties (activité *Retail* et activité  *Holding*)

Afin de prendre en compte l'absence de droits de vote attachés aux CCI, une décote de 20% a été appliquée à l'ensemble des résultats issus des méthodes et références de valorisation présentés, à l'exception des cours de bourse des CCI, présentés en lecture directe. Cette décote, correspond au précédent interne au Groupe Crédit Agricole. Une décote de 20%<sup>1</sup> avait été retenue en 2001 lors de l'offre faite aux porteurs de CCI pour racheter leurs titres à l'occasion de l'entrée de Crédit Agricole SA au capital des caisses régionales par souscription de CCA.

### 2.1.2 Informations mises à disposition

Afin de réaliser les travaux d'appréciation du prix de rachat des CCI,  *Oddo Corporate Finance* a eu accès à de nombreuses sources d'information, notamment les suivantes :

- Rapports annuels 2007 et 2008 de la CRCAM Centre Loire
- Comptes semestriels 2008 et 2009 de la CRCAM Centre Loire
- Plan moyen terme de la CRCAM Centre Loire 2009e-2011e
- Simulations portant sur le RSE (Ratio de Solvabilité Européen)
- Détails sur la participation dans la SAS Rue La Boetie
- Extrait des comptes 2008 de la SAS Rue La Boetie
- Méthodologie de valorisation des CCA
- Actionnariat de la CRCAM Centre Loire
- Contrat de liquidité des CCI
- Statuts de la CRCAM Centre Loire

Par ailleurs, des bases de données usuelles ont été utilisées (Bloomberg, Datastream, Factset) pour les données de marché et les prévisions des analystes de recherche.

---

<sup>1</sup> Décote appliquée par rapport à une approche de valorisation multicritères

### 2.1.3 Hypothèses retenues dans les travaux d'appréciation du prix de rachat des CCI

Au 30/06/2009, le capital de la CRCAM Centre Loire était divisé en 16.208.936 titres de capital (parts sociales, CCI et CCA). Les résultats issus des références et méthodes de valorisation ont été divisés par le nombre total de titres de capital afin d'en déduire la valorisation d'un CCI.

Par ailleurs, la participation de la CRCAM Centre Loire dans la SAS Rue La Boetie était composée au 30/06/2009 de 31.898.422 actions SAS Rue La Boetie, et d'une avance en compte courant d'actionnaire de 134.177 K€.

Enfin, la CRCAM Centre Loire a établi un plan moyen terme (2009e – 2011e). Les principales hypothèses de ce plan sont les suivantes :

- Exercice 2009e : au cours du premier semestre 2009, la CRCAM Centre Loire a bénéficié de l'orientation favorable des taux et de la reconstitution des marges, permettant une relative résistance du PNB<sup>2</sup> par rapport au premier semestre 2008. La maîtrise des charges d'exploitation a permis d'enregistrer un RBE<sup>3</sup> en légère diminution. Par ailleurs, la montée des encours douteux a eu un effet défavorable sur le coût du risque, traduisant l'impact de la crise sur la qualité de l'encours de crédits. Cette tendance devrait se poursuivre sur le second semestre. Le RBE 2009e est attendu en hausse par rapport à 2008, mais le montant de la charge de coût du risque devrait plus que compenser cet effet, malgré une certaine zone d'incertitude autour du montant final des charges de coût du risque.
- Horizon 2010e - 2011e : la CRCAM Centre Loire anticipe une croissance modérée du PNB en raison d'une légère progression des encours de crédit et d'une courbe des taux assez favorable. La maîtrise des charges d'exploitation devrait permettre d'augmenter progressivement la marge opérationnelle. Les encours douteux sont attendus en augmentation par rapport à la période 2001-2008 en raison de la crise ; la charge de coût du risque associé à ces encours devrait dès lors peser sur le résultat net de la CRCAM Centre Loire. Bien qu'en légère augmentation sur la période du plan d'affaires, le résultat net ne devrait pas retrouver les niveaux historiques constatés en 2004-2006.

Pour les besoins des travaux d'appréciation du prix de rachat des CCI, et notamment pour la méthode de l'actualisation des flux distribuables aux porteurs de titres de capital (cf. section 2.2), *Oddo Corporate Finance* a prolongé le plan moyen terme sur un horizon intermédiaire 2012e – 2019e selon les hypothèses suivantes :

- Croissance annuelle du RWA<sup>4</sup> et du PNB de 1,5% ;
- Stabilité du coefficient d'exploitation<sup>5</sup> par rapport à la moyenne des trois années du plan moyen terme de la CRCAM Centre Loire;
- Stabilité du coût du risque par rapport à la moyenne des marges du RWA des trois années du plan moyen terme de la CRCAM Centre Loire ;
- Impôt normatif de 33%.

---

<sup>2</sup> PNB : Produit Net Bancaire

<sup>3</sup> RBE : Résultat Brut d'Exploitation

<sup>4</sup> RWA : Risk Weighted Assets, correspondant aux encours pondérés de la CRCAM Centre Loire

<sup>5</sup> Quotient des charges d'exploitation et du PNB

Enfin, le taux de croissance à l'infini retenu par *Oddo Corporate Finance* est de 1,5%.

## **2.2 Méthodes et références de valorisation retenues dans le cadre des travaux d'appréciation du prix de rachat des CCI**

Afin d'apprécier le prix de rachat des CCI, des méthodes et références de valorisation ont été retenues à titre principal et indicatif. L'appréciation du prix de rachat proposé doit être effectuée en fonction des méthodes de valorisation retenues à titre principal, les méthodes retenues à titre indicatif étant communiquées à des fins d'information.

### **2.2.1 Méthodes de valorisation retenues à titre principal**

#### **(a) Valorisation globale de la CRCAM Centre Loire**

- Actif Net Comptable (ANC) : l'Actif Net Comptable correspond à la valeur des capitaux propres de la CRCAM Centre Loire. Il permet d'apprécier la valeur intrinsèque de la CRCAM Centre Loire à long terme. La situation nette de la CRCAM Centre Loire a été calculée à partir des comptes individuels au 30/06/2009 arrêtés par le Conseil d'administration.
- Actif Net Réévalué (ANR) : la méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à réévaluer la situation nette de la CRCAM Centre Loire en réévaluant les postes d'actif et de passif selon une valeur de marché. Dans le cadre des travaux réalisés, un seul actif a été valorisé selon une approche de marché, il s'agit de la participation la SAS Rue La Boetie. L'ANR de la CRCAM Centre Loire a été établi à partir des comptes individuels au 30/06/2009 et d'une valeur de marché de la participation dans la SAS Rue La Boetie au 15/09/2009.

#### **(b) Valorisation de la CRCAM Centre Loire par la somme des parties**

- Activité Retail - Actualisation des flux distribuables aux porteurs de titres de capital : cette méthode consiste à distribuer à l'ensemble des porteurs de titres de capital l'intégralité des excédents annuels de fonds propres dans le respect d'un ratio RSE cible<sup>6</sup>. Cette méthode permet de prendre en compte la capacité distributive maximale de la CRCAM Centre Loire pour les porteurs de titres de capital.

Deux types d'excédents / déficits ont été identifiés :

- Les excédents / déficits initiaux, valorisés à partir des fonds propres issus des comptes individuels au 31/12/2008, derniers états financiers disponibles incluant un calcul de RWA ;
- Les excédents à venir, calculés sur l'horizon du plan d'affaires et sur son prolongement.

Les excédents à venir sont actualisés au coût du capital de la CRCAM Centre Loire (CoE)<sup>7</sup>.

- Activité Retail - Warranted Equity Value (WEV) : cette méthode consiste à comparer la rentabilité des fonds propres (RoE<sup>8</sup>) alloués à l'activité Retail à leur coût (CoE), en fonction de la croissance du résultat net à long terme modélisée (g).

<sup>6</sup> Un ratio cible de 10% a été retenu afin de maintenir un niveau de marge par rapport au ratio réglementaire de 8% (RSE) et de financer la croissance des engagements pondérés de la CRCAM Centre Loire

<sup>7</sup> Le Coût des fonds propres alloués à l'activité Retail (CoE) a été estimé à 8,94% (taux sans risque de 3,54%, Bêta de 0,9 et prime de risque de 6%)

Le rapport entre la rentabilité et le coût des fonds propres est calculé comme suit :

- Calcul du coût des fonds propres alloués à l'activité *Retail* (CoE) ainsi que de la rentabilité attendue (RoE) ;
- Calcul du *Price to Book Ratio* théorique de l'activité *Retail* :  $Price\ to\ Book\ Ratio = (RoE - g) / (CoE - g)$

La valorisation de l'activité *Retail* est obtenue en appliquant le ratio *Price to Book* aux fonds propres alloués à l'activité *Retail*.

- Activité *Retail* - Méthode analogique – comparables boursiers : la méthode des comparables boursiers consiste à appliquer aux agrégats de la CRCAM Centre Loire les multiples de valorisation d'un échantillon de sociétés cotées comparables.

Dans cette méthode, l'activité *Retail* a été valorisée à partir d'un échantillon de banques généralistes européennes (cours moyens pondérés par les volumes sur une période d'un mois au 15/09/2009) en prenant en compte les agrégats 2010e et 2011e des sociétés, selon deux approches :

- Un multiple de résultat net : le *Price Earning Ratio*<sup>9</sup> ;
- Une analyse de régression linéaire en fonction de la *Price to Book Value* et du *Return On Equity* (RoE).
- Activité  *Holding* - Valeur de la participation de la CRCAM Centre Loire dans la SAS Rue La Boetie par transparence du cours de Crédit Agricole SA : cette méthode consiste à valoriser la participation de la CRCAM Centre Loire dans la SAS Rue La Boetie à partir d'une approche de marché.

Les deux composantes de la participation dans la SAS Rue La Boetie (actions SAS Rue La Boetie et avance en compte courant d'actionnaire) ont été valorisées comme suit :

- Actions SAS Rue La Boetie : les titres de la SAS Rue La Boetie ont été réévalués à partir du cours de bourse moyen pondéré par les volumes de Crédit Agricole SA sur une durée de un mois au 15/09/2009. L'avance en compte courant d'actionnaire consentie à Crédit Agricole SA par la SAS Rue La Boetie a été valorisée selon le coût historique (pas de réévaluation) ;
- Avance en compte courant d'actionnaire consentie à la SAS Rue La Boetie par la CRCAM Centre Loire : l'avance a été valorisée selon le coût historique (pas de réévaluation).

## 2.2.2 Références retenues à titre indicatif pour la valorisation globale de la CRCAM Centre Loire

- Cours de bourse des CCI de la CRCAM Centre Loire : les CCI sont cotés sur le compartiment C de NYSE-Euronext Paris. Malgré l'importance du flottant (les CCI de la CRCAM Centre Loire sont exclusivement placés dans le public, à l'exception de ceux souscrits par Crédit Agricole SA, soit 5,7%, et des CCI autodétenus dédiés à l'animation du titre par le biais d'un contrat de liquidité), la liquidité du titre demeure très restreinte. Par exemple, au cours des trois derniers mois (précédant le 15/09/2009), environ 200 titres ont été échangés quotidiennement. En cumulé sur la

<sup>8</sup> Quotient du résultat net *Retail* et des fonds propres alloués à l'activité *Retail*

<sup>9</sup> Quotient de la capitalisation boursière et du résultat net des sociétés de l'échantillon

période, 12.400 titres environ ont été échangés, induisant une rotation du capital de 0,43%. Pour ce motif, le cours de bourse n'a pas été considéré comme représentatif de la valeur des CCI et n'est présenté qu'à titre indicatif.

- Méthode de valorisation interne au Groupe Crédit Agricole des CCA (Certificats Coopératifs d'Associés) : les CCA sont des titres de capital proches des CCI mais qui ne sont pas cotés. Le Groupe Crédit Agricole a mis en place une méthode interne de valorisation multicritères permettant d'apprécier la valeur des CCA émis par appel public à l'épargne.

La méthode utilisée est une pondération des méthodes fondées respectivement sur les éléments suivants :

- L'Actif Net Réévalué de la CRCAM Centre Loire : Actif Net Comptable corrigé des plus ou moins values latentes. Cette méthode est retenue selon une pondération de 50% ;
- La rentabilité attendue par les investisseurs : quotient du dernier résultat net et d'un taux d'actualisation. Cette méthode est retenue selon une pondération de 25% ;
- La rentabilité des fonds propres de la CRCAM Centre Loire : quotient du dernier résultat net et du RoE moyen des caisses régionales cotées. Cette méthode est retenue selon une pondération de 25%.

Il convient de noter que cette méthode, utilisée afin de valoriser les CCA émis par appel public à l'épargne, diffère quelque peu de celle retenue en 2001 lors de la souscription des CCA des caisses régionales par Crédit Agricole SA<sup>10</sup>.

### **2.3 Méthodes et références de valorisation écartées dans le cadre des travaux d'appréciation du prix de rachat des CCI**

Les méthodes et références suivantes n'ont pas été jugées pertinentes pour apprécier le prix de rachat des CCI :

- Valorisation globale - Opérations récentes sur le capital : à la connaissance de la CRCAM Centre Loire, il n'y a pas eu de transaction récente de taille significative sur les CCI. Pour cette raison, cette référence de valorisation n'a pas pu être retenue.
- Valorisation globale - Objectif de cours des analystes : la CRCAM Centre Loire n'est pas suivie pas des analystes de recherche publiant à intervalles réguliers des recommandations et des objectifs de cours. Cette référence de valorisation a donc été écartée.
- Valorisation globale – Approche par le rendement : le dividende versé aux porteurs de CCI a augmenté progressivement entre 2002 (0,98 euro par CCI) et 2009 (1,46 euro par CCI) avec un pic en 2008 (1,55 euro par CCI). En raison de la baisse du cours de bourse du CCI, le rendement implicite actuel de 5,57% (dernier dividende de 1,46 euro par CCI sur la base du cours de bourse au 15/09/2009 de 26,20 euros) n'est pas représentatif d'une valeur de rendement dans le cadre d'une approche de valorisation. Par ailleurs, les flux disponibles pour le porteur de titres de capital ont été appréhendés dans la méthode de l'actualisation des flux distribuables aux

<sup>10</sup> Divergence notamment pour (i) la méthode de la rentabilité des fonds propres : la méthode de 2001 est basée sur un multiple de fonds propres déterminé à partir d'une régression entre multiple de fonds propres et rendement des fonds propres d'un échantillon de banques européennes ; et (ii) pour la méthode de la rentabilité attendue par les investisseurs : la méthode de 2001 est basée sur un multiple de résultat net.

porteurs de titres de capital. Pour ces motifs, cette méthode de valorisation n'a pas été retenue.

- Activité Retail - Méthode analogique – transactions comparables : la méthode des transactions de sociétés comparables consiste à appliquer aux agrégats de la CRCAM Centre Loire les multiples de valorisation extériorisés à l'occasion de transactions récentes de sociétés comparables. Les transactions comparables identifiées ont été réalisées dans un contexte de marché très différent (opérations effectuées avant la crise financière et/ou intégrant une prime de contrôle) et ne reflètent pas les niveaux de valorisation actuels constatés sur le marché. Pour ces raisons, cette méthode de valorisation n'a pas été retenue.

## 2.4 Synthèse des éléments d'appréciation du prix de rachat des CCI

Les éléments d'appréciation du prix de rachat des CCI sont synthétisés dans le tableau ci-dessous. Il reprend les résultats obtenus pour chacune des méthodes et références de valorisation retenues à titre principal et indicatif, et précise les primes et décotes extériorisées par le prix de rachat par rapport à la valorisation obtenue après prise en compte de la décote de 20%.

CRCAM Centre Loire	Valeur par CCI après décote de 20% (€)	Prime / Décote induite Prix de rachat de 58.00€
<b>METHODES &amp; REFERENCES DE VALORISATION A TITRE PRINCIPAL</b>		
<b>Actualisation des flux distribuables aux porteurs de titres de capital</b>		
Actualisation des flux distribuables issus du plan d'affaires de la Caisse Régionale	54.16	7.1%
<b>Warranted Equity Value</b>		
Price to Book Value des fonds propres de la Caisse Régionale	45.26	28.2%
<b>Méthodes Analogiques - Multiples boursiers</b>		
<u>P/E</u>		
2010e	50.70	14.4%
2011e	45.84	26.5%
<u>Droite de régression RoE / Price to Book Value</u>		
2010e	55.91	3.7%
2011e	49.60	16.9%
<b>Actif net réévalué</b>		
Actif net comptable au 15/09/2009	58.85	-1.4%
<b>Actif net comptable</b>		
Actif net comptable au 30/06/2009	59.50	-2.5%
<b>METHODES &amp; REFERENCES DE VALORISATION A TITRE INDICATIF</b>		
<b>Données boursières au 15/09/2009</b>		
Cours spot	26.20	121.4%
Cours moyen pondéré par les volumes - 1 mois	24.36	138.1%
Cours moyen pondéré par les volumes - 3 mois	23.85	143.2%
Cours moyen pondéré par les volumes - 6 mois	23.12	150.9%
Cours moyen pondéré par les volumes - 12 mois	23.01	152.1%
Plus haut sur 12 mois	32.70	77.4%
Plus bas sur 12 mois	20.75	179.5%
<b>Valorisation multicritères des CCA interne au Groupe Crédit Agricole</b>		
Total pondéré	52.74	10.0%
Méthode de l'ANR	58.85	
Méthode de la rentabilité	42.53	
Méthode du RoE	50.71	

\* sauf pour les cours de bourse en lecture directe

Le prix de rachat doit prioritairement être apprécié par rapport aux méthodes de valorisation retenues à titre principal :

- le prix de rachat de 58,00 euros extériorise une prime de 7,1% par rapport à la valeur centrale issue de la méthode de l'actualisation des flux distribuables aux porteurs de titres de capital de 54,16 euros ;
- la méthode de la *Warrented Equity Value* fait ressortir une valorisation inférieure au prix de rachat, à 45,26 euros. Le prix de rachat extériorise alors une prime de 28,2% ;
- la méthode des comparables boursiers aboutit à des résultats compris entre 45,84 euros et 55,91 euros en fonction de l'année (2010 ou 2011) et de la méthode (*Price*

*Earning Ratio* ou droite de régression). Les primes extériorisées sont comprises entre 3,7% et 26,5% ;

- les méthodes patrimoniales, l'Actif Net Comptable et l'Actif Net Réévalué, aboutissent à des résultats légèrement supérieurs au prix de rachat, respectivement 59,50 euros et 58,85 euros. Les décotes associées sont de 2,5% et 1,4%.

