

## NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



### EN RÉPONSE

## À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ NATIXIS INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général (le « **RGAMF** »), l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 21-108 en date du 15 avril 2021 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par Natixis et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

### AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du RGAMF, le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

La Note en Réponse est disponible sur le site internet de Natixis ([www.natixis.com](http://www.natixis.com)) et de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et mise à la disposition du public sans frais au siège social de Natixis, 30, avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Natixis seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

## TABLE DES MATIÈRES

<b>RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE.....</b>	<b>3</b>
<b>1. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE.....</b>	<b>4</b>
1.1 Contexte de l'Offre.....	4
1.2 Motifs de l'Offre.....	4
1.3 Termes de l'Offre.....	5
1.4 Procédure d'apport à l'Offre.....	12
1.5 Calendrier indicatif de l'Offre.....	13
1.6 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	15
<b>2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ.....</b>	<b>16</b>
<b>3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ.....</b>	<b>26</b>
<b>4. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES.....</b>	<b>28</b>
<b>5. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....</b>	<b>28</b>
<b>6. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....</b>	<b>28</b>
6.1 Structure et répartition du capital.....	28
6.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.....	29
6.3 Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres.....	29
6.4 Liste des détenteurs de tout titre Natixis comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	29
6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	29
6.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote.....	30
6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société.....	30
6.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	31
6.9 Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	33
6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	33
<b>7. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF.....</b>	<b>34</b>
<b>8. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ.....</b>	<b>35</b>
<b>9. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE.....</b>	<b>35</b>

## RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1, 1° et suivants du RGAMF, BPCE, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 173.613.700 euros, dont le siège social est situé 50 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris, et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 493 455 042 (ci-après, « **BPCE** » ou l'« **Initiateur** »), s'est engagée de manière irrévocable à offrir aux actionnaires de la société Natixis, société anonyme à conseil d'administration au capital de 5.052.644.851,20 euros, dont le siège social est situé 30 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 542 044 524 (la « **Société** » ou « **Natixis** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000120685, mnémonique « **KN** » (les « **Actions** »), d'acquérir la totalité des Actions que BPCE ne détient pas directement ou indirectement à la date de la note d'information préparée par BPCE et déposée auprès de l'AMF (la « **Note d'Information** ») au prix unitaire de 4,00 euros (dividende détaché) (le « **Prix de l'Offre** »), dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites de manière plus détaillée dans la Note d'Information (l'« **Offre** »).

BPCE est un établissement de crédit, organe central du groupe bancaire coopératif composé des réseaux des Banques Populaires et des Caisses d'Épargne, ainsi que des autres établissements de crédit affiliés, dont Natixis. Son statut est soumis au code monétaire et financier.

BPCE détient à la date de la présente Note en Réponse, 2.227.221.174 Actions et autant de droits de vote théoriques représentant 70,53 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société<sup>1</sup>.

L'Offre porte sur la totalité des Actions non détenues par l'Initiateur ou assimilées à celles-ci :

- (i) qui sont d'ores et déjà émises, soit, à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum de 928.220.277 Actions, étant précisé que les Actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre<sup>2</sup>, et
- (ii) qui sont susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'acquisition définitive des actions attribuées gratuitement par la Société soit, à la date de la Note en Réponse, et sur la base du calendrier indicatif présenté à la section 1.5 de la Note en Réponse, un nombre maximum de 298.166 Actions nouvelles<sup>3</sup>,

soit à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 928.518.443.

À la date de la Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou

---

<sup>1</sup> Sur la base d'un nombre total de 3.157.903.032 actions et de 3.157.903.032 droits de vote théoriques de la Société (informations au 1<sup>er</sup> mars 2021). Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les Actions auto-détenues.

<sup>2</sup> Les 2.461.581 actions auto-détenues par la Société, représentant 0,08 % du capital de la Société (informations au 1<sup>er</sup> mars 2021), assimilées à celles détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 2° du code de commerce, ne sont pas visées par l'Offre.

<sup>3</sup> Voir section 1.3.4 de la Note en Réponse.

à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société autres que les actions attribuées gratuitement par la Société à certains dirigeants et salariés décrites à la section 1.3.4 de la présente Note en Réponse.

L'Offre sera réalisée conformément à la procédure simplifiée prévue par les dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF. L'Offre sera ouverte pendant une période de vingt (20) jours de négociation correspondant à vingt (20) jours ouvrés aux États-Unis.

L'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société non apportées à l'Offre, à l'issue de l'Offre, en application des dispositions de l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du RGAMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, le 10 février 2021, JPMorgan Chase Bank, N.A., succursale de Paris (l'« **Établissement Présentateur** »), a déposé, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, l'Offre auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur. L'Établissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Initiateur a indiqué dans la Note d'Information qu'il n'agissait pas de concert avec un tiers ou un actionnaire de la Société.

## **1. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE**

### **1.1 Contexte de l'Offre**

Le groupe BPCE, dont l'organe central est la société BPCE, est le deuxième groupe bancaire en France et s'appuie sur deux réseaux de banques commerciales coopératives, autonomes et complémentaires : celui des quatorze Banques Populaires et celui des quinze Caisses d'Épargne (le « **Groupe BPCE** »). Il est un acteur majeur de la gestion d'actifs, de l'assurance, de la banque de grande clientèle et des services financiers spécialisés.

Natixis, filiale du Groupe BPCE, est un établissement financier français de dimension internationale spécialisé dans la gestion d'actifs et de fortune, la banque de financement et d'investissement, l'assurance et les paiements. Elle accompagne et conseille sa propre clientèle d'entreprises, d'institutions financières et d'investisseurs institutionnels, ainsi que les clients des réseaux du Groupe BPCE.

L'Offre fait suite à la publication par BPCE le 9 février 2021 d'un communiqué de presse annonçant que le Groupe BPCE étudie une simplification de son organisation et une évolution de son modèle. C'est dans le cadre de cette réorganisation que BPCE a fait connaître au marché, dans son communiqué publié le 9 février 2021, son intention de déposer la présente Offre et d'acquérir les 29,3 %<sup>4</sup> du capital de la Société qu'elle ne détient pas.

### **1.2 Motifs de l'Offre**

L'Offre s'inscrit dans une volonté de simplification du fonctionnement du Groupe BPCE dans le cadre de la préparation de son plan stratégique.

---

<sup>4</sup> A la date de la Note en Réponse, le pourcentage du capital de la Société non détenu par BPCE correspond à 29,4% du capital de la Société.

En effet, compte tenu des perspectives économiques et de marché, l'Initiateur souhaite apporter davantage de marges de manœuvre stratégiques au développement des métiers de la Société (Gestion d'actifs et de fortune, Banque de grande clientèle, Assurance et Paiements) alors que la cotation ne constitue pas un cadre adapté à la réalisation de cet objectif.

En conséquence, si les actionnaires minoritaires ne représentaient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de Natixis à l'issue de la présente Offre, il est dans l'intention de BPCE de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire tel que décrit à la section 1.3.6 ci-dessous.

Dans cette perspective, l'Initiateur a mandaté l'Établissement Présentateur qui a procédé à une évaluation des actions de Natixis<sup>5</sup>. Le conseil d'administration de la Société a procédé, en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du RGAMF, à la désignation d'un expert indépendant, sur le fondement des dispositions de l'article 261-1 III du RGAMF, chargé de porter une appréciation sur l'évaluation du prix des actions de la Société et dont le rapport est reproduit à la section 7 de la Note en Réponse.

### **1.3 Termes de l'Offre**

#### **1.3.1 Principaux termes de l'Offre**

En application des dispositions des articles 231-13 et 231-18 du RGAMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre le 10 février 2021 auprès de l'AMF. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) le 10 février 2021<sup>6</sup>. Seul l'Établissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du RGAMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du RGAMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au prix de 4,00 euros par Action (dividende détaché<sup>7</sup>), l'intégralité des Actions qui seront apportées à l'Offre pendant une période de vingt (20) jours de négociation correspondant à vingt (20) jours ouvrés aux États-Unis.

#### **1.3.2 Modalités de l'Offre**

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 10 février 2021. La Société a déposé le projet de note en réponse auprès de l'AMF le 15 mars 2021. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org))<sup>8</sup>.

Le projet de note en réponse a été tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de Natixis et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de la Société ([www.natixis.com](http://www.natixis.com)). Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du RGAMF, un communiqué de presse comportant les principales caractéristiques de l'Offre et précisant les modalités de mise à

---

<sup>5</sup> Une synthèse de cette évaluation figure à la section 3 de la Note d'Information.

<sup>6</sup> Avis de dépôt n° 221C0328 du 10 février 2021.

<sup>7</sup> Ayant constaté, sur la base du calendrier indicatif présenté à la section 1.5 de la Note en Réponse, que l'ouverture de l'Offre ne devrait intervenir qu'après le détachement du dividende 2020 proposé au vote des actionnaires de Natixis lors de la prochaine assemblée générale prévue le 28 mai 2021, l'Initiateur a décidé de prévoir que le prix de 4,00 euros par action Natixis s'entendait « dividende détaché ».

<sup>8</sup> Avis de dépôt n° 221C0571 du 15 mars 2021.

disposition du projet de note en réponse a été rendu public sur le site Internet de la Société ([www.natixis.com](http://www.natixis.com)) le 15 mars 2021.