Le prix de rachat peut également être comparé aux méthodes et références de valorisation retenues à titre indicatif. Ces éléments, présentés dans un but informatif, ne permettent d'apprécier le prix de rachat qu'à titre secondaire :

- l'analyse du cours de bourse du CCI fait ressortir des valeurs entre 20,75 euros et 32,70 euros sur la période étudiée. Sur cette base, le prix de rachat extériorise des primes respectives de 179,5% et 77,4%. Par rapport au dernier cours de bourse pris en compte dans l'analyse (26,20 euros au 15/09/2009), la prime atteint 121,4% ;
- la méthode de valorisation des CCA, interne au Groupe Crédit Agricole, aboutit à un prix de 52,74 euros. La prime induite ressort à 10,0%.

### **3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT**

#### **3.1 Contexte de l'opération**

La Caisse Régionale du Crédit Agricole Mutuel de Centre Loire (ci-après la « CRCAM de Centre Loire », la « Société » ou la « Caisse ») envisage de procéder au rachat immédiat de l'ensemble des Certificats Coopératifs d'Investissement (ci-après les « CCI ») composant une partie de son capital.

Conformément à la loi n°47-1775 du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération (ci-après la « Loi de 1947 »), les CCI, au contraire des parts sociales détenues par les sociétaires, sont des titres librement négociables (article 19 *novodecies*), disposant d'un droit sur l'actif net dans la proportion du capital qu'ils représentent (article 19 *duovicies*), mais dépourvus de droit de vote. Leur émission est décidée par l'assemblée extraordinaire des associés. Les CCI ne peuvent représenter plus de la moitié du capital atteint à la clôture de l'exercice précédent et leur rémunération, fixée par l'assemblée générale annuelle, est au moins égale à celle versée aux parts sociales.

En son article 19 *sexdecies* tel que modifié par la loi n°2008-649 du 3 juillet 2008, la loi précise que « le contrat d'émission des certificats coopératifs d'investissement prévoit les modalités de rachat de ces titres ». Au cas présent, le contrat d'émission des CCI de la CRCAM de Centre Loire ne prévoit pas cette option. Dès lors, en application de l'article 19 *octodecies* prévoyant que toute décision modifiant les droits de titulaires de CCI n'est définitive qu'après approbation de ces titulaires réunis en assemblée spéciale, une assemblée générale extraordinaire des sociétaires, une assemblée spéciale des porteurs de CCI et le porteur unique de CCA sont appelés à se prononcer sur la modification des contrats d'émission des CCI et les modalités de rachat de ces titres proposées par la CRCAM de Centre Loire. La majorité dans les assemblées spéciales des porteurs de CCI est fixée aux deux tiers des voix dont disposent les porteurs de CCI présents ou représentés, étant précisé que l'assemblée spéciale ne peut valablement délibérer que si les porteurs présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, la moitié, et sur deuxième convocation le quart des CCI.

Cette opération conduisant à une réduction de capital social par annulation des CCI rachetés, l'assemblée générale extraordinaire des sociétaires se prononcera également sur la réduction du capital social.

Au 30 juin 2009, la CRCAM de Centre Loire avait émis 2 855 908 CCI, représentant 17,6 % du capital de la Caisse. Ils sont principalement détenus par les clients et par les salariés de la Société. Cette ouverture du capital avait pour but d'accroître le nombre de porteurs, et par

conséquent la liquidité du titre, ainsi que d'améliorer la structure financière de la Société nécessaire au financement de sa croissance.

Cependant, le cours du CCI entame une tendance baissière dès le début de l'année 2006, qui s'accélère avec la chute des marchés financiers en 2008. Après avoir atteint un plus haut de 83,9 € en mars 2006, le CCI touche un plus bas à 20,75 € en mars 2009, avant de remonter aux environs de 24 €. Au-delà de la crise financière et boursière, la direction de la Caisse fait le constat que l'étroitesse du marché du titre, en dépit d'un contrat d'animation et d'un rendement, in fine, attractif, pénalise les porteurs de CCI, qui sont également les clients et les salariés de la CRCAM de Centre Loire, dans un marché où la liquidité prime.

Dans ce contexte, la Direction de la Caisse souhaite offrir aux porteurs de CCI la liquidité totale de leurs titres en procédant à leur rachat immédiat.

Après consultation de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF ») et bien qu'elle concerne un instrument coté, cette opération n'est pas soumise aux dispositions du règlement général de l'AMF. Nonobstant, la direction de la Caisse a souhaité s'inscrire dans les conditions de forme et de fonds préconisées par le règlement général de l'AMF s'agissant des diligences à mettre en œuvre à l'occasion d'une expertise indépendante.

Par ailleurs, nous précisons que le cabinet BM&A a également été mandaté dans les mêmes conditions par la CRCAM d'Aquitaine afin de réaliser une expertise indépendante en vue de proposer aux porteurs de CCI de cette caisse une offre de rachat similaire à celle proposée aux porteurs de CCI de la CRCAM de Centre Loire.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de répondre favorablement ou non à l'offre de rachat présentée aux porteurs de CCI de la CRCAM de Centre Loire mais vise à apprécier le caractère équitable du prix de 58 € qui leur est proposé dans l'intention de leur offrir une liquidité immédiate.

## **3.2 Présentation de l'expert indépendant**

### **3.2.1 Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés**

Le cabinet Bellot Mullenbach & Associés (ci-après « BM&A ») est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. BM&A compte environ quatre-vingt collaborateurs, dont dix associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

Le cabinet est constitué sous forme de société anonyme au capital d'un million d'euros ; son siège est situé 11, rue de Laborde à Paris 8<sup>ème</sup>.

BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et traitement des difficultés des entreprises, « transaction services » et conseil en management comptable et financier et en systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le cabinet jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). BM&A est doté d'une charte déontologique, propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet [www.bma-paris.com](http://www.bma-paris.com).

### **3.2.2 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois**

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
juin-07	Offre Publique d'Achat	Evalis	Financière Evalis	Rothschild & Cie
août-07	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Floréane	Covidien (ex Tyco)	BNP Paribas
août-07	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Petit Forestier	Sylve Invest	BNP Paribas
sept-07	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Meilleurtaux.com	CNCE	Banque Palatine
mars-08	Garantie de cours	SAIRP Composites	Ampère Développement	Banque Palatine
mai-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Intercall	Financière LR	Oddo Corporate Finance
juin-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Cofidur	EMS Finance	Crédit du Nord
juin-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Huis Clos	Huis Clos	Banque Palatine

### 3.2.3 Déclaration d'indépendance

Nous attestons que notre cabinet, les signataires de la présente et le responsable de la revue indépendante sont indépendants à l'égard de la CRCAM de Centre Loire, de ses sociétaires, de CASA, ainsi que de leurs conseils et actionnaires respectifs.

Concernant CASA, BM&A intervient ponctuellement en qualité de conseil pour le compte de LCL. Compte tenu de la nature de la mission effectuée, nous estimons que le cabinet BM&A ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

S'agissant de la Banque Conseil, BM&A est intervenu en qualité d'expert indépendant à l'occasion d'une offre publique présentée par Oddo Corporate Finance, en mai 2009. Nous estimons que cette mission d'expertise indépendante ne constitue pas une intervention répétée au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et n'est, dans ces conditions, pas susceptible d'affecter notre indépendance.

### 3.2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et Jean-Louis Mullenbach, associés signataires, assistés de Roland Clère, directeur de mission spécialisé en évaluation financière et des collaborateurs nécessaires à sa conduite. La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé.

Nous avons effectué nos diligences en suivant, par référence, les dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006, bien qu'elles ne soient pas strictement applicables à l'opération considérée.

Notre intervention s'est déroulée en deux phases :

- La première, du 4 juin au 27 juillet 2009, au cours de laquelle a été fixée une fourchette de valorisation des CCI afin de mesurer la faisabilité de l'opération ;
- La seconde, du 24 août au 25 septembre 2009, durant laquelle ont été réalisées la mise à jour de nos travaux et la rédaction de notre rapport.

Au cours de nos travaux et s'agissant de la CRCAM de Centre Loire, nous nous sommes principalement entretenus avec :

- Monsieur Laurent Cazelles directeur des finances et des engagements ;
- Monsieur Jean-François Courtois, responsable du département finances ;
- Monsieur Etienne Royol, responsable service gestion financière.

Nous nous sommes également entretenus avec les représentants d'Oddo Corporate Finance, Banque Présentatrice, et en particulier :

- Monsieur Franck Ceddaha, associé gérant ;
- Monsieur Dominik Belloin, associé gérant ;

- Monsieur Jean-Michel Moinade, directeur associé ;
- Monsieur Laurent Durieux, directeur adjoint ;
- Monsieur Gilles Morel, chargé d'affaires.

Enfin, nous nous sommes entretenus avec Maître Jean-Marc Desaché, conseil de la CRCAM de Centre Loire, avocat au sein du cabinet Gide Loyrette Nouel.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- prendre connaissance des activités de la Caisse ;
- analyser le contexte général de l'offre de rachat ;
- analyser la formation du produit net bancaire, du résultat brut d'exploitation et l'évolution du coût du risque ;
- analyser la structure financière, et notamment l'évolution des ratios prudentiels et sa participation dans CASA via la société SAS Rue la Boétie ;
- analyser les données financières prévisionnelles ;
- mettre en œuvre les méthodes d'évaluation jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- déterminer la valeur par CCI de la Caisse par référence à l'ensemble de ces travaux ;
- prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Oddo Corporate Finance et réaliser un examen critique de ces travaux.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par Oddo Corporate Finance et par la direction de la CRCAM de Centre Loire, dont en particulier :

- le projet d'Annexe au rapport du Conseil d'administration ;
- les statuts de la CRCAM de Centre Loire ;
- les rapports financiers et institutionnels de 2002 à 2008 de la Caisse ;
- le rapport financier semestriel au 30 juin 2009 de la Caisse ;
- les analyses de l'évolution du coût du risque de la Caisse ;
- les prospectus d'émission de parts sociales des Caisses locales affiliées à la CRCAM de Centre Loire de 2003 et 2004 ;
- les bilans des contrats de liquidité de la CRCAM de Centre Loire de 2006 à 2008 ;
- le plan moyen terme 2009-2011 réalisé par la Direction de la Caisse ;
- les statuts de la SAS Rue la Boétie, et ses comptes clos au 30 juin et au 31 décembre 2008 ;
- les comptes annuels des SAS Sacam International au 31 décembre 2008, et Sacam Développement au 30 juin 2008 ;
- les documents de référence de CASA de 2000 à 2008, le rapport semestriel au 30 juin 2009, ainsi que la note d'opération relative à l'admission de CASA au premier marché d'Euronext Paris de décembre 2001 et les statuts mis à jour à juillet 2007 ;
- le rapport d'évaluation établi par Oddo Corporate Finance relatif à la CRCAM de Centre Loire ;
- l'étude de Xerfi « *Les Banques en France – Perspectives de marché en 2009 – Forces en présence et stratégie de croissance* ».

Nous avons par ailleurs utilisé les bases de données financières Thomson Reuters et eMAT. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. En particulier, nous avons examiné les comptes et les notes d'analyse disponibles relatifs aux établissements de crédit, dont CASA, que nous avons étudiés dans le cadre de la recherche d'un échantillon de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes comptables d'exercice professionnelles de la CNCC et des normes internationales de l'IFAC, qui nous ont été présentés. S'agissant des

prévisions financières, que nous avons pu examiner avec les dirigeants de la Caisse, il nous a été affirmé qu'elles avaient été établies au mieux de leur connaissance et, qu'à la date d'émission de notre rapport, la Direction de la Société n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées et sur les informations mises à notre disposition.

### **3.3 Présentation de la Caisse Régionale Centre Loire**

La CRCAM de Centre Loire est une société coopérative à capital variable, soumise à la loi de 1947 modifiée, portant statut de la coopération, et agréée en qualité de banque coopérative et mutualiste, avec l'ensemble des Caisses locales qu'elle fédère. A ce titre, elle est soumise à la réglementation bancaire. Son siège social est situé au 8, allées des Collèges à Bourges (Cher).

#### a) La place de la Caisse dans l'organisation mutualiste du Groupe Crédit Agricole

La CRCAM de Centre Loire est l'une des 39 Caisses régionales du Groupe Crédit Agricole. Elle résulte de la fusion des Caisses Régionales du Cher, du Loiret et de la Nièvre, réalisée en 1995. De par l'organisation mutualiste du Groupe, chaque caisse régionale est contrôlée par des caisses locales, unités juridiques distinctes, dont le capital est réparti entre des sociétaires personnes physiques, organisés sur le principe « un homme une voix ». Le capital de la Caisse est ainsi détenu à 58,4 % par 92 caisses locales représentant plus de 148 000 sociétaires. Au niveau local, l'activité bancaire proprement dite est exercée par chaque Caisse Régionale. En l'espèce, la zone de chalandise de la Société s'étend sur les départements du Cher, du Loiret et de la Nièvre. Au niveau national, la cohésion du Groupe Crédit Agricole est assurée par la Fédération Nationale du Crédit Agricole, instance de représentation des Caisses Régionales, et par CASA, organe central du Groupe qui exerce le contrôle du respect des dispositions législatives et réglementaires s'appliquant aux différents établissements de crédits et entités qui le composent. CASA garantit la liquidité et la solvabilité de chacune des caisses. Parallèlement, les caisses régionales garantissent le passif de CASA à hauteur de leurs fonds propres. Enfin, conformément à leurs statuts, les comptes des caisses sont soumis à l'approbation de CASA, préalablement à l'assemblée générale des sociétaires.

#### b) Composition du patrimoine de la Société

Au travers du holding de contrôle SAS Rue la Boétie, les Caisses régionales détiennent collectivement 55,16 % de Crédit Agricole SA, société cotée, composante de l'indice CAC 40, dont la capitalisation boursière atteignait environ 30 milliards d'€ à fin août 2009. Outre sa fonction d'organe central, CASA est la banque de financement et d'investissement du Groupe. Elle exerce également des activités bancaires spécialisées (au travers de ses filiales de crédit-bail, de crédit à la consommation, d'affacturage...), et est présente dans la banque de réseau, à l'étranger (Cariparma, Emporiki...), et en France, via LCL et une participation de 25 % au capital de chacune des caisses régionales<sup>11</sup>. Au 30 juin 2009, la Caisse de Centre Loire détient 2,87 % au capital du le holding Rue La Boétie. La valeur de cette participation dans les comptes individuels de la Société est de 453 M€, représentant 38 % de ses fonds propres comptables. Le patrimoine de la société présente par conséquent un caractère composite, avec d'une part un fonds de commerce de banque de proximité et, d'autre part, une activité de holding, avec pour l'essentiel, une participation indirecte dans CASA, un des principaux établissements bancaires européens.

<sup>11</sup> Excepté la CRCAM de Corse.

c) Principaux droits attachés aux différentes catégories de titres donnant accès aux fonds propres

Le capital de la CRCAM de Centre Loire est réparti en trois catégories de titres ; les parts sociales, les certificats coopératifs d'associés (ci-après les « CCA »), et les CCI. Parmi ces trois catégories, seuls les CCI sont cotés par Euronext Paris) au compartiment C (code Isin : FR0000045296 ; mnémonique : CRCL).

Au 30 juin 2009, la répartition du capital est la suivante :

Répartition du capital au 30 juin 2009	Nombre	En % du capital
<b>Certificats coopératifs d'investissement (CCI)</b>	<b>2 855 908</b>	<b>17,6%</b>
Dont détenus par le public et les salariés (*)	2 560 431	15,8%
Dont détenus par Crédit Agricole SA	162 796	1,0%
Dont détenus par PREDICA (**)	105 084	0,6%
Dont auto-détenus par la CRCAM de Centre Loire	27 597	0,2%
<b>Certificats coopératifs d'associés (CCA)</b>	<b>3 889 436</b>	<b>24,0%</b>
Dont détenus par Crédit Agricole SA	3 889 436	24,0%
<b>Parts sociales</b>	<b>9 463 592</b>	<b>58,4%</b>
<b>Nombre total de titres</b>	<b>16 208 936</b>	<b>100,0%</b>

(\*) 3,8 % des CCI sont détenus directement ou via un FCPE par des salariés de la Caisse.

(\*\*) 3,7 % des CCI sont détenus par PREDICA, société d'assurance, filiale de CASA.

Chacune des trois catégories de titres présente une valeur nominale identique de 4 €.

- Les parts sociales sont les seuls titres donnant droit de participer aux organes délibérants de la caisse régionale. Elles versent un intérêt annuel fixé par l'assemblée générale des sociétaires pour l'exercice écoulé. En application de la Loi de 1947, le taux servi aux parts sociales, calculé par rapport à leur valeur nominale, ne peut excéder le taux moyen de rendement des obligations des sociétés privées tel que publié par le ministère de l'Economie, de l'industrie et de l'emploi. Les parts sociales ne donnent pas droit à l'actif net ; en cas de liquidation de la Société, l'actif net subsistant après remboursement du nominal des parts est dévolu par décision de l'assemblée générale, qui devra être approuvée par Crédit Agricole SA, à une œuvre d'intérêt public ou à toute Caisse Régionale de Crédit Agricole qui reprendrait l'activité de la caisse dissoute dans sa circonscription.
- Les CCI sont des valeurs mobilières, sans droit de vote, négociables et librement cessibles. Ils disposent d'un droit sur l'actif net dans la proportion du capital qu'ils représentent. Ils perçoivent un dividende fixé en fonction du résultat de l'exercice, sur décision de l'assemblée générale des sociétaires. Ce dividende ne peut être inférieur à l'intérêt versé aux parts sociales.
- Les CCA sont, comme les CCI, des valeurs mobilières sans droit de vote, librement cessibles et représentatifs d'un droit sur l'actif net en proportion du capital qu'ils représentent. Ils se différencient des CCI en ce qu'ils ne peuvent être souscrits ou détenus que par les sociétaires de la caisse régionale émettrice et des caisses locales qui lui sont affiliées ou par des entités du Groupe Crédit Agricole. En l'espèce, les CCA émis par la Société ont été souscrits par Crédit Agricole SA en 2001, dans le cadre de la réorganisation du Groupe qui a accompagné la création et la cotation de CASA.
- Les CCI et les CCA ne peuvent représenter ensemble plus de 50 % du capital. Toutefois, les titres détenus par CASA ne sont pas pris en compte pour le calcul de ce plafond.

Les excédents dégagés annuellement après paiement des intérêts aux parts sociales et des dividendes aux CCI et aux CCA doivent être versés à un fonds de réserve indisponible dans une proportion que la Loi fixe à un minimum de 50 %, ce seuil étant porté à 75 % par les statuts de la Caisse. En conséquence, l'évaluation d'un certificat coopératif d'investissement ne donne qu'un accès limité aux éventuels fonds propres excédentaires de la Caisse. Ceci différencie l'évaluation du CCI de celle d'une action ordinaire d'un établissement de crédit non soumis au régime de la coopération. Compte tenu de ces spécificités, la valorisation pour les porteurs de CCI ou de CCA des excédents de fonds propres de la Caisse peut s'appréhender au travers de différentes approches :

- par prélèvement des réserves disponibles, dans la limite de la quote-part des certificats d'investissement ou d'associés, voire au-delà, sur décision de porteurs de parts sociales ;
- par rachat et annulation des certificats d'investissement ou d'associés. Cette opération se traduit par une réduction des fonds propres qui, selon le prix de rachat proposé, peut excéder la quote-part des CCI dans les réserves disponibles de la Caisse ;
- par l'investissement en titres de Crédit Agricole SA ou de ses filiales. En effet, au regard de la réglementation bancaire, de telles participations sont déduites des fonds propres éligibles au calcul du ratio de solvabilité. Bien qu'il ne s'agisse pas en l'espèce d'une distribution de fonds propres, un tel investissement conduit à une modification sensible du portefeuille de placement de la Caisse, en orientant des fonds initialement investis majoritairement en titres à revenus fixes vers un placement de type actions. Ce scénario d'utilisation des excédents de fonds propres de la Caisse nous semble le plus probable compte tenu :
  - o de la tendance actuelle au renforcement des contraintes réglementaires s'appliquant aux activités de banque de financement et d'investissement du Groupe ;
  - o du développement du Groupe, notamment à l'international.

### 3.3.1 Performances financières de la Société

#### a) Un acteur majeur au plan local

Fin juin 2009, la CRCAM de Centre Loire se place au 15e rang des caisses régionales de Crédit Agricole en termes de produit net bancaire. Elle constitue dans sa région le premier réseau bancaire, avec près de 460 000 comptes à vue, 169 agences permanentes, une part de marché de près de 44 % sur les crédits et de près de 35 % sur la collecte de dépôts et d'épargne bancaire (hors assurance-vie et OPCVM).

#### b) La structure financière et son évolution

La structure financière de la Société se caractérise par un niveau de fonds propres dans la norme des caisses cotées, avec, au 31 décembre 2008, un ratio de solvabilité<sup>12</sup> de 10,8 %, calculé selon les normes Bâle II, y compris plancher relatif à la période de transition entre ancienne et nouvelle réglementation<sup>13</sup>. La CRCAM de Centre Loire présente donc une

<sup>12</sup> Rapport des fonds propres réglementaires de la banque aux risques pondérés au titre des crédits accordés et des autres risques inhérents à son activité. Ce ratio doit être au moins égal à 8%.

<sup>13</sup> A compter du 1<sup>er</sup> janvier 2008, le ratio de solvabilité défini par la directive européenne « CRD » (Capital Requirement Directive) remplace le précédent mode de calcul défini par la directive « CAD » (Capital Adequacy Directive). Toutefois, à titre transitoire, le régulateur impose pour le calcul du ratio en 2008, la prise en compte d'un niveau de risques pondérés au moins égal à 90% de son montant selon l'ancienne approche (CAD). En 2009, ce taux est de 80%. A compter de 2010, il ne sera plus fait référence à l'ancien mode de calcul.

structure financière solide, avec, fin 2008, un excédent de fonds propres de 224 M€ (y compris caisses locales<sup>14</sup>), par rapport au minimum requis par la réglementation bancaire.

Au cours des cinq derniers exercices, la Société a connu une augmentation de près de 40 % de ses encours de crédits, ces derniers passant de 7,5 Mds€ à 10,3M€, soit l'équivalent d'une croissance annuelle moyenne de 8 %. Au cours de cette période, l'activité de crédit aux particuliers a été très dynamique, s'agissant notamment des crédits immobiliers dans un contexte de hausse de la valeur des actifs et d'augmentation du nombre de transactions. Fin 2008, les prêts immobiliers représentent plus de la moitié des encours de crédits accordés par la Société. Si les crédits aux particuliers expliquent 50 % de la hausse des encours de crédits observée au cours de cette période, la Caisse a également axé son développement sur le secteur des entreprises, dont les encours de crédits ont progressé à un rythme moyen de 16 % par an. Fin 2008, les encours de crédits aux agriculteurs, cœur de métier historique du Groupe, représentent encore 9 % des encours totaux, contre 12,5 % en 2004, la croissance de ces derniers n'étant que de 4 % par an en moyenne entre ces deux dates.

Au cours de la même période, les encours de collecte (essentiellement les dépôts de la clientèle, l'épargne bancaire, l'assurance vie et les OPCVM) ont progressé en moyenne de 4 % par an, passant de 12 Mds€ à 14,2 Mds€. Parmi ces encours, les ressources monétaires - constituées essentiellement des dépôts à vue des clients - ont progressé de 5 % par an en moyenne, dans un contexte de quasi-stabilité du nombre de comptes à vue. Les encours de collecte d'épargne bancaire<sup>15</sup> ont progressé pour leur part de 4 % par an en moyenne. Ces ressources sont partagées à parts égales entre les caisses régionales et CASA pour le compte de laquelle la collecte est réalisée. Elles figurent au passif de la Caisse sous forme d'avances « miroir » faites par Crédit Agricole SA à un taux identique au coût de l'épargne collectée. Enfin, la collecte hors bilan, constituée essentiellement des placements de la clientèle en OPCVM et en assurance-vie, a enregistré une croissance de 4 % par an en moyenne. Au sein de cet ensemble, on notera la bonne performance des encours d'assurance-vie, passés de 2,6 Mds€ à 3,8 Mds€ (soit près de 10 % de croissance annuelle en moyenne).

L'augmentation des encours de crédits sur la période 2001 – 2008 ayant été plus soutenue que celle des ressources de collecte bilancielle (cf. supra), la Caisse a du recourir à l'effet de levier financier pour soutenir la croissance de son activité. Ainsi, les encours de dette financière (financements Groupe, y compris avances-miroir, titres de créances négociables et dette subordonnée) ont augmenté au rythme de 9 % par an en moyenne, passant de 5,7 Mds€ à 7,9 M€.

En dépit de cette hausse des encours de crédits, le ratio de solvabilité n'a connu qu'une légère érosion, passant de 12,4 % en 2004 à 12 % en 2007, à méthode de calcul constante, le ratio 2008 de 10,8 % étant calculé selon la nouvelle réglementation en vigueur. On notera qu'une part de la baisse du ratio résulte aussi de la participation de la Caisse aux augmentations de capital de CASA et aux avances en comptes courants qui lui sont accordées, via le holding SAS Rue La Boétie. En effet, ces immobilisations, déduites des fonds propres réglementaires, sont passées de 277M€ en 2001 à 571 M€, fin 2008.

L'évolution du bilan de la Caisse régionale est synthétisée dans les tableaux ci-dessous :

<sup>14</sup> Le ratio de solvabilité de la Caisse est en effet calculé sur une base consolidée.

<sup>15</sup> Emprunt obligataires, bons et comptes à terme réglementés, comptes sur livrets, PEP etc.

Actif en K€	2004	2005	2006	2007	2008	TMVA*
Caisses et Banque centrale	87 142	89 673	102 899	43 014	51 132	-12%
Opérations interbancaires, ét. de crédit et internes Créd. Agricole	159 913	188 465	200 154	259 743	278 266	15%
<i>En % de l'actif</i>	2%	2%	2%	2%	2%	
Opérations avec la clientèle	7 486 606	8 120 259	8 561 069	9 538 133	10 331 670	8%
<i>En % de l'actif</i>	86%	86%	85%	84%		
Portefeuille titres et participations	775 519	818 471	946 116	1 132 305	1 416 109	16%
<i>En % de l'actif</i>	9%	9%	9%	10%	12%	
<b>Actifs portant intérêt</b>	<b>8 422 038</b>	<b>9 127 195</b>	<b>9 707 339</b>	<b>10 930 181</b>	<b>12 026 045</b>	9%
<i>En % de l'actif</i>	97%	96%	97%	98%	98%	
Immobilisations incorporelles et corporelles	57 489	55 334	51 512	48 568	49 004	-4%
Autres actifs et comptes de régularisation	159 228	201 987	182 602	174 461	165 558	1%
<b>Total actif</b>	<b>8 725 897</b>	<b>9 474 189</b>	<b>10 044 352</b>	<b>11 196 224</b>	<b>12 291 739</b>	9%
<i>Variation</i>	6,4%	8,6%	6,0%	11,5%	9,8%	

Source : comptes individuels. \* TMVA pour taux moyen de variation annuelle

Passif en K€	2004	2005	2006	2007	2008	TMVA*
Comptes ordinaires de la clientèle	1 763 266	1 901 161	2 052 465	2 086 540	2 081 803	4%
<i>En % du passif</i>	20%	20%	20%	19%	17%	
Autres comptes créditeurs de la clientèle	126 417	183 428	306 505	618 941	794 776	58%
<i>En % du passif</i>	1%	2%	3%	6%	6%	
Opérations interbancaires et avec le Crédit Agricole	5 520 780	5 975 058	6 089 616	6 710 899	7 559 737	8%
<i>En % du passif</i>	63%	63%	61%	60%	62%	
Dettes représentées par un titre (bons de caisse et TCN)	24 784	32 634	113 215	184 810	309 252	88%
Dettes subordonnées	140 756	141 968	165 281	150 232	39 288	-27%
<b>Passifs portant intérêt</b>	<b>5 812 737</b>	<b>6 333 088</b>	<b>6 674 617</b>	<b>7 664 882</b>	<b>8 703 053</b>	11%
<i>En % du passif</i>	67%	67%	66%	68%	71%	
Comptes de régularisation et autres passifs	115 853	135 377	134 057	169 074	151 475	7%
Provisions pour risques et charges	95 038	122 332	130 028	150 295	183 175	18%
FRBG	46 865	26 274	26 274	26 274	6 726	-38%
Capitaux propres hors FRBG	892 138	955 957	1 026 911	1 099 159	1 165 507	7%
<i>En % du passif</i>	10%	10%	10%	10%	9%	
<b>Total passif</b>	<b>8 725 897</b>	<b>9 474 189</b>	<b>10 044 352</b>	<b>11 196 224</b>	<b>12 291 739</b>	9%

Source : comptes individuels. \* TMVA pour taux moyen de variation annuelle.

### c) L'évolution du PNB

Au cours de la période 2004 – 2008, le PNB a stagné jusqu'en 2006, puis baissé, les effets de la crise financière et économique s'étant matérialisés dans les comptes des établissements bancaires à compter de l'exercice 2007.

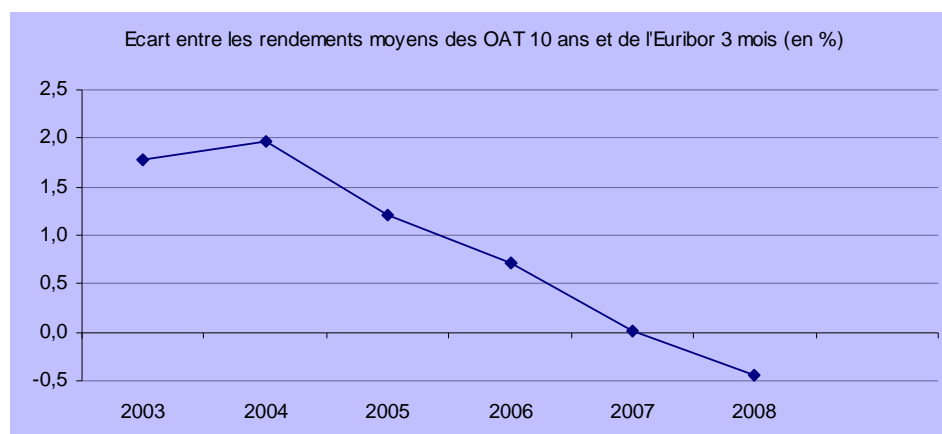
- De 2004 à 2006, les produits nets d'intérêt<sup>16</sup> demeurent quasiment inchangés. Toutefois, retraités d'une reprise de nature exceptionnelle de 6 M€, liée à la décollecte des encours d'épargne-logement<sup>17</sup>, leur montant s'établit à 177 M€, en recul de 1 %, dans le prolongement d'une baisse de 1,5 % amorcée en 2007, alors que les encours de crédits progressent de 7 % par an moyenne. Cet écart résulte en grande partie de l'évolution défavorable des taux d'intérêts, la marge de transformation<sup>18</sup> de la Caisse subissant l'aplatissement de la courbe des taux. Ce phénomène défavorable est amplifié i) par la concurrence que se livrent entre eux les établissements bancaires, tout particulièrement dans le domaine des prêts immobiliers, conduisant à une contraction sensible des spreads<sup>19</sup>, ainsi que ii) par l'augmentation du poids relatif des financements bancaires dans les ressources de la Société (comme indiqué précédemment), aux dépens des dépôts de la clientèle, de l'épargne bancaire (avances miroir) et des fonds propres.
- Les exercices 2007 et 2008 sont marqués par la poursuite de la dégradation de la marge de transformation, avec une inversion de la courbe des taux en 2008 et un accroissement du coût de la liquidité se traduisant par un renchérissement des ressources empruntées. Le redressement des spreads en 2008 ne permet pas de compenser ces effets, les produits nets d'intérêt atteignant leur plus bas niveau à 164 M€.

<sup>16</sup> Différence entre les intérêts perçus par les Caisse et ceux qu'elles versent à ses créanciers.

<sup>17</sup> Phénomène national résultant de la modification des règles d'imposition des intérêts sur ce type d'épargne.

<sup>18</sup> Ecart entre les taux prêteurs à taux fixes accordés par la Caisse et les taux de refinancement à taux courts ou variables. Une partie des prêts accordés à taux fixes est en effet adossée à des ressources à taux indexés sur des taux courts, ce qui engendre une sensibilité du PNB à la hausse des taux courts. Cette dernière est contrôlée par le moyen d'instruments de couverture.

<sup>19</sup> Le spread est la différence entre le taux prêteur accordé par la Caisse et le taux emprunteur qu'elle supporte sur des ressources de même durée.



Les commissions perçues par la Caisse, hors commissions d'assurance-invalidité-décès (ADI), ont connu une progression plus favorable que celle de la marge d'intérêts avec, au cours de la période 2004 – 2006 une croissance moyenne de près de 4 % par an. Cette bonne performance résulte du développement des services à la clientèle et de l'orientation des marchés financiers, favorisant la hausse des commissions sur assurance-vie et gestion d'OPCVM. Sur la période 2007-2008, les commissions continuent à progresser, en dépit de la dégradation de l'environnement économique, sous l'effet d'ajustements tarifaires, mais aussi de bonnes performances commerciales en assurance IARD.

Parmi les autres composantes du PNB, les autres produits divers d'exploitation (33 M€ en 2008 contre 19 M€ en 2001), composés essentiellement des ristournes d'assurance-décès-invalidité, ont connu de 2001 à 2008 une croissance de 15 % par an en moyenne, supérieure à celle des encours de prêts immobiliers. Enfin, les revenus issus des placements de fonds propres<sup>20</sup>, y compris dividendes perçus de la participation dans SAS Rue La Boétie, ont connu une progression de près de 8 % par an en moyenne, passant de 43 M€ en 2004 à 53 M€<sup>21</sup> en 2007. Au cours de cette période ces investissements présentent un rendement moyen de 5 %, hors prise en compte des variations de plus-values latentes. En 2008, dans un environnement de marché très dégradé, ces produits reculent de près de 20 %, à 43 M€, du fait essentiellement de provisions sur portefeuille de placement.

Au total, hors dividende perçu de SAS Rue La Boétie, le PNB est demeuré quasi-inchangé au cours de la période 2004-2007, à 339 M€ en moyenne, puis a connu une baisse de près de 9 M€ en 2008. Dans le même temps, la croissance des encours de crédits s'établissait à 8 % par an en moyenne. Cette divergence, reflète l'évolution des taux et la situation concurrentielle locale, lesquelles ont pesé sur les marges d'intermédiation. En 2008, la dégradation de l'environnement économique a amplifié ces phénomènes, avec le renchérissement du coût de la liquidité, en ramenant le PNB à 361 M€, soit en dessous de son niveau de 2006 (y compris dividende SAS Rue La Boétie).

Les principales composantes du PNB telles que publiées dans les comptes individuels de la Sociétés sont retranscrites dans le tableau ci-après :

<sup>20</sup> Opérations sur titres (regroupant les portefeuilles de transaction, de placement, d'investissement, les titres de l'activité de portefeuille et les effets publics) ainsi que les immobilisations financières (titres de participation, détenus à long terme, ou parts dans des entreprises liées et avances consolidables).

<sup>21</sup> Hors solde des opérations sur immobilisations financières (plus ou moins-values réalisées et provisions sur titres de participation ou détenus à long terme et parts dans des entreprises liées).

PNB en K€	2004	2005	2006	2007	2008	TMVA
Produit net d'intérêts*	181 718	178 990	183 096	171 251	164 365	-2%
<i>Dont titres à revenus fixes</i>	6 213	5 487	6 585	8 336	8 892	9%
Revenus des tires à revenus variables**	14 244	20 493	23 887	32 820	40 165	30%
<i>Dont dividendes Rue La Boétie</i>	11 989	15 097	21 991	29 844	31 600	27%
Produits nets des commissions	112 817	121 463	121 573	123 042	129 267	3%
<i>Dont opérations internes Crédit Agricole</i>	12 915	15 507	14 168	12 448	9 450	-8%
<i>Dont clientèle</i>	37 622	40 466	38 222	42 389	47 854	6%
<i>Dont assurance-vie</i>	12 249	13 846	14 916	16 436	16 308	7%
Gains / portefeuilles de négociation et placement	22 402	10 428	9 730	12 172	(6 062)	ns
Autres produits et charges d'exploitation bancaire****	19 070	23 021	23 944	29 973	33 394	15%
<b>Produit net bancaire</b>	<b>350 251</b>	<b>354 395</b>	<b>362 230</b>	<b>369 259</b>	<b>361 129</b>	<b>1%</b>
Variation	6,8%	1,2%	2,2%	1,9%	-2,2%	
<b>PNB hors dividende Rue La Boétie</b>	<b>338 262</b>	<b>339 298</b>	<b>340 239</b>	<b>339 414</b>	<b>329 529</b>	<b>-1%</b>
Variation		0,3%	0,3%	-0,2%	-2,9%	

\* 2006, y compris 6M€ de reprise exceptionnelle sur épargne logement

\*\* Essentiellement les dividendes perçus de Rue La Boétie

\*\*\*Essentiellement les ristournes sur assurance-décès-invalidité

#### d) L'évolution des charges d'exploitation et du RBE

Au cours des cinq derniers exercices, la gestion de la Société se caractérise par un effort constant de maîtrise des charges d'exploitation et d'amélioration de la productivité, accompagnant le développement de l'entreprise.

Au cours de la période 2004 – 2008, les investissements cumulés réalisés par la Caisse se sont établis à 75 M€. Ces derniers ont essentiellement été consacrés à la rénovation et à l'extension du parc d'agences, dont le nombre est passé de 159 à 169 (pour les seules agences permanentes). Parallèlement à ces investissements, les effectifs moyens ont été relativement stables, passant de 2 016 salariés équivalent temps plein à 2 119, les recrutements nécessaires au développement des nouveaux services étant en partie compensés par les départs en retraite (notamment en 2008). La masse salariale, y compris intéressement et participation, progresse ainsi de 3 % par an en moyenne sur toute la période. Cette maîtrise des charges d'exploitation a permis une relative stabilité du coefficient d'exploitation, ce dernier passant de 56 % en 2004 à 56,5 % en 2007. Néanmoins, en 2008, sous l'effet de la baisse du PNB, ce dernier atteint ponctuellement le niveau de 57,8 %. Par solde, jusqu'en 2007 le RBE de la Société a connu une progression modérée, sensiblement inférieure à celle des encours de crédits. Toutefois, hors dividendes perçus de Rue La Boétie, le RBE a connu une baisse continue de 2004 à 2007, accentuée en 2008 par la crise financière.

L'évolution des charges d'exploitation et du RBE est retracée dans le tableau ci-après :

PNB et RBE K€	2004	2005	2006	2007	2008	TMVA
<b>Produit net bancaire</b>	<b>350 251</b>	<b>354 395</b>	<b>362 230</b>	<b>369 259</b>	<b>361 129</b>	<b>1%</b>
Frais de personnel	(111 372)	(113 924)	(122 428)	(128 198)	(126 026)	3%
<i>Dont salaires, intéressement et participation</i>	(76 034)	(73 253)	(82 973)	(85 145)	(84 130)	3%
Impôts et taxes	(6 513)	(6 160)	(5 668)	(5 027)	(6 476)	0%
Services extérieurs et autres frais administratifs	(66 432)	(62 109)	(61 490)	(63 769)	(65 517)	0%
Dotations aux amortissements	(11 715)	(15 221)	(14 988)	(11 814)	(10 678)	-2%
<b>Frais d'exploitation</b>	<b>(196 031)</b>	<b>(197 414)</b>	<b>(204 574)</b>	<b>(208 807)</b>	<b>(208 697)</b>	<b>2%</b>
Variation	7,4%	0,7%	3,6%	2,1%	-0,1%	
<b>Coefficient d'exploitation</b>	<b>56,0%</b>	<b>55,7%</b>	<b>56,5%</b>	<b>56,5%</b>	<b>57,8%</b>	
<b>RBE</b>	<b>154 220</b>	<b>156 981</b>	<b>157 656</b>	<b>160 452</b>	<b>152 432</b>	<b>0%</b>
Variation	5,9%	1,8%	0,4%	1,8%	-5,0%	
<b>RBE hors dividende de Rue La Boétie</b>	<b>142 231</b>	<b>141 884</b>	<b>135 665</b>	<b>130 608</b>	<b>120 832</b>	<b>-4%</b>
Variation		-0,2%	-4,4%	-3,7%	-7,5%	
Effectif moyen	2 016	2 030	2 127	2 158	2 119	1%

e) L'évolution de la charge du risque

La part du fonds pour risques bancaires généraux (FRBG) ayant été affectée à des provisions pour risque crédit comptabilisées au passif du bilan de la Caisse<sup>22</sup> en 2004 et 2008, la charge du risque « totale » doit s'appréhender en cumulant la charge du risque figurant dans les comptes et les variations du FRBG pour risque crédit. Ainsi, au cours de la période 2004 – 2008, la charge du risque totale a connu une progression en ligne avec celle des encours de crédits (8 % par an en moyenne), avec une accélération marquée en 2008, du fait de l'accroissement du taux de provisionnement et des pertes nettes avérées sur créances irrécouvrables.

La politique de provisionnement de la Société est prudente et ajoute à la solidité financière de son bilan. Au total, le montant cumulé des provisions (actif et passif) et du FRBG constitués pour faire face au risque de crédit s'est accru de 8 % par an en moyenne, soit au même rythme que les crédits. Parallèlement, les encours douteux n'ont progressé que de 3 % par an atteignant fin 2008 leur niveau le plus bas rapporté aux encours, soit 2,6 % (contre 3,2 % en 2004). Cette situation n'est toutefois pas pérenne, le taux de d'encours douteux ayant vocation à remonter rapidement du fait de la crise. Fin juin 2009, il se situe ainsi à 3 %.

On notera que la Société est exposée à plusieurs risques sectoriels, comme l'immobilier résidentiel (55 % des encours), la filière bovine ou encore les financements de type LBO. Enfin, l'accroissement de la part de marché enregistrée sur le segment des entreprises tend à accroître le risque de perte unitaire importante et ce, bien que la Société respecte parfaitement les règles de division de ses risques.

L'évolution des encours de crédits douteux et des différentes couvertures du risque crédit (provisions et FRBG) est synthétisée dans le tableau ci-après :

Couverture du risque crédit en K€	2004	2005	2006	2007	2008	TMVA
Opérations avec la clientèle (encours bruts)	7 664 364	8 310 246	8 770 182	9 749 747	10 547 596	8%
<i>Dont encours douteux</i>	243 727	246 052	277 263	273 672	278 505	3%
<i>En % des encours</i>	3,2%	3,0%	3,2%	2,8%	2,6%	
Provisions	(177 758)	(189 987)	(209 113)	(211 614)	(215 926)	5%
<i>En % des encours douteux</i>	72,9%	77,2%	75,4%	77,3%	77,5%	
<b>Opérations avec la clientèle (encours nets)</b>	<b>7 486 606</b>	<b>8 120 259</b>	<b>8 561 069</b>	<b>9 538 133</b>	<b>10 331 670</b>	<b>8%</b>
Provisions au passif pour risque crédit	62 644	75 857	76 635	97 509	126 067	
FRBG pour risque crédit	15 549	15 549	15 549	15 549	6 726	
<b>Sous-total couvertures au passif (prov&amp;FRBG)</b>	<b>78 192</b>	<b>91 406</b>	<b>92 184</b>	<b>113 058</b>	<b>132 793</b>	<b>14%</b>
<b>Provisions &amp; FRBG / risque crédit</b>	<b>255 950</b>	<b>281 393</b>	<b>301 297</b>	<b>324 672</b>	<b>348 719</b>	<b>8%</b>
<i>En % des encours douteux</i>	105%	114%	109%	119%	125%	
<i>En % des encours bruts</i>	3,3%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	

Le tableau suivant retrace l'évolution du coût du risque total, après variation du FRBG pour risque crédit :

<sup>22</sup> Destinées à couvrir des risques clientèle non affectés individuellement, telles des provisions sectorielles, établies à partir de statistiques de pertes sur encours non classés en douteux.

Charge du risque en K€	2004	2005	2006	2007	2008	TMVA
<i>Variation des provisions/crédits à la clientèle</i>	(13 151)	(12 229)	(19 126)	(2 501)	(4 312)	-24%
<i>Variation des provisions passif pour crédits</i>	(51 064)	(13 213)	(778)	(20 874)	(28 558)	-14%
<i>Autres provisions pour créances douteuses</i>	1 381	4 933	1 504	(3 215)	(5 210)	ns
Variation des provisions / créances douteuses	(62 834)	(20 509)	(18 400)	(26 590)	(38 079)	-12%
Variation des autres provisions	(1 970)	(1 928)	(13 426)	4 166	(7 173)	38%
<b>Variation des provisions</b>	<b>(64 804)</b>	<b>(22 437)</b>	<b>(31 826)</b>	<b>(22 424)</b>	<b>(45 252)</b>	-9%
Pertes / créances irrécouvrables non dépréciées	(601)	(535)	(851)	(721)	(417)	-9%
Pertes / créances irrécouvrables dépréciées	(18 205)	(9 911)	(7 857)	(15 774)	(24 248)	7%
Décote sur prêts restructurés	(2 229)	(1 121)	(1 660)	(1 297)	(1 108)	ns
Récupérations de créances amorties	1 204	1 279	785	2 920	934	-6%
<b>Pertes nettes avérées</b>	<b>(19 832)</b>	<b>(10 288)</b>	<b>(9 583)</b>	<b>(14 871)</b>	<b>(24 839)</b>	6%
<i>En % des encours douteux</i>	-8,1%	-4,2%	-3,5%	-5,4%	-8,9%	
<b>Coût du risque</b>	<b>(84 636)</b>	<b>(32 725)</b>	<b>(41 409)</b>	<b>(37 295)</b>	<b>(70 091)</b>	-5%
Variation du FRBG pour risque crédit	45 600	(0)	0	0	8 823	ns
<b>Charge du risque totale</b>	<b>(39 036)</b>	<b>(32 725)</b>	<b>(41 409)</b>	<b>(37 295)</b>	<b>(61 268)</b>	12%
<i>En % des encours douteux</i>	-16,0%	-13,3%	-14,9%	-13,6%	-22,0%	
<i>En % des encours</i>	-0,51%	-0,39%	-0,47%	-0,38%	-0,58%	

f) L'évolution du résultat net et de la rentabilité des fonds propres

Comme le PNB, le résultat net de la Société a connu une croissance modérée pour atteindre son niveau le plus haut en 2007, avec un bénéfice de 83 M€. La crise financière a mis fin à cette tendance et a ramené le bénéfice à 78,5 M€ en 2008. Jusqu'en 2007, en dépit de la hausse des bénéfices, la rentabilité des fonds propres a connu une érosion continue, le ROE<sup>23</sup> passant de 9 % à 8,1 %. Ceci reflète la décroissance de la rentabilité des actifs, mentionnée précédemment. L'année 2008 se traduit par une amplification de cette tendance, le ROE ayant atteint son niveau le plus bas sur la période, soit 7,1 %.

Compte de résultat résumé K€	2004	2005	2006	2007	2008	TMVA
<b>Produit net bancaire</b>	<b>350 251</b>	<b>354 395</b>	<b>362 230</b>	<b>369 259</b>	<b>361 129</b>	<b>1%</b>
<i>Variation</i>	6,8%	1,2%	2,2%	1,9%	-2,2%	
<b>Frais d'exploitation</b>	<b>(196 031)</b>	<b>(197 414)</b>	<b>(204 574)</b>	<b>(208 807)</b>	<b>(208 697)</b>	<b>2%</b>
<b>Coefficient d'exploitation</b>	<b>56,0%</b>	<b>55,7%</b>	<b>56,5%</b>	<b>56,5%</b>	<b>57,8%</b>	
<b>RBE</b>	<b>154 220</b>	<b>156 981</b>	<b>157 656</b>	<b>160 452</b>	<b>152 432</b>	<b>0%</b>
Charge du risque totale	(39 036)	(32 725)	(41 409)	(37 295)	(61 268)	12%
<i>dont variation du FRBG pour risque crédit</i>	45 600	(0)	0	0	8 823	-34%
Résultat sur actifs immobilisés	(1 170)	(2 418)	(519)	1 437	(1 867)	12%
Résultat exceptionnel	(4 843)	(19 040)	(1 751)	(1 401)	(1 401)	-27%
Impôt sur les sociétés	(33 588)	(43 286)	(32 218)	(40 068)	(20 119)	-12%
Variation du FRBG et provisions réglementées*	(1 083)	20 592	0	0	10 725	ns
<b>Résultat net</b>	<b>74 500</b>	<b>80 104</b>	<b>81 759</b>	<b>83 125</b>	<b>78 501</b>	<b>1%</b>
<i>Variation</i>	11,2%	7,5%	2,1%	1,7%	-5,6%	
Fonds propres hors FRBG	892 138	955 957	1 026 911	1 099 159	1 165 507	7%
ROE	9,0%	9,0%	8,6%	8,1%	7,1%	
Eléments non reconductibles**	5 573	34	(2 734)	(23)	(8 582)	ns
<b>Résultat net corrigé</b>	<b>80 074</b>	<b>80 137</b>	<b>79 024</b>	<b>83 102</b>	<b>69 920</b>	<b>-3%</b>
ROE corrigé des éléments non reconductibles	9,6%	9,0%	8,3%	8,1%	6,4%	

\* Variation du FRBG hors FRBG pour risque crédit

\*\* Exceptionnel, reprises de FRBG hors risque crédit et reprise de 6 M€ de provision pour épargne logement en 2006

Le niveau de rentabilité dégagé par les fonds propres de la Société est ainsi étroitement lié à la pente de la courbe des taux. Hors période de crise aigüe (2007-2008), leur rendement se situe à 9 % en moyenne, retraité des éléments non reconductibles<sup>24</sup>, ce taux variant dans une fourchette comprise entre 8,3 % et 9,6 %. Retraité des titres SAS Rue La Boétie<sup>25</sup>, le

<sup>23</sup> ROE pour « return on equity », désigne le rapport du bénéfice aux fonds propres.

<sup>24</sup> Résultat exceptionnel et produits et charges non reconductibles après impôt.

<sup>25</sup> En rapportant le bénéfice hors dividende de la Rue La Boétie aux fonds propres diminués de la valeur nette comptable des titres.

rendement moyen ressort à 10,4 %, dans une fourchette comprise entre 8,6 % (en 2006) et 12,1 % (en 2004).

### 3.3.2 Plan moyen terme 2009-2011

Le plan d'affaires (ou ci-après le « plan moyen terme » ou « PMT ») établi par le management de la société nous a été remis dans sa version définitive le 26 juin 2009. Nous avons reçu confirmation de la Direction de la Société de l'absence d'éléments postérieurs susceptibles de remettre en cause ces prévisions, notamment les comptes intermédiaires arrêtés au 30 juin 2009.

#### a) Amélioration des marges en 2009 mais détérioration de la charge du risque

Au premier semestre 2009, l'orientation favorable des taux et la reconstitution des marges ont permis de dégager un PNB de 193 M€, en léger recul par rapport à celui du premier semestre 2008 (198 M€), antérieur à la faillite de la banque Lehman Brothers. Grâce à la maîtrise des charges d'exploitation, le RBE ressort à près de 88 M€, quasi-stable sur un an. En revanche, le résultat ressort en recul de près de 10 M€, à 45 M€, essentiellement en raison de la hausse du coût du risque qui s'établit 28 M€ contre 20 M€.

Pour le second semestre, il est attendu une amélioration des marges comparé au second semestre 2008, dans un contexte de reprise modérée de la production de crédits amorcé durant l'été. Ceci devrait conduire à un PNB et à un RBE supérieurs à ceux du second semestre 2008. Cependant, il existe encore à cette période de l'année une incertitude élevée sur le niveau définitif des encours douteux et sur la charge du risque qui en résultera. Au vu des tendances récentes, le montant des provisions devrait continuer à s'accroître.

#### b) Tendances pour les exercices 2010 et 2011

Au-delà de 2009, il est retenu un objectif de croissance modeste des encours de crédits de 2,6 % par an. Compte tenu d'un scénario de reprise économique modérée, la pente de la courbe des taux devrait rester positive, avec toutefois une remontée des taux courts comparé à leur niveau actuel, lequel est historiquement faible. Sur la base de ces hypothèses, le RBE, abstraction faite des dividendes reçus de Crédit Agricole SA via le holding SAS Rue La Boétie, dépasserait en 2011 de près de 16 % son niveau de 2004, lequel constituait le maximum atteint par la Société sur la période 2004-2008. On notera que le management n'anticipe pas de dérive des charges d'exploitation, le coefficient d'exploitation atteignant 56 % en 2011, soit un taux inférieur à la moyenne 2004-2006 (60 % retraités des dividendes reçus de SAS Rue La Boétie).

Toutefois, la bonne performance du RBE serait en partie obérée par la remontée des encours douteux et du coût du risque. En effet, le taux d'encours douteux observé entre 2004 et 2008 est considéré par le management comme non reconductible dans le contexte économique qui se dessine au sortir de la crise actuelle. Le plan moyen terme fait ainsi tendre ce taux vers un niveau plus proche des taux de la décennie 1990 que de ceux observés ces dernières années. Compte tenu de ces éléments, le résultat net ne retrouverait pas, durablement, ses plus hauts niveaux constatés en 2004 – 2006.

A ce stade de la reprise économique, il est encore impossible de qualifier le degré de prudence du scénario retenu par le management de la Société. En revanche, au vu des perspectives financières retenues, nous considérons qu'il convient de tirer toutes les conséquences, dans nos travaux, de la faible rentabilité attendue de l'activité de banque de détail développée par la Caisse. En d'autres termes, l'évaluation de la Société doit reposer, selon nous, sur un scénario de réemploi des excédents de fonds propres au bénéfice de Crédit Agricole SA dont il est anticipé un besoin accru de fonds propres et une meilleure rentabilité,

la distribution des excédents étant, comme mentionné précédemment, soumise à de fortes contraintes liées à la nature coopérative des Caisses régionales.

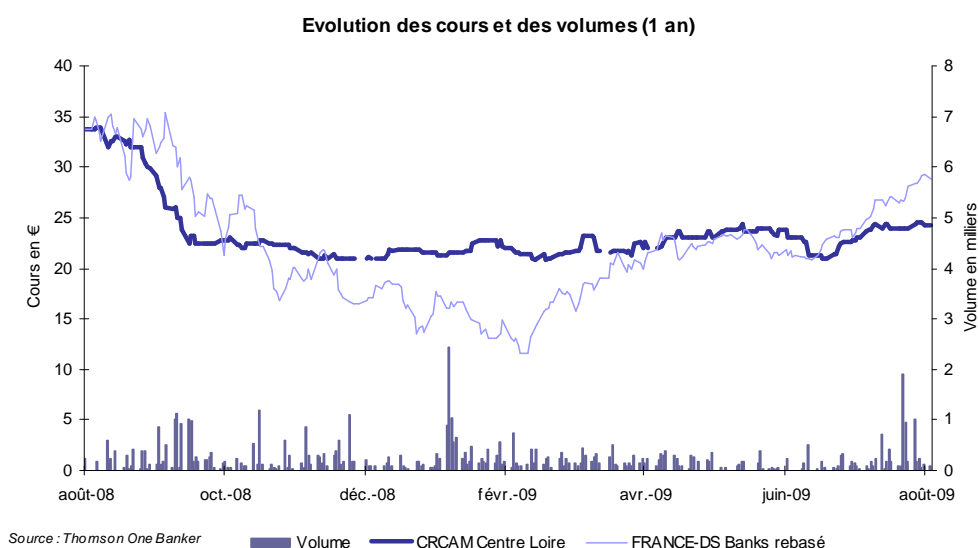
### 3.4 Travaux d'évaluation

Conformément à l'usage en matière d'expertise indépendante, la valeur de rachat des CCI doit s'apprécier en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Les développements suivants retracent tout d'abord les références et approches d'évaluation jugées non pertinentes pour déterminer le prix de rachat des CCI, la seconde partie présentant la méthode retenue par nos soins.

#### 3.4.1 Critères et méthodes écartés

##### a) Référence au cours de bourse

##### Une faible rotation du titre



Les CCI, au nombre de 2 855 908, représentent 17,6 % du capital de la Caisse régionale. Au cours moyen au 31 août 2009 des 20 derniers cours de clôture (24,13 €), ils représentent une capitalisation de 69 M€. Par ailleurs, au cours des 12 derniers mois, n'ont été échangés que 57 515 CCI, soit un taux de rotation annuelle limité de 2 % en dépit de l'existence d'un contrat d'animation. Ce niveau de liquidité est trop faible pour susciter l'intérêt d'investisseurs institutionnels ou des fonds de placement, mis à part le FCPE réservé aux salariés, et PREDICA, filiale d'assurance-vie du Groupe, qui détient 3,7 % des CCI de la Caisse. Quant à CASA, il détient 5,7 % des CCI. Ces titres ont été acquis dans le cadre de l'offre de liquidité faite aux porteurs dans le cadre de son entrée au capital de la Caisse (cf. infra). Ils n'ont donc pas vocation à être remis sur le marché et réduisent d'autant le flottant du titre.

En conséquence, la majeure partie des titres est détenue par des investisseurs individuels, généralement des clients, des sociétaires ou des salariés de la Caisse, dans une optique de détention à long terme.

Les différentes moyennes du cours du CCI calculées au 31 août 2009, ainsi que le cours de clôture à cette date et les volumes échangés sont reproduits dans le tableau ci-après :

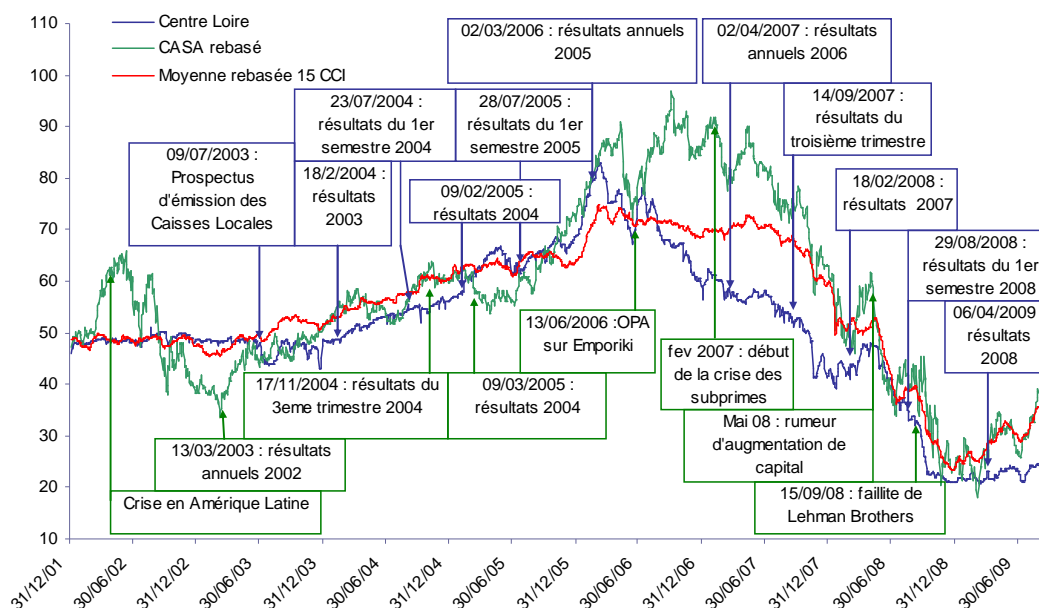
Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% CCI échangés
36 mois	69,20	20,75	46,77	305 765	391	10,7%
24 mois	54,00	20,75	37,59	179 905	345	6,3%
12 mois	33,90	20,75	23,17	57 515	220	2,0%
6 mois	24,60	20,75	22,88	22 504	174	0,8%
3 mois	24,60	21,00	23,63	11 124	169	0,4%
20 jours de bourse	24,60	23,80	24,13	6 958	348	0,2%
Spot	24,20	24,20	24,20	86	86	0,0%

### Performance du cours du CCI depuis l'introduction en bourse de CASA

Depuis décembre 2001, il est devenu possible d'investir dans un titre représentatif de l'ensemble des métiers du Groupe Crédit Agricole, y compris le réseau des caisses régionales (pour la quote-part détenue par Crédit Agricole SA). Pour investir dans un support reflétant plus spécifiquement les performances du réseau des Caisses régionales, il est toujours possible d'acquérir des CCI émis par l'une des 15 caisses cotées, dont celui de la CRCAM de Centre Loire. Toutefois :

- le patrimoine des caisses régionales est constitué à hauteur d'un tiers en titres Crédit Agricole SA (via SAS Rue La Boétie). Le CCI n'est donc pas un pur support d'investissement en banque de détail ;
- les actions de Crédit Agricole SA sont plus liquides que les CCI des caisses, et ces derniers ne font pas l'objet d'un suivi de la part des analystes financiers. Ces éléments pénalisent le cours des CCI comparé au titre Crédit Agricole SA, indépendamment de la performance financière spécifique de chacune des caisses.

Comme en témoigne le graphique ci-après, les cours de 15 CCI cotés sont relativement corrélés à ceux de Crédit Agricole SA, avec de leur part, une moindre amplification des fluctuations de marché, ce qui illustre leur plus faible degré de risque systématique. Toutefois, comparé aux autres CCI, les titres de la Caisse régionale ont connu une évolution contrastée qui reflète celle de sa rentabilité financière sur la période (cf. supra). Ainsi, après avoir suivi une évolution proche de la moyenne des autres CCI jusqu'en mars 2006, depuis lors, le cours du CCI Centre Loire a sous-performé par rapport par rapport à la moyenne.



### Emissions de CCI, de CCA et élargissement du sociétariat

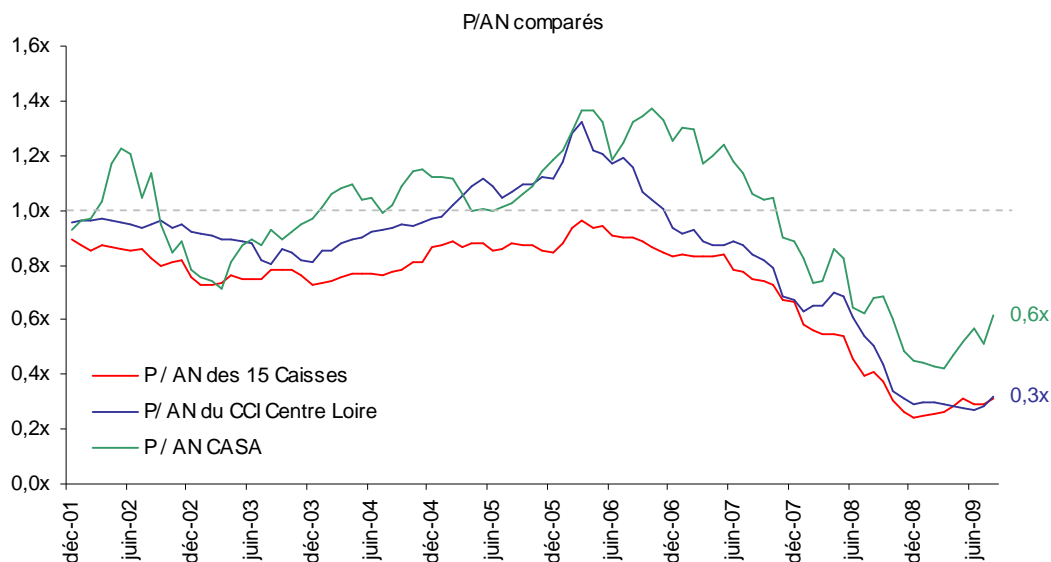
La dernière émission de CCI réalisée par la Caisse remonte à avril 2000, par l'admission au Second Marché de 375 926 titres au prix de 121 €. Compte tenu de la division par quatre du nominal, intervenue en avril 2002, ce prix d'émission équivaut à 30,25 € rapporté au nominal actuel (4€).

Depuis cette date, CASA est entré au capital de la Caisse en souscrivant en novembre 2001 à une augmentation de capital par émission de CCA, puis en décembre de la même année, en acquérant des CCI afin de porter sa participation à 25 % du capital. Ces titres ont été acquis à un prix unique de 179,50 € soit, 44,88 € après division du nominal<sup>26</sup>.

On notera que depuis plusieurs années, la Caisse a fait le choix d'élargir le nombre de sociétaires des Caisses locales, plutôt de d'augmenter directement son capital. Il a été ainsi mis en place entre 2002<sup>27</sup> et 2008 un programme d'émission de parts sociales au niveau des Caisses locales affiliées à la Caisse régionale. Les nombre de parts sociales émises par l'ensemble des Caisses locales est ainsi passé de 99 millions à fin 2003 à 129 millions à fin 2008, soit une augmentation de capital nette de 45 M€. L'ensemble des Caisses locales présentent ainsi des fonds propres de 232 M€ à fin 2008 (dont 193 M€ de capital), essentiellement investis en bons moyens terme négociables et en comptes courants auprès de la Caisse régionale et en parts sociales émises par cette dernière. Par ce mécanisme, la Caisse a ainsi augmenté ses financements et renforcé son ratio de solvabilité, lequel est calculé sur une base consolidée qui intègre le capital et les réserves des Caisses locales qui lui sont affiliées.

#### Niveau de valorisation implicite ressortant du cours de bourse

Comme l'indique le graphique suivant, le cours moyen du CCI constaté au mois d'août 2009, valorise la Caisse à 30 % de la valeur ses fonds propres, soit un multiple de P/AN<sup>28</sup> de 0,3x, après avoir atteint un maximum de 1,3x en mars 2006.



Le niveau actuel de valorisation de la Caisse reflète l'effet de la crise financière sur les valeurs bancaires, la désaffection des investisseurs pour les CCI et l'évolution relative de la Caisse comparé à ses consœurs :

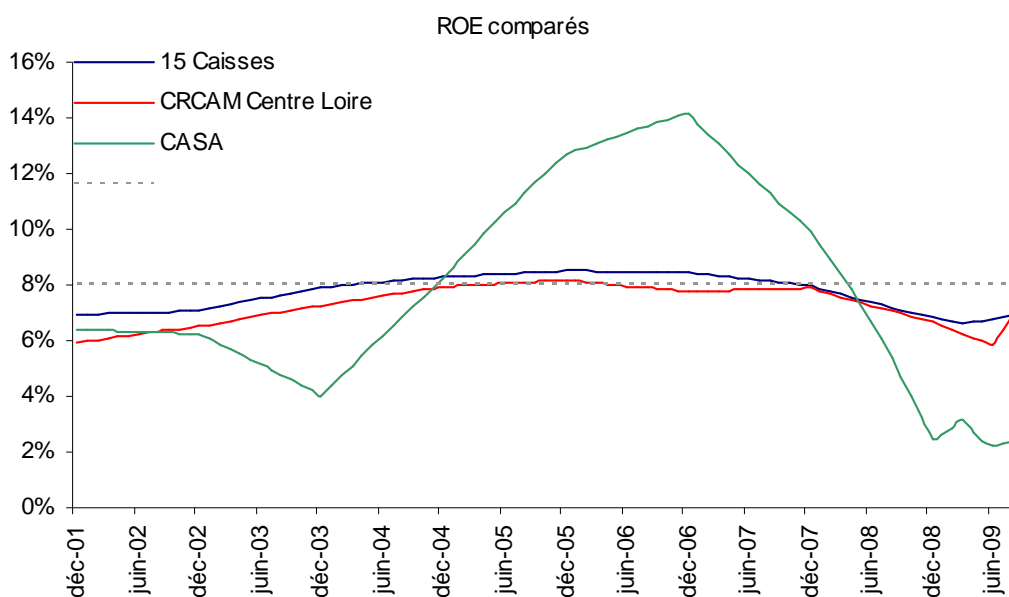
<sup>26</sup> Après division du nominal, le nombre de titres acquis est demeuré identique jusqu'à aujourd'hui, soit 3 889 436 CCA et 162 796 CCI.

<sup>27</sup> Cf. prospectus d'émission 03-652 et 04-878 ayant reçu le visa de la COB et de l'AMF respectivement le 11 juillet 2003 et le 17 novembre 2004. Ces parts sociales ont un nominal de 1,5 €.

<sup>28</sup> P/AN désignant le Prix du CCI, rapporté à son Actif Net comptable social.

- les multiples de fonds propres des Caisses ont été divisés par 3 depuis leur plus haut de mars 2006 (0,96x) ;
- depuis l'année 2005, la décote des CCI en termes de multiple de fonds propres a eu tendance à s'accroître ; elle s'établit ainsi à 50 % contre 26 % en moyenne sur toute la période ;
- après avoir égalé le niveau de valorisation de Crédit Agricole SA en 2006, le CCI de la CRCAM de Centre Loire a aujourd'hui rejoint celui de la moyenne des caisses cotées.

La décote des caisses régionales comparée à Crédit Agricole SA ne procède pas d'un écart de rentabilité des fonds propres en leur défaveur, comme en témoigne le graphique ci-après. Sur longue période, le ROE moyen des Caisses est moins volatil et est égal à celui de Crédit Agricole SA. La rentabilité de la Caisse régionale de Centre Loire est pour sa part sensiblement égale à la moyenne de ses consœurs cotées.



On notera que les analyses boursières qui décomposent la valeur contributive des caisses régionales à l'ANR de Crédit Agricole SA, extériorisent des multiples de fonds propres supérieurs à 1x. Même si ces multiples ne sont pas directement transposables<sup>29</sup>, ils impliquent l'existence d'un goodwill dans le réseau des Caisses régionales. La forte décote ressortant de la valeur des CCI ne repose donc pas sur des critères de rentabilité mais bien sur le faible intérêt du marché pour des titres au flottant réduit (les CCI représentent moins de 20 % du capital) et privés de droit de vote. Nous estimons toutefois que, ni le mode de gouvernance de la société, ni la nature coopérative de l'organisation du capital, ni l'absence de droit de vote attachée au CCI ne sauraient justifier le niveau de décote de 50 % du CCI de la Caisse comparé au multiple de fonds propres de Crédit Agricole SA.

#### Synthèse de l'analyse du cours de bourse

Bien qu'étant régulièrement coté, le CCI émis par la Caisse est peu liquide, et constitue typiquement une valeur de « fond de portefeuille ». Le niveau de valorisation actuel ressortant du cours du CCI, identique à la moyenne des autres caisses régionales, nous semble pour cette raison largement déconnecté des données fondamentales de la Société. Il reflète le faible intérêt des investisseurs professionnels pour ce type de titres au profit de l'action Crédit Agricole SA.

<sup>29</sup> Le financement des titres mis en équivalence dans les comptes de Crédit Agricole SA est assuré en partie par effet de levier financier ce qui accroît le ROE des fonds propres qui leurs sont affectés.

Pour cette raison, nous écartons le critère du cours de bourse et privilégions une approche de valorisation consistant à déterminer la valeur fondamentale de la Caisse régionale, puis à ajuster le résultat obtenu d'une décote pour tenir compte du fait que moins de 20 % du capital de la Caisse sont cotés en bourse et de l'absence de droit de vote des CCI.

Le prix de 58 € qui sera proposé aux porteurs de CCI fait ressortir des primes comprises entre 24 % et 153 % par rapport aux différentes moyennes de cours arrêtées au 31 août 2009 :

Prime (décote) vs prix proposé	Haut	Bas	Cours moyen
36 mois	-16%	180%	24%
24 mois	7%	180%	54%
12 mois	71%	180%	150%
6 mois	136%	180%	153%
3 mois	136%	176%	145%
20 jours de bourse	136%	144%	140%
Spot	140%	140%	140%

Source : Thomson One Banker

#### b) Méthodes de l'actualisation des dividendes et du rendement du titre

La Société fait bénéficier les porteurs de CCI et de CCA (Crédit Agricole SA) d'un taux de distribution de 30 % rapporté à leur quote-part dans le capital. Il convient de noter que du fait de la limitation du taux servi aux porteurs de parts sociales, le montant global des distributions versées par la Société s'établissait en 2008 à près de 15 % du résultat net, ce qui est inférieur au taux de distribution des établissements bancaires cotés, ne relevant pas du droit de la coopération.

Rapporté au cours du CCI, les dividendes versés au titre des exercices 2001 à 2008 font ressortir des rendements compris entre 2,0 % et 2,6 % jusqu'en avril 2007. En 2008 et 2009, compte tenu de la baisse des cours, les rendements ont atteint respectivement 3,1 % et 5,1 %.

Montants en €	Cours moyen 1 an (*) (**)	Dividende au titre de l'exercice précédent (*)	Rendement
avr-02 (*) (***)	47,9	0,98	2,0%
avr-03	48,8	1,03	2,1%
avr-04	47,7	1,24	2,6%
avr-05	56,2	1,32	2,3%
avr-06	69,2	1,40	2,0%
avr-07	66,0	1,51	2,3%
avr-08	49,4	1,55	3,1%
avr-09	28,9	1,46	5,1%

\* Cours et dividendes ajustés de la division du nominal par 4, le 30 avril 2002

\*\* Cours moyen 1 an jusqu'à la date de détachement

\*\*\* Cours moyen décembre 2001 - avril 2002

A titre informatif, rapporté au prix proposé de 58 €, un dividende de 1,46 € correspondrait à un rendement de 2,5 %.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons exclu les méthodes d'actualisation des dividendes, leur niveau ne dépendant pas d'une décision de leurs bénéficiaires. Par ailleurs, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation de nature intrinsèque qui appréhende la totalité des flux futurs de trésorerie dégagés par la Société.

#### c) Approche interne d'évaluation des CCA

En 2001, Crédit Agricole SA a offert à l'ensemble des porteurs de CCI d'acquiescer leurs titres à un prix identique à celui des CCA souscrits à l'occasion de son entrée au capital des Caisses. Le prix offert reposait sur l'estimation de la valeur fondamentale des caisses ressortant d'une approche fondée sur les critères de l'actif net corrigé<sup>30</sup>, du multiple de résultat net et du multiple de fonds propres régressé par le ROE des comparables boursiers, ces trois critères étant affectés de pondérations respectives de 50 %, 25 % et 25 %. A cette valeur fondamentale, il était appliqué une décote globale de 20 % traduisait « l'absence de droit de vote et l'illiquidité des CCA ».

Pour mettre en œuvre cette approche, nous avons constitué un échantillon large à partir de 16 banques européennes cotées. Sur la base des critères d'actif net corrigé, de résultat net et de multiple de fonds propres régressé<sup>31</sup>, il ressort, selon nos calculs une valeur du CCI, après décote de 20 %, comprise entre 42,4 € et 56,7 € .

Dans la mesure où nous avons disposé de prévisions permettant d'évaluer l'activité de banque de détail par l'actualisation des flux futurs, il nous semble que l'approche que nous avons retenue, également de nature multicritères, est plus complète que celle développée en 2001. Compte tenu de son caractère limité et redondant, nous l'avons en conséquence exclue des méthodes d'évaluations.

#### d) Valeur des CCA émis par la Société dans les comptes de Crédit Agricole SA

La valeur des titres que Crédit Agricole SA détient au capital de la CRCAM de Centre Loire s'établit à 44,9 € par CCA dans ses comptes individuels et à 63,60 € dans ses comptes consolidés au 30 juin 2009.

- La valeur de 44,9 € correspond au prix de revient historique des CCA en 2001. Compte tenu des conditions d'entrée au capital décrites précédemment, elle intègre une décote de 20 % pour absence de droits de vote et illiquidité. Cette référence est trop ancienne pour pouvoir être retenue dans nos travaux.
- La seconde valeur correspond à la de situation nette consolidée de la Caisse régionale, hors contribution des caisses locales. Elle n'intègre pas de décote. Cette situation implique une plus-value latente sur les titres SAS Rue La Boétie sur la base d'une convention de liquidité conclue entre les caisses régionales (cf. infra). Dans la mesure où nous ne retenons pas cette référence pour la valorisation des titres SAS Rue La Boétie, nous excluons cette référence.

### 3.4.2 Approche retenue

Comme tout établissement bancaire, la Caisse affecte ses fonds propres à différentes activités en fonction de ses objectifs de gestion et de la réglementation bancaire. Ainsi, la majeure partie des fonds propres est-elle immobilisée pour couvrir les risques résultant de l'activité de banque de détail, principalement au titre du risque de crédit et du risque opérationnel qui lui est associé. Au-delà de son activité de banque de détail, la Société dispose de fonds propres excédentaires qu'elle investit en portefeuilles de titres de transaction, de placements ou d'investissement, en participations et en titres de filiales ou de sociétés liées au Groupe. Pour les besoins de l'évaluation, il est établi un actif net réévalué (ANR) de la banque, en distinguant d'une part l'activité de banque de détail et d'autre part celle de holding détenant des participations directes ou indirectes dans des établissements de crédit. Ces calculs sont établis sur la base des comptes individuels de la Caisse régionale, les comptes consolidés agréant à ces derniers les réserves des caisses locales sur lesquelles les porteurs de CCI n'ont aucun droit pécuniaire.

<sup>30</sup> Actif net corrigé des plus ou moins-values latentes.

<sup>31</sup> Coefficient de détermination de la régression : 61%.

- Les valeurs nettes comptables des participations dans les établissements de crédit sont financées par fonds propres, recoupant en cela le calcul des fonds propres réglementaires<sup>32</sup>. Elles sont constituées pour l'essentiel d'une participation 2,87 % dans la SAS Rue La Boétie laquelle détient 55,16 % de Crédit Agricole SA<sup>33</sup>. Au 30 juin 2009, cette participation a une valeur de 453 M€ dans les comptes de la Caisse, ce qui représente 38 % de ses fonds propres. Par ailleurs, la Société possède une participation de 3,16 % au capital de la société SACAM Développement laquelle détient des participations minoritaires dans LCL (5 %), le second réseau de banque de détail du Groupe, Calyon (2,2 %), banque de financement et d'investissement, et CAAM (1,9 %) société de gestion d'actifs, toutes trois filiales de Crédit Agricole SA. Enfin, la Société détient 3,12% de SACAM Internationale, qui elle-même possède des participations minoritaires dans des banques de réseau étrangères filiales de Crédit Agricole SA, avec notamment 10% de Cariparma en Italie, et des participations de 5 % à 10 % dans d'autres filiales, dont Emporiki en Grèce. La valeur nette cumulée des titres SACAM international et SACAM Développement s'établit à 51 M€ dans les comptes de la Caisse régionale, soit 4 % de ses fonds propres. Les fonds propres ainsi affectés au financement de ces participations sont réévalués sur la base des plus ou moins-values latentes relatives aux titres de participation. Compte tenu du caractère pérenne de ces investissements, les plus ou moins-values latentes ne sont pas fiscalisées pour le calcul de l'ANR.
- La valeur de l'activité de banque de détail (ou « retail ») correspond à la valeur des fonds propres non affectés au financement des titres de participation dans Rue La Boétie, SACAM international et SACAM Développement. La valeur de ce pôle est établie selon une approche multicritères se fondant sur une méthode intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie disponibles et des approches analogiques (comparaisons boursières et transactions comparables).

Afin de compléter cette approche, nous comparons l'ANR établis sur des paramètres de marché à l'actif net comptable de la Caisse. Il nous semble pertinent de retenir cette référence, dans la mesure où les fonds propres de la Société sont supérieurs à l'ANR ressortant de nos calculs (cf. infra). En effet, ceci revient à intégrer le point de vue du management sur la valeur des actifs détenus par la Caisse régionale, en particulier sur celle de la participation dans SAS Rue la Boétie, laquelle n'a pas fait l'objet de dépréciation.

#### (a) Evaluation multicritères du pôle banque de détail

##### (i) *Evaluation par l'actualisation des flux de trésorerie (méthode du DCF<sup>34</sup>)*

#### Description des particularités de mise en œuvre de la méthode

Cette approche repose sur la valeur présente des flux de trésorerie futurs dégagés par la Caisse sous contrainte de maintenir à son bilan un niveau de fonds propres suffisant pour faire faces aux risques de dépréciation d'actifs et respecter ainsi les ratios prudentiels imposés par la réglementation bancaire. Ces derniers sont principalement ;

- le ratio de solvabilité, qui compare les fonds propres aux risques relatifs à l'activité, et doit être supérieur à 8 % ;
- le coefficient de liquidité qui vise au respect d'une bonne adéquation entre les dettes exigibles à court terme et les créances liquides, ce ratio devant être supérieur à 100 % ;
- la règle de division des risques qui limite l'exposition à un seul emprunteur à 25 % des fonds propres et le cumul des expositions supérieures individuellement à 10 % des fonds propres à huit fois le montant fonds de ces derniers.

<sup>32</sup> Ces participations sont déductibles des fonds propres réglementaires pour le calcul du ratio de solvabilité. Cette déduction s'opère au-delà d'une franchise égale à 10 % des fonds propres durs réglementaires.

<sup>33</sup> La CRCAM de Centre Loire détient ainsi indirectement 1,6% de Crédit Agricole SA au 30 juin 2009.

<sup>34</sup> DCF pour « discounted cash flow ».

Au terme de chaque exercice, le flux de trésorerie disponible, ou « cash flow libre », correspond au résultat net ajusté de la variation de fonds propres nécessaire au respect des ratios prudentiels et des objectifs de gestion de la banque.

Comme indiqué précédemment, nous privilégions pour évaluer les excédents de fonds propres, non pas leur distribution, mais leur réinvestissement en titres SAS Rue La Boétie. En effet, le Groupe aura selon toute vraisemblance à faire face à l'augmentation des fonds propres réglementaires de CASA pour assurer le développement de son activité dans un contexte de durcissement des règles prudentielles qui lui sont applicables. Inversement, la banque de réseau des caisses régionales ne devrait pas présenter les mêmes besoins. En effet, même si son impact sera, selon toute vraisemblance, partiellement compensé par les autorités de tutelle, la mise en place de la nouvelle réglementation « Bâle II » en matière de ratio de solvabilité a pour effet de réduire le niveau de fonds propres requis pour l'activité de crédit classique de banque de détail, en particulier l'activité de crédit immobilier qui constitue la première composante des encours à la clientèle de la Caisse. Ainsi, sur la base de modèles internes soumis aux contrôles de la Commission bancaire, à fin 2008, son ratio de solvabilité s'établit à 16,96 %, hors plancher transitoire lié au passage de l'ancienne à la nouvelle réglementation, contre 10,8 % y compris ce dernier. En d'autres termes et toutes choses égales par ailleurs, le ratio de solvabilité de la Caisse s'établirait à près de 19 % (y compris caisses locales) à fin 2010, contre 10,8 % actuellement, une fois passée la période de transition.

L'option de valorisation des excédents de fonds propres par investissement en titres du Groupe constitue selon notre analyse, le scénario le plus probable et le plus pertinent. Le rachat des CCI ne pourrait, en effet, être une solution généralisable car il aurait pour incidence de réduire la solvabilité du Groupe, ce qui n'est compatible ni avec son mode de gestion historique ni avec ses objectifs de croissance. Par ailleurs, le Groupe n'est pas « opérable », ce qui implique que les cash flows d'une caisse ne peuvent être valorisés pour un repreneur éventuel. Une approche alternative consisterait à réduire progressivement l'excédent de fonds propres en augmentant le niveau de distribution aux CCI et aux CCA. Toutefois, compte tenu du rythme de croissance anticipée des encours de crédit, l'apurement des excédents nécessiterait de nombreuses années et leur valeur s'en trouverait fortement décotée.

Le scénario de réinvestissement des excédents de fonds propre en titres SAS Rue La Boétie, tel que retenu dans nos calculs, a pour impact de réduire le coefficient de liquidité de la Caisse. Pour assurer la neutralité du réinvestissement sur ce ratio, il est supposé une substitution de ressources d'emprunts à court terme par des financements longs à un coût en moyenne supérieur à celui des financements indexés sur des taux courts. Les prévisions de résultats du plan moyen terme sont en conséquence ajustées de cet effet.

On notera que le calcul des fonds propres réglementaires est établi sur une base consolidée des comptes de la Caisse et des 92 Caisses locales présentes à son capital. Pour déterminer la part des CCI dans la valeur des fonds propres, il convient de retrancher la contribution de ces dernières aux fonds propres consolidés, soit 230 M€.

#### Calcul du taux d'actualisation

Pour le calcul des réinvestissements en titres SAS Rue La Boétie, il est retenu un ratio de solvabilité de 10 %, supérieur au minimum réglementaire (8 %). La gestion financière des caisses régionales se caractérise en général par une certaine prudence les conduisant à afficher des ratios réglementaires supérieurs au minimum requis. Les informations, non exhaustives, dont nous disposons nous amènent à la conclusion que le taux cible de 10 % retenu dans nos travaux est inférieur à celui constaté en moyenne pour les Caisses ayant émis des CCI, lequel peut être estimé à un niveau plus proche de 11 %. On notera que les grands établissements cotés, figurant dans notre échantillon de banques généralistes, affichent un

niveau de fonds propres Tier one<sup>35</sup> proche de 9 %. En conséquence, le taux de 10 % tiendrait compte du mode de gestion spécifique aux caisses régionales, tout en étant favorable aux porteurs de CCI. En effet, un niveau plus élevé de fonds propres cible serait pénalisant pour l'évaluation, les excédents non réinvestis en titres SAS Rue La Boétie générant un rendement inférieur au coût du capital.

Le taux d'actualisation a été établi en collaboration avec le cabinet Associés en Finance à partir de son modèle prospectif de plan de marché dont les paramètres moyens, entre le 1<sup>er</sup> juin et le 31 août 2009, font ressortir une prime de risque de 5,68 %, une prime d'illiquidité de 2,36 % et une ordonnée à l'origine de 3,09 % (taux sans risque anticipé). Par comparaison avec un échantillon de banques de réseau cotées identique à celui que nous retenons pour les comparaisons boursières (cf. infra), Associés en Finance conclut à un coefficient de risque spécifique à la société de 1,01 (coefficient bêta) s'appliquant à la prime de risque. Par ailleurs, compte tenu de la taille de la Société, le coefficient d'illiquidité relative du titre (coefficient lambda) ressort à 1,03 et s'applique à la prime d'illiquidité. En conséquence, sur la base de la moyenne sur trois mois des données de marché, le coût du capital de la Société s'établit à 11,3 %. A titre complémentaire, un second calcul a été établi sur la base des cours « spots » à fin août. Il conduit à un coût du capital de 10,7 %<sup>36</sup>, ce qui traduit la baisse de l'aversion au risque intervenue durant l'été 2009 et la remontée des indices qu'elle a occasionnée. Afin de tenir compte de l'orientation récente des marchés, nous avons retenu un taux médian de 11 %, situé entre la moyenne 3 mois des données de marché et un calcul « spot » au 31 août 2009.

On notera que ce taux est établi en assimilant les CCI à des actions ordinaires cotées et en supposant le flottant du titre égal à sa capitalisation boursière. Il n'est donc pas tenu compte des restrictions à la distribution des fonds propres, qui est appréhendée dans le calcul des flux (cf. supra) ni de la faible proportion du capital cotée en bourse et de l'absence de droit de vote, qui sont intégrés ultérieurement dans une décote globale (cf. infra).

#### Prolongation du plan moyen terme et valeur terminale

L'horizon de sortie de la crise économique actuelle est encore incertain et le profil de la reprise économique qui se dessinera au cours des cinq années à venir ne fait pas encore consensus. A ce stade, nous estimons toutefois peu probable un retour rapide à une croissance soutenue de l'activité de crédit, le taux d'endettement des ménages et les déficits publics nationaux ayant atteint des niveaux historiquement élevés ces dernières années. Compte tenu de ces éléments, nous n'avons pas extrapolé le PMT de la Société. Au-delà de 2011, il est calculé une valeur résiduelle par capitalisation du cash flow libre 2012 estimé en retenant un taux de croissance perpétuelle de 2 % par an. Ce taux est égal à la moyenne des taux de croissance perpétuelle retenus dans les notes d'offres soumises au visa de l'Autorité des marchés financiers.

Pour le calcul du cash flow 2012, nous retenons le niveau de marge de RBE rapporté au PNB attendu en 2011 dans le plan moyen terme. Compte tenu de la croissance anticipée, soit 2 % par an, la charge du risque baisserait par rapport au niveau attendu dans le plan d'affaires, et s'établirait à près de 60 points de base rapportée aux encours. Ce taux est cohérent avec celui observé au début de la décennie. Il repose sur une proportion d'encours douteux égale à 3,7 %, identique au niveau retenu dans le plan d'affaires à horizon 2011. Au total, la rentabilité normative des fonds propres affectés à l'activité de banque de détail serait de 10 %, taux supérieur à ceux attendus par le management pour les exercices prévisionnels 2009 à 2011, mais qui demeure inférieur au coût de marché des fonds propres. En conséquence, l'activité de banque de détail dégage un léger badwill.

#### Valeur de l'activité de banque de détail et sensibilité aux paramètres retenus dans nos travaux

<sup>35</sup> Ratio de solvabilité rapporté aux seuls fonds propres durs.

<sup>36</sup> Pour une prime de risque de 4,83%, une prime d'illiquidité de 2,34% et une ordonnée de 3,43%.

Sur la base d'un taux d'actualisation de 11 %, un ratio de solvabilité « Tier one » de 10 % et un taux de croissance à l'infini de 2 %, il ressort une valeur centrale de l'activité de banque de détail de 650 M€, soit de 40,1 € par CCI. Il s'agit de la valeur contributive de l'activité de banque de détail à l'ANR de la Caisse, avant toute décote pour illiquidité ou absence de droits de vote.

Parmi les trois paramètres mentionnés précédemment, le taux d'actualisation est celui qui serait le plus sensible aux évolutions des conditions de marché, des variations de 0,5 % étant fréquentes sur des durées de 3 mois. Compte tenu de sa sensibilité aux paramètres retenus, la valeur ressort dans une fourchette de 35,5 € à 44,9 €. La sensibilité de la valorisation aux variations de ces paramètres est résumée ci-après :

Croiss. Infini	Taux d'actualisation			Tier One	Taux d'actualisation		
	11,50%	11,00%	10,50%		11,50%	11,00%	10,50%
1,50%	37,3	40,6	44,2	9,5%	37,8	41,2	44,9
2,00%	36,7	<b>40,1</b>	43,8	10,0%	36,7	<b>40,1</b>	43,8
2,50%	36,0	39,5	43,4	10,5%	35,5	39,0	42,7
Ecart type / moyenne : 7,4%				Ecart type / moyenne : 7,6%			

Comme l'indique les tableaux ci-dessus, toutes choses égales par ailleurs, une augmentation de 1 % du ratio de solvabilité cible a un impact négatif de 1,1 € sur la contribution par CCI de l'activité bancaire à l'ANR (avant décote d'illiquidité), ce qui illustre le caractère favorable du taux retenu comparé à la moyenne des Caisses cotées (cf. supra). Par ailleurs une hausse de 0,5 % du taux de croissance à l'infini a un impact négatif de 0,6 €, le niveau de ROE étant inférieur au coût du capital. Enfin, une baisse de 0,5 % du taux d'actualisation a un impact positif de 3,4 €.

On notera que la valeur de l'activité bancaire intègre les plus-values latentes au 30 juin 2009 sur le portefeuille de placement, le réinvestissement en titres SAS Rue La Boétie étant supposé financé par la réalisation de ce dernier. Par ailleurs la plus-value latente sur les titres d'autocontrôle est également prise en compte, sur la base de la valeur d'un CCI telle qu'elle résulte de l'actualisation des cash flows<sup>37</sup>. Les provisions pour médaille du travail et autres engagements de retraite, dont l'horizon de décaissement excède celui du PMT, sont retranchées nettes d'impôt de la valeur. L'ensemble de ces ajustements représente une contribution positive de 0,5 € à l'ANR par CCI, avant toute décote.

(ii) *Evaluation par la méthode des comparables boursiers*

Il n'existe pas de société cotée directement comparable à la Caisse. A défaut, il a été constitué un échantillon de banques de détail en élargissant à l'étranger la recherche de comparables. Une fois exclus les réseaux les plus exposés à la crise financière, notamment en Espagne et en Grande Bretagne, notre échantillon se constitue de quatre établissements italiens et de deux établissements portugais : Banca Popolare di Milano, Banca Monte dei Paschi, UBI Banca, Intesa San Paolo, Banco Commercial Portugues et Banco Espirito Santo.

La méthode repose sur :

- l'application des multiples de résultat net (ou P/E<sup>38</sup>) appliqués aux prévisions 2010 et 2011. En raison des effets de la crise, anticipés à court terme, les multiples relatifs à l'exercice 2009 ont été exclus ;
- l'application des multiples de fonds propres régressés en fonction du ROE attendu en 2011<sup>39</sup>. Les années antérieures ont été exclues en raison de la dispersion des multiples résultant de la crise.

<sup>37</sup> Majorée la valeur des titres Rue La Boétie et SACAM.

<sup>38</sup> P/E pour "price to earnings". Les multiples sont appliqués aux résultats nets retraités des dividendes perçus de trois filiales réévaluées.

<sup>39</sup> Régression présentant un coefficient de détermination de 87%.

Sur ces bases, il ressort une valeur centrale de l'activité de banque de détail de 6 77 M€, soit de 41,8 € par CCI, avant décote. Compte tenu de la dispersion des multiples, la valeur ressort dans une fourchette de 38,7 € à 44,9 €.

(iii) *Evaluation par la méthode des transactions comparables*

La principale transaction comparable est la cession par HSBC France de sept banques régionales au groupe Banques Populaires<sup>40</sup>. Annoncée en février 2008, elle est devenue effective début juillet 2008. En complément, nous avons élargi cet échantillon en y intégrant 5 transactions réalisées sur des banques de réseau italiennes et finalisées entre janvier 2007 et avril 2008<sup>41</sup>. Toutes ces transactions ont pour limite d'avoir été finalisées avant que la crise financière ne soit avérée avec la faillite de la Banque Lehman Brothers le 15 septembre 2008.

Chacune de ces transaction s'est accompagnée de la cession de la majorité du capital de l'entité concernée et intègre pour cette raison une prime de contrôle, or cette dernière est inadaptée pour évaluer des participations minoritaires, telles que celles représentées par les CCI de la Caisse. En conséquence, nous avons retraité les multiples d'une prime forfaitaire de 27 %, qui correspond à la moyenne, sur longue période<sup>42</sup>, des primes offertes à la bourse de Paris à l'occasion d'un changement de contrôle. Les multiples de résultat net ainsi ajustés sont appliqués selon deux approches :

- aux résultats de la Caisse correspondant aux exercices de référence sur la base desquels a été réalisée transaction (dernier exercice ou exercice en cours), soit 2006 ou 2007. Cette approche permet d'établir une valeur de la Caisse telle qu'à l'époque de la transaction ;
- aux deux derniers exercices publiés de la Caisse, soit 2007 et 2008, approche plus communément retenue pour l'application de la méthode, avec les réserves liées à leur antériorité à la faillite de la banque Lehman Brothers.

Compte tenu de la dispersion des multiples, il ressort de cette approche une fourchette de valorisation de la contribution de l'activité de banque de détail à l'ANR, avant décote, comprise entre 47,1 € et 52,2 €, avec une valeur centrale de 49,7 € pour un CCI.

	Minimum	En € / CCI Centrale	Maximum
Transactions comparables - Multiple de P/E hors prime de contrôle appliqué à 2007 et 2008	41,2	45,4	49,6
Transactions comparables - Valeur 2006-2007 selon PE corrigé de la prime de contrôle	53,1	53,9	54,7
<b>Moyenne du critère</b>	<b>47,1</b>	<b>49,7</b>	<b>52,2</b>

(iv) *Synthèse de la valeur de l'activité de banque de détail*

La valeur de la banque de détail est égale à la moyenne des résultats obtenus par les trois approches précédemment décrites : DCF, comparables boursiers et transactions comparables. Elle s'établit dans une fourchette comprise entre 655 M€ et 767 M€, avec une valeur centrale de 710 M€. Rapporté à un CCI, les valeurs sont ainsi comprises entre 40,4 € et 47,3 € avec une cible centrale de 43,8 €. Ces résultats s'entendent avant toute décote (cf. infra).

Ces données sont synthétisées dans le tableau ci-après :

<sup>40</sup> Société Marseillaise de Crédit, Banque de Savoie, Crédit Commercial du Sud-Ouest, Banque Pelletier, Banque Chaix, Banque Dupuy de Parseval, Banque Marze.

<sup>41</sup> Banco Popolare di Verona e Novara, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Cassa di Risparmio di Firenze, Capitalia, 198 branches d'Intesa Sanpaolo.

<sup>42</sup> Echantillon de 354 offres avec changement de contrôle intervenues depuis janvier 2002. La prime est calculée par rapport au cours moyen 3 mois de l'action visée, arrêté à la veille de l'annonce du changement de contrôle.

	CRCAM Centre Loire : valeurs en K€			En € / CCI		
	Minimum	Centrale	Maximum	Minimum	Centrale	Maximum
<b>Activité bancaire :</b>						
DCF	576 035,7	649 999,9	728 042,8	35,5	40,1	44,9
Comparables boursiers	627 023,6	677 266,1	727 508,6	38,7	41,8	44,9
Transactions comparables	764 004,1	804 784,2	845 564,4	47,1	49,7	52,2
<b>Valorisation de l'activité bancaire</b>	<b>655 687,8</b>	<b>710 683,4</b>	<b>767 038,6</b>	<b>40,5</b>	<b>43,8</b>	<b>47,3</b>

## (b) Evaluation de l'activité de holding

### (i) *Participation dans la SAS Rue la Boétie*

#### Références écartées

Nous n'avons pas retenu la valeur estimative des titres SAS Rue La Boétie figurant dans les derniers comptes individuels publiés par la Caisse, soit 21,25 € par action à fin 2008. Cette référence repose sur une valeur de l'action Crédit Agricole SA proche de son actif net consolidé par action, ce qui ne correspond pas à une valeur de marché. A fin août 2009, le multiple de fonds propres de CASA est en effet 0,6x<sup>43</sup>. Pour la même raison, la valeur des titres SAS Rue La Boétie retenue pour l'établissement des comptes consolidés au 30 juin 2009, soit 14 €, est également rejetée. Cette dernière est établie selon une convention de liquidité liant les Caisses régionales qui ne concerne, par définition, que des échanges marginaux entre ces dernières.

#### Méthode retenue

La participation de la Caisse au capital de la SAS Rue la Boétie est évaluée en calculant l'ANR de cette société. Son unique objet est de détenir une participation majoritaire au capital de CASA, et d'accorder à cette dernière des prêts et avances rémunérés.

L'ANR de SAS Rue la Boétie est calculé sur la base d'une estimation de la situation intermédiaire de la société au 30 juin 2009, ajustée du cours de l'action Crédit Agricole SA. Pour ce faire, il est retenu la moyenne au 31 août des 20 derniers cours de clôture, pondérée par les volumes échangés, soit 11,79 € par action Crédit Agricole SA.

Pour le calcul de l'ANR de SAS Rue La Boétie, il n'est tenu compte ni d'une éventuelle prime de contrôle ni d'une décote de holding, une telle approche étant inadaptée dans l'optique de l'évaluation des CCI de la Caisse. Ces derniers représentent en effet des intérêts minoritaires au sein d'un Groupe de nature coopérative, ce qui exclut le scénario de rachat de Crédit Agricole SA par un tiers dans le cadre d'une offre publique.

Par cette approche, la valeur de l'action SAS Rue La Boétie s'établit 12,9 €, ce qui valorise la participation de la Caisse à 411 M€, contre une valeur dans ses comptes individuels de 453 M€, au 30 juin 2009. Cette valeur centrale de 12,9 € par action Rue La Boétie est encadrée par une fourchette comprise entre 10,6 € et 14,2 €. Le bas de la fourchette repose sur la moyenne pondérée sur six mois des cours de l'action Crédit Agricole SA, soit 9,8 €, et le haut de la fourchette, sur le cours de clôture du 31 août, soit 12,92 € par action.

Rapportée à un CCI, la contribution des titres SAS Rue La Boétie à l'ANR avant décote s'établit ainsi dans une fourchette comprise entre 20,9 € et 27,9 €, avec une valeur cible de 25,4€.

<sup>43</sup> Rapport du cours de l'action à la situation nette consolidée part du groupe à fin juin 2009.

En €	Minimum	Valeur centrale	Maximum
Cours de l'action Crédit agricole SA	9,8	11,8	12,9
Valeur du titre Rue La Boétie	10,6	12,9	14,2
<b>Contribution à l'ANR par CCI de la Caisse</b>	<b>20,9</b>	<b>25,4</b>	<b>27,9</b>

(ii) *Participations dans SACAM International et SACAM Développement*

La majeure partie des participations détenues par ces deux entités ne sont pas cotées. Au vu des derniers résultats disponibles des sociétés dans lesquelles ces deux entités détiennent des participations, l'application d'approches analogiques conduirait à dégager des moins values sur les titres SACAM Développement et SACAM International.

Compte tenu de la faible contribution de ces participations à l'ANR de la Caisse, et dans la mesure où ces titres ne sont pas dépréciés dans ses comptes, ces dernières sont reprises à leur valeur nette au 30 juin 2009, 51 M€, soit une contribution à l'ANR de 3,2€ par CCI, avant décote. Cette approche est favorable aux porteurs de CCI.

(c) Résultat du calcul d'ANR

(i) *Résultats avant décote*

La somme de la valeur de la banque de détail et celle de l'activité de holding conduit à une fourchette de valorisation comprise entre 1 046 M€ et 1 271 M€, avec une valeur centrale de 1 173 M€. Ramené à un CCI, l'ANR ressort ainsi à 72,4 €, dans une fourchette comprise entre 64,5 € et 78,4 €.

Ces résultats se fondent sur des méthodes adaptées pour fixer la valeur théorique d'actions ordinaires cotées. A ce stade, la valeur de la Caisse n'intègre donc pas le caractère illiquide, ni l'absence de droit de vote propres au CCI.

(ii) *Appréciation de la décote à appliquer à l'ANR*

Pour déterminer le niveau de décote applicable au CCI, nous disposons d'un précédent interne au Groupe Crédit Agricole. Comme mentionné précédemment, en 2001, cette décote a été fixée à 20 %, dans le cadre de l'offre faite par Crédit Agricole SA à l'ensemble des porteurs de CCI pour racheter leurs titres à l'occasion de son entrée au capital des caisses. Elle s'appliquait à la valeur fondamentale des Caisses ressortant d'une approche multicritères (actif net corrigé, multiple de résultat net et multiple de fonds propres régressé par le ROE des comparables boursiers). Cette offre de liquidité valorisait ainsi le CCI au même prix que le celui des CCA souscrits par Crédit Agricole SA. Comme indiqué alors, la décote globale de 20 % traduisait « l'absence de droit de vote et l'illiquidité des CCA ». Au vu de la faible proportion du capital représentée par les CCI, qui relativise fortement sa liquidité comparé au CCA (cf. supra), cette approche nous semble être toujours recevable<sup>44</sup>.

Ce niveau de décote est cohérent avec les décotes observées sur les cours des certificats d'investissements préalablement à l'annonce des offres publiques ayant entraîné leur disparition. Le dernier certificat coté à Paris, concomitamment à une action ordinaire, est celui émis par la société Robertet. La très faible liquidité de ce certificat d'investissement ne permet pas de retenir cette référence.

<sup>44</sup> Seuls 17,6% du capital de la Caisse régionale de Centre Loire sont négociables en bourse, au travers des CCI. Ceci justifierait de retenir un taux d'actualisation supérieur au taux de 11% établi par Associés en Finance, lequel se fonde sur une valeur totale des fonds propres de l'ordre de 1 Mds€. Le taux global de 20% reflète correctement, selon nous, la taille du flottant des titres cotés et leur absence de droit de vote.

Date de référence <sup>(*)</sup>	Société émettrice	Décotes moyennes			
		1 mois	3 mois	6 mois	12 mois
14/08/2009	Robertet	-34%	-33%	-28%	-28%
15/11/2005	Bouygues	-10%	-10%	-9%	-6%
22/06/2005	Taittinger	-19%	-18%	-16%	-17%
22/06/2005	Groupe du Louvre - 2005	-8%	-12%	-15%	-15%
11/12/2002	Groupe du Louvre - 2002	-7%	-5%	-2%	-6%
16/05/2001	Eridania Beghin Say	-26%	-28%	-28%	-26%
09/09/1999	Promodès	-31%	-35%	-37%	-37%
<b>Moyenne</b>		<b>-19%</b>	<b>-20%</b>	<b>-19%</b>	<b>-19%</b>
<b>Médiane</b>		<b>-19%</b>	<b>-18%</b>	<b>-16%</b>	<b>-17%</b>

\* Date d'annonce de l'offre ou dernière cotation du CCI pour Robertet

La décote offerte en 2001 par Crédit Agricole SA constitue une référence forte qui a été acceptée par l'ensemble des caisses régionales pour l'entrée de Crédit Agricole SA à leur capital. Comparé à l'ANR calculé par nos soins (72,4 €), la moyenne à fin août 2009 des 20 derniers cours de clôture des CCI (24,1 €) fait ressortir une décote de 67 %. En conséquence, une décote de 20 % nous semble équitable dans le cadre de la présente évaluation des CCI détenus par des investisseurs individuels.

(iii) *Valeur du CCI par la méthode de l'ANR après décote*

Après décote de 20 % appliquée à l'ANR, la valeur du CCI s'établit à fin août 2009 dans une fourchette de 51,6 € à 62,7 €, avec une valeur centrale de 57,9 €.

Les étapes de calcul de l'ANR sont retracées dans le tableau ci-après :

	CRCAM Centre Loire : valeurs en K€			En € / CCI		
	Minimum	Centrale	Maximum	Minimum	Centrale	Maximum
<b>Activité bancaire :</b>						
DCF	576 035,7	649 999,9	728 042,8	35,5	40,1	44,9
Comparables boursiers	627 023,6	677 266,1	727 508,6	38,7	41,8	44,9
Transactions comparables	764 004,1	804 784,2	845 564,4	47,1	49,7	52,2
<b>Valorisation de l'activité bancaire</b>	<b>655 687,8</b>	<b>710 683,4</b>	<b>767 038,6</b>	<b>40,5</b>	<b>43,8</b>	<b>47,3</b>
<b>Valorisation de la QP dans Rue La Boétie</b>	<b>338 650,8</b>	<b>411 216,1</b>	<b>452 775,3</b>	<b>20,9</b>	<b>25,4</b>	<b>27,9</b>
<b>VNC des participations SACAM International et Développement</b>	<b>51 174,0</b>	<b>51 174,0</b>	<b>51 174,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>
<b>ANR avant décote</b>	<b>1 045 512,6</b>	<b>1 173 073,5</b>	<b>1 270 987,9</b>	<b>64,5</b>	<b>72,4</b>	<b>78,4</b>
Décote de 20%	(209 102,5)	(234 614,7)	(254 197,6)	(12,9)	(14,5)	(15,7)
<b>ANR après décote</b>	<b>836 410,1</b>	<b>938 458,8</b>	<b>1 016 790,3</b>	<b>51,6</b>	<b>57,9</b>	<b>62,7</b>

(d) Valeur du CCI sur la base des capitaux propres sociaux de la Caisse au 30 juin 2009

Comme indiqué précédemment, en complément de l'approche par l'ANR fondée sur des paramètres de marché, il est retenu le paramètre de la situation nette de la Société, telle qu'établie au 30 juin 2009. Tout comme l'ANR, la situation nette doit être retraitée d'une décote de 20 % pour refléter les caractéristiques propres au CCI.

Au 30 juin 2009, les capitaux propres s'élèvent à 1 205 K€, soit une valeur par titre de la Caisse avant décote de 74,4 €. Après application de la décote de 20 %, la valeur unitaire ressort à 59,5 € par CCI, présentant une décote par rapport à l'offre de rachat proposée aux porteurs de CCI de 2,5%.

(e) Valeur et sensibilité du CCI sur la base de la moyenne des deux approches retenues à titre principal (ANC et ANR)

Si l'on retient une valeur du CCI correspondant à la moyenne du critère de l'ANR et de celui de l'actif net après décote, il ressort dans une fourchette comprise entre 55,5 € et 62,7 €, avec une valeur centrale de **58,7 €**.

	CRCAM Centre Loire : valeurs en K€			En € / CCI		
	Minimum	Centrale	Maximum	Minimum	Centrale	Maximum
<b>ANR après décote</b>	<b>836 410,1</b>	<b>938 458,8</b>	<b>1 016 790,3</b>	<b>51,6</b>	<b>57,9</b>	<b>62,7</b>
Nombre de titres	16 208 936	16 208 936	16 208 936			
<b>ANR par action après décote en €</b>	<b>51,6</b>	<b>57,9</b>	<b>62,7</b>			
Prix avant décote / AN avant décote	0,87x	0,97x	1,05x			
<b>Situation nette au 30 juin y compris FRBG</b>	<b>1 205 530,0</b>	<b>1 205 530,0</b>	<b>1 205 530,0</b>	<b>74,4</b>	<b>74,4</b>	<b>74,4</b>
Décote de 20%	(241 106,0)	(241 106,0)	(241 106,0)	(14,9)	(14,9)	(14,9)
<b>Situation nette après décote</b>	<b>964 424,0</b>	<b>964 424,0</b>	<b>964 424,0</b>	<b>59,5</b>	<b>59,5</b>	<b>59,5</b>
<b>Moyenne ANR et ANC après décote (si ANC&gt;ANR)</b>	<b>55,6</b>	<b>58,7</b>	<b>62,7</b>	<b>55,6</b>	<b>58,7</b>	<b>62,7</b>

Avant décote de 20 %, la valeur de la Caisse s'établirait à 73,4 €, soit quasiment au niveau des fonds propres par CCI. Ce niveau de valorisation net n'est pas transposable à l'ensemble du réseau des caisses régionales, chaque caisse présentant une situation financière spécifique et devant faire face à des contraintes concurrentielles locales.

L'évaluation centrale de 58,7 € est principalement sensible aux variations du taux d'actualisation et du cours de Crédit Agricole SA. Compte tenu de la pondération des différentes méthodes d'évaluation et après décote de 20 %, on notera les points suivants :

- une augmentation de 1 € du cours de Crédit Agricole SA retenu aurait pour effet d'augmenter 1 € la valeur du CCI ;
- une baisse de 1 % du taux d'actualisation retenu aurait pour effet d'accroître la valeur du CCI de 0,6 €.

Le prix de 58 € proposé aux porteurs de CCI se situe dans la fourchette de valorisation à laquelle nous parvenons. Il présente une décote de 2 % (0,7€) par rapport à la valeur centrale qui ressort de nos travaux. Ce niveau de décote n'est pas significatif au regard de l'intervalle de confiance qui encadre chacune des méthodes mises en œuvre.

	En € / CCI		
	Minimum	Valeur centrale	Maximum
Moyenne ANR et ANC après décote	55,6	58,7	62,7
Prix proposé	58,0	58,0	58,0
Prime / (décote) en €	2,4	(0,7)	(4,7)
Prime / (décote) en %	4%	-1%	-8%

### 3.5 Analyse critique des travaux de l'Évaluateur

La banque conseil de la Caisse, Oddo Corporate Finance (ci-après l'« Évaluateur »), a mis en œuvre à titre principal, des méthodes d'évaluation et des références relativement proches de celles retenues dans nos travaux :

- une approche intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, reposant sur la capacité distributive théorique de la Caisse. Dans ces travaux, l'approche est appelée « actualisation des flux distribuables aux porteurs de titres de capital » (ci-après, méthode de l'actualisation des flux distribuables);
- une seconde approche intrinsèque par la rente de goodwill, la méthode « Warented Equity Value » (WEV) ;
- une approche analogique par comparaisons boursières ;

- un calcul d'actif net corrigé de la moins-value latente sur les titres SAS Rue La Boétie, l'Actif Net Réévalué (ANR) ;
- la référence à l'actif net social de la Caisse au 30 juin 2009.

Il est appliqué à chacune de ces approches une décote de 20 %, pour tenir compte des caractéristiques du CCI. Cette décote est identique à celle retenue dans nos travaux.

A titre secondaire, l'Evaluateur présente :

- les différentes valeurs et moyennes des cours du CCI observés au cours des 12 mois précédant le 16 septembre 2009 ;
- le résultat de l'application au CCI de la Caisse régionale de la méthode interne mise en œuvre par les caisses régionales ayant émis des CCA, pour fixer le prix des échanges entre investisseurs individuels. Ces caisses régionales n'ont pas émis de CCI cotés.

Enfin, l'Evaluateur rejette le critère des transactions comparables, les estimant trop spécifiques et déconnectées du contexte boursier et économique actuel. Ce point constitue la principale différence méthodologique entre nos travaux et les siens. Dans une optique de détention à long terme, nous estimons pour notre part qu'il n'est pas inintéressant de faire figurer cette méthode dans une approche multicritères.

### 3.5.1 Méthode de l'actualisation des flux distribuables

Les principales divergences entre les travaux de l'Evaluateur et les nôtres proviennent du taux d'actualisation et de la prolongation du plan moyen terme. En revanche, le niveau de fonds propres cible est fixé comme dans nos travaux à 10 % des risques pondérés.

#### Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu par Oddo Corporate Finance est de 8,94 % contre 11 % selon les calculs réalisés à notre demande par Associés en Finance. Le taux de 8,94 % découlant du modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) correspond à un bêta de l'activité de banque de détail estimé à 0,9, une prime de risque du marché des actions de 6% et un taux sans risque de 3,54 %. En convertissant les paramètres du modèle Trival établi par Associés en Finance dans le référentiel du MEDAF, le taux de 11 % retenu dans nos calculs correspond à un bêta de 1, une prime de risque de 7,3 %, et un taux sans risque (rendement moyen des OAT 10 ans) de 3,56 %.

Pour notre part, nous considérons que la taille des fonds propres de la Caisse (moins de 2 Mds€) indépendamment de la prise en considération de l'absence de droits de vote des CCI et de leur part au capital, justifierait, d'ajuster le modèle standard du MEDAF d'une prime de risque spécifique, la prime de risque globale du marché étant représentative de titres dont les capitalisations boursières sont supérieures à 10 Mds€, soit un multiple de la valeur globale de la Caisse.

Concernant le bêta, nous sommes d'avis, comme l'Evaluateur, d'écarter celui du CCI, lequel s'établit à 0,5 selon nos calculs. En effet, nous le jugeons non significatif compte tenu i) de la faible liquidité du titre, et ii) de la prise en compte dans les cours d'une décote liée à l'absence de droit de vote. En conséquence, il est établi dans un premier temps un bêta « hors décote » afin d'évaluer la valeur de la Caisse et, dans un deuxième temps, il est tenu compte des particularités du CCI. Toutefois, dans la mesure où les marges d'une banque, fût-elle de détail, sont étroitement liées à l'évolution de la courbe des taux d'intérêts, et partant, aux variations des marchés financiers, nous considérons que le bêta doit être au moins égal à 1. A ce titre, on notera que les actions des sociétés de notre échantillon de banques de détail (cf. supra), affichent un bêta de 1,1 en moyenne. En conséquence, nous estimons comme

favorable le bêta implicite de 1 (selon le référentiel du MEDAF) que nous retenons dans nos travaux.

#### Extrapolation du plan moyen terme

Le PMT a été prolongé par l'Évaluateur en retenant un coût du risque égal à la moyenne attendue sur la durée du plan, soit un niveau moins favorable que celui retenu dans nos travaux. Toutefois, compte tenu de l'incertitude qui pèse sur le niveau du coût du risque, nous ne contestons pas le bien fondé de l'approche retenue par l'Évaluateur qui traduit sa propre anticipation de l'évolution des conditions économiques.

#### Résultats de l'approche comparés à ceux de nos travaux

Avant décote, l'Évaluateur aboutit à une valeur de la banque de détail<sup>45</sup> de 40,6 € comprise entre 38,1 € et 43,8 € par CCI en faisant varier le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini. Par solde, la valeur centrale ainsi obtenue par l'Évaluateur est ainsi proche de celle retenue dans nos travaux, soit 40,1 €.

### **3.5.2 Rente de goodwill (WEV)**

A la différence de l'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie future, l'approche de la rente de goodwill suppose le maintien des excédents de fonds propres futurs au bilan de la Société. Pour cette raison, elle conduit à un résultat moins favorable. Selon cette méthode, l'Évaluateur parvient à une valeur centrale de l'activité banque de détail de 29,5 €, comprise dans une fourchette comprise entre 28,4 € et 30,4 € avant décote.

Dans une optique d'équité, nous n'avons pas retenu une approche similaire qui conduit à pénaliser la valeur des excédents de fonds propres qui seront dégagés par la Caisse.

### **3.5.3 Comparables boursiers**

Par les comparables boursiers, la valeur de la banque de détail ressort avant décote en moyenne à 36 € par CCI, dans une fourchette comprise entre 30 € et 43 €. Selon nos travaux, la valeur centrale est de 41,8 €, soit un résultat cohérent avec celui de l'Évaluateur, qui n'appelle pas de commentaire de notre part.

### **3.5.4 Comparaison des résultats de l'Évaluateur à l'ANR ressortant de nos travaux**

Sur la base de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et des comparables boursiers, la valeur de l'activité de banque de détail s'établit à 38,3 €. Selon les calculs de l'Évaluateur, la valeur de la participation dans SAS Rue La Boétie ressort à 27,1 € par CCI. Ce calcul repose sur le cours moyen 1 mois de Crédit Agricole SA arrêté au 15 septembre 2009 (12,46€). Après décote, ces résultats conduisent à un ANR - tel que défini dans notre rapport - de 52,3 € qui se compare à une valeur centrale de 57,9 € selon nos propres travaux. Cet écart de 10 % entre nos calculs respectifs résulte essentiellement de la mise en œuvre des approches analogiques. En effet, les banques généralistes intégrées par l'Évaluateur dans son échantillon boursier présentent des multiples plus faibles en moyenne que ceux des banques de détail retenues dans nos travaux. Par ailleurs, l'Évaluateur ne retient pas l'approche des transactions comparables, lesquelles sont survenues avant septembre 2008 et conduisent à des valeurs supérieures aux deux autres critères.

### **3.5.5 Actif net corrigé de la moins-value latente sur les titres SAS Rue La Boétie**

---

<sup>45</sup> A découpage d'activité comparable.

Par cette approche, il ressort une valeur du CCI de 58,85 € après décote. Pour notre part, nous n'avons pas mis en œuvre une telle approche, considérant qu'elle ne permet pas d'extérioriser une valeur de marché du CCI. En effet, seuls les titres SAS Rue La Boétie étant réévalués, il n'est pas tenu compte du goodwill, ou du badwill, dégagé par l'activité de banque de détail. Sur la base du même principe, nous n'avons pas non plus retenu l'actif net comptable aux normes IFRS<sup>46</sup> qui n'intègre que des réévaluations partielles d'actifs sans tenir compte du goodwill dégagé par l'activité (cf. supra).

### 3.5.6 Actif net comptable

Tout comme l'Évaluateur, nous retenons comme référence l'actif net ressortant des comptes individuels de la Caisse, considérant que ce dernier constitue un plancher pertinent dans le cadre de la présente opération (cf. supra). Après décote de 20 %, ce dernier s'établit à 59,5 € par CCI au 30 juin 2009, identique à celui calculé dans notre approche.

### 3.5.7 Autres approches présentées à titre accessoire

#### a) Cours de bourse du CCI

Les analyses du cours de bourse ont été réalisées au 15 septembre 2009 et font en conséquence ressortir des écarts avec nos travaux arrêtés au 31 août 2009. Nous nous accordons avec l'Évaluateur pour conclure à la faible liquidité du titre. Compte tenu de ce point, qui se traduit par des multiples de valorisation anormalement faibles, nous avons pour notre part écarté ce critère.

#### b) Approche interne d'évaluation des CCA

Cette approche est différente de celle mentionnée dans notre rapport (cf. supra), qui fut mise en œuvre en 2001, pour fixer le prix de souscription de Crédit Agricole SA aux CCA des caisses régionales. Elle présente certaines limites qui justifient qu'elle ne soit mentionnée qu'à titre indicatif dans les travaux de l'Évaluateur :

- elle repose pour 50 % sur l'actif net corrigé des plus ou moins-values latentes. Cette forme d'ANR ne tient donc pas compte du goodwill ou du badwill dégagé par l'activité de banque de détail ;
- le critère du résultat net est pondéré à 25 %. Il consiste à capitaliser le dernier résultat connu au coût du capital de la Caisse, ici 9,11 % (compte tenu de la période de calcul retenue). En l'espèce, ceci revient à appliquer un multiple de 11x au résultat net 2008. Pour notre part nous considérons qu'il est préférable de retenir des multiples de marché applicables aux résultats prévisionnels de la Société ;
- le critère du ROE représente 25 % de la valeur. Il consiste à capitaliser le dernier résultat net publié au taux du ROE moyen des caisses régionales. Ceci suppose qu'une caisse régionale dont le ROE est égal à la moyenne de ses consœurs doit avoir un multiple de fonds propres (P/AN) égal à 1x, ce qui constitue une hypothèse forte.
- Enfin, il n'est pas appliqué de décote pour tenir compte de l'absence de droit de vote du CCA. Dans la mesure où les CCI disposent des mêmes droits que les CCA, cette option nous semble avoir été invalidée par l'historique des cours de bourses des CCI et par le prix de souscription de Crédit Agricole SA pour entrer au capital des caisses régionales. Dans ces conditions, l'Évaluateur a ajusté cette approche d'une décote de 20 %.

Pour ces raisons, nous estimons que cette approche n'est pas pertinente pour évaluer les CCI dans la perspective de la présente opération. Pour mémoire, sur la base des travaux de l'Évaluateur, elle conduirait à une valorisation de 65,9 € par CCI avant décote et de 52,74 € après application de celle-ci.

<sup>46</sup> Laquelle fonde la valeur des titres de la Caisse régionale dans les comptes de Crédit Agricole SA.

### 3.5.8 Synthèse sur l'analyse des travaux de l'Évaluateur

Compte tenu de ce qui précède, l'Évaluateur extériorise par les méthodes qu'il retient à titre principal une fourchette d'évaluation comprise entre 45,8 € (multiple de résultat net 2011) et 59,5 € (actif net comptable social au 30 juin). Ces résultats sont cohérents avec ceux auxquels nous parvenons.

### 3.6 Conclusion

Le tableau ci-après synthétise les fourchettes de valeurs du CCI de la CRCAM de Centre Loire auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 58 € proposé par rapport à ces valeurs.

	Valeur en € par CCI			Primes/ (décote)		
	Bas	Central	Haut	Bas	Central	Haut
<b>Actif Net Réévalué</b>						
Méthode DCF	35,54 €	40,10 €	44,92 €			
Comparables boursiers	38,68 €	41,78 €	44,88 €			
Transactions comparables	47,13 €	49,65 €	52,17 €			
Valorisation de l'activité "retail" (1) (*)	40,45 €	43,85 €	47,32 €			
Valorisation de la participation SAS Rue La Boétie (2)	20,89 €	25,37 €	27,93 €			
Valorisation des participations SACAM (Dév. et Int.) (3)	3,16 €	3,16 €	3,16 €			
Actif net réévalué avant décote (1)+(2)+(3)	64,50 €	72,37 €	78,41 €			
Décote de 20%	- 12,90 €	- 14,47 €	- 15,68 €			
<b>Actif net réévalué après décote (A)</b>	<b>51,60 €</b>	<b>57,90 €</b>	<b>62,73 €</b>	<b>12,4%</b>	<b>0,2%</b>	<b>-7,5%</b>
<b>Capitaux propres sociaux au 30 juin 2009</b>						
Capitaux propres sociaux avant décote		74,37 €				
Décote de 20%		- 14,87 €				
<b>Capitaux propres sociaux après décote (B)</b>		<b>59,50 €</b>			<b>-2,5%</b>	
<b>Moyenne des deux approches retenues à titre principal</b>						
<b>Moyenne ANR-Capitaux propres sociaux (A+B)/2 (***)</b>	<b>55,55 €</b>	<b>58,70 €</b>	<b>62,73 €</b>	<b>4,4%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-7,5%</b>
<b>Cours de bourse au 31 août 2009 (moyennes pondérées par les volumes) (**)</b>						
Cours spot		24,20 €			139,7%	
20 jours de bourse	23,80 €	24,13 €	24,60 €	143,7%	140,4%	135,8%
3 mois	21,00 €	23,63 €	24,60 €	176,2%	145,4%	135,8%
6 mois	20,75 €	22,88 €	24,60 €	179,5%	153,5%	135,8%
12 mois	20,75 €	23,17 €	33,90 €	179,5%	150,3%	71,1%
24 mois	20,75 €	37,59 €	54,00 €	179,5%	54,3%	7,4%
36 mois	20,75 €	46,77 €	69,20 €	179,5%	24,0%	-16,2%

(\*) Moyenne simple des trois approches : DCF, Comparables boursiers, Transactions comparables

(\*\*) Présenté à titre indicatif

(\*\*\*) Si ANR > ANC, alors l'ANR est retenu

La composition du patrimoine de la CRCAM de Centre Loire nous a conduit à retenir une approche d'évaluation par l'actif net réévalué. A l'occasion de la mise en œuvre de cette méthode, nous avons valorisé les différentes activités de la Caisse, soit, d'une part, la banque de détail (activité « retail »), et d'autre part, l'activité de holding, en distinguant la participation dans la SAS Rue La Boétie dont le sous-jacent est composé de titres cotés Crédit Agricole SA, et les participations dans Sacam Développement et Sacam International, lesquelles portent des titres de sociétés majoritairement non cotées du Groupe Crédit Agricole. Cette approche, adaptée à des entités aux activités diversifiées, est également appelée méthode par la somme des parties.

L'évaluation de l'activité *retail*, qui représente environ les deux tiers de la valeur, a fait l'objet d'une approche multicritères reposant sur :

- la méthode des DCF, en retenant un ratio de solvabilité cible de 10 %, un taux d'actualisation de 11 % et un taux de croissance à l'infini de 2 %, étant fait l'hypothèse que les excédents de fonds propres faisaient l'objet d'un réinvestissement dans CASA ;
- la méthode des comparables boursiers, retenant un échantillon de banques de détail italiennes et portugaises considérées comme les établissements bancaires les plus proches des caisses régionales en termes d'activité et de risque, par application de multiples de résultat net aux prévisions 2010 et 2011, et par application de multiples de fonds propres régressés en fonction du ROE attendu en 2011 ;
- la méthode des transactions comparables, sur la base notamment des multiples de résultat net résultant de la cession par HSBC de sept banques régionales au groupe Banques Populaires (après retraitement de la prime de contrôle).

L'évaluation de la participation de la Caisse dans la SAS Rue La Boétie repose sur les cours de clôture de CASA au 31 août 2009 pondérés par les volumes, soit le cours spot (12,92 €), la moyenne des 20 derniers cours (11,79 €), et la moyenne 6 mois (9,80 €).

La valeur des participations dans Sacam Développement et Sacam International, compte tenu de leur faible poids dans la valeur totale, est retenue pour leur valeur nette comptable au 30 juin 2009.

Après application d'une décote de 20 %, représentative de l'absence de droit de vote et de l'illiquidité des CCI, identique au niveau de décote retenu lors de l'entrée de CASA au capital des caisses régionales, la valeur unitaire de l'actif net réévalué de la Caisse ressort compris entre 51,6 € et 62,7 €, extériorisant des prime ou (décote) de (7,5) % à 12,4 % par rapport au prix de rachat proposé aux porteurs de CCI.

La valeur de la Caisse reposant sur ses capitaux propres au 30 juin 2009 ressort, après application de la décote de 20 %, à 59,5 € et présente une décote de 2,5 % par rapport au prix de rachat proposé aux porteurs de CCI. L'écart de valorisation entre la méthode de l'actif net réévalué et la valeur des capitaux propres reflète le léger badwill de l'activité *retail* et la valeur de marché actuelle de l'action CASA, inférieure à celle comptabilisée dans les comptes sociaux de la Caisse.

La moyenne des deux approches conduit à une fourchette de valeurs par CCI, comprise entre 55,55 et 62,7 €, encadrant une valeur centrale de 58,7 €, légèrement supérieure au prix proposé de 58,00 € dans le cadre de l'opération de rachat.

En conséquence, notre opinion est que le prix rachat de 58,00 € par CCI de la CRCAM de Centre Loire proposé à l'assemblée spéciale est équitable, d'un point de vue financier pour les porteurs de CCI, s'agissant d'une offre dont l'acceptation requiert l'approbation des deux tiers des porteurs présents ou représentés. Sans que cela ne constitue une recommandation d'accepter ou non la proposition de rachat, cette offre procure aux porteurs une liquidité totale à des titres du secteur bancaire, durement éprouvé par la crise financière, et évoluant par ailleurs dans un marché étroit.

Fait à Paris, le 25 septembre 2009

Bellot Mullenbach & Associés

Pierre Béal

Jean-Louis Mullenbach