Par décision de conformité en date du 15 avril 2021, l'AMF a déclaré l'Offre conforme après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et a apposé le visa n° 21-108 en date du 15 avril 2021 sur la Note en Réponse. L'AMF a publié la déclaration de conformité sur son site Internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

La Note en Réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF sera, conformément aux dispositions de l'article 231-27 du RGAMF, tenue gratuitement à la disposition du public, avant l'ouverture de l'offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité de l'AMF, au siège social de la Société. La Note en Réponse sera également mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de la Société ([www.natixis.com](http://www.natixis.com)). Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de la Note en Réponse sera diffusé conformément aux dispositions de l'article 231-27 du RGAMF.

Le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF, tenu gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ce document sera également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de la Société ([www.natixis.com](http://www.natixis.com)).

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ce document sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

### 1.3.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

BPCE détient, à la date de la Note en Réponse, 2.227.221.174 Actions et autant de droits de vote théoriques de la Société, représentant 70,53% du capital et des droits de vote théoriques de la Société<sup>9</sup>.

L'Offre porte sur la totalité des Actions non détenues par l'Initiateur ou assimilées à celle-ci :

- (i) qui sont d'ores et déjà émises, soit, à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum de 928.220.277 Actions, étant précisé que les Actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre<sup>10</sup>, et
- (ii) qui sont susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'acquisition définitive des actions attribuées gratuitement par la Société soit, à la date de la Note en Réponse, et sur

---

<sup>9</sup> Sur la base d'un nombre total de 3.157.903.032 actions et de 3.157.903.032 droits de vote théoriques de la Société (informations au 1<sup>er</sup> mars 2021). Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote.

<sup>10</sup> Les 2.461.581 actions auto-détenues par la Société, représentant 0,08 % du capital de la Société, assimilées à celles détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 2<sup>o</sup> du code de commerce, ne sont pas visées par l'Offre.

la base du calendrier indicatif présenté à la section 1.5 de la Note en Réponse, un nombre maximum de 298.166 Actions nouvelles<sup>11</sup>,

soit à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 928.518.443.

À la date de dépôt de la Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société autres que les actions attribuées gratuitement par la Société à certains dirigeants et salariés décrites à la section 1.3.4 de la Note en Réponse.

#### 1.3.4 Situation des bénéficiaires de droits à recevoir des Actions Gratuites et des titulaires d'Actions Indisponibles<sup>12</sup>

À la date de dépôt de la Note en Réponse, la Société a mis en place plusieurs plans d'attribution d'Actions Gratuites permettant l'attribution d'un nombre maximum de 6.083.355 Actions au profit de certains salariés et/ou mandataires sociaux de la Société et de son groupe (les « **Actions Gratuites** »).

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'attribution d'Actions Gratuites en cours à la date du 1<sup>er</sup> mars 2021. Les chiffres présentés donnent une vision de l'encours ; les actions annulées depuis leur attribution du fait de l'application des conditions des plans concernés sont donc exclues.

Référence du Plan <sup>13</sup>	Date d'attribution	Date d'acquisition	Date de Disponibilité <sup>1</sup> <i>(hors Actions concernées par les Obligations de Conservation Additionnelle<sup>2</sup>)</i>	AGA en Période d'Acquisition non concernées par les Obligations de Conservation Additionnelle	Total des AGA en Période d'Acquisition
PAGA CDG 2017	23/05/2017	23/05/2021	23/05/2023	64.477	75.085
PMP 2018 Tranche 1	13/04/2018	13/04/2021	13/04/2023	223.081	223.081
PMP 2018 Tranche 2	13/04/2018	13/04/2023	13/04/2025	223.081	223.081
PAGA CDG 2018	23/05/2018 et 02/08/2018	23/05/2022	23/05/2024	68.657	78.188
PAGA 2019 Tranche 2	12/04/2019	01/03/2022	01/03/2024	1.644.218	1.650.321
PAGA CDG 2019	28/05/2019	28/05/2023	28/05/2025	86.722	98.192

<sup>11</sup> Voir section 1.3.4 de la Note en Réponse.

<sup>12</sup> A la date de la Note en Réponse, environ 400 bénéficiaires détiennent des Actions Gratuites et/ou des Actions Indisponibles.

<sup>13</sup> Le terme « PAGA » désigne les plans d'attribution gratuite d'actions de performance ; le terme « PMP » désigne le Plan Métier Paiement ; le terme « CDG » désigne le Comité de Direction Générale.

Référence du Plan <sup>13</sup>	Date d'attribution	Date d'acquisition	Date de Disponibilité <sup>1</sup> <i>(hors Actions concernées par les Obligations de Conservation Additionnelle<sup>2</sup>)</i>	AGA en Période d'Acquisition non concernées par les Obligations de Conservation Additionnelle	Total des AGA en Période d'Acquisition
PAGA 2020 Tranche 1	10/04/2020	01/03/2022	01/10/2022	1.161.575	1.161.575
PAGA 2020 Tranche 2	10/04/2020	01/03/2023	01/10/2023	2.323.229	2.323.229
PAGA CDG 2020	20/05/2020	20/05/2024	20/05/2024	126.396	250.603
<b>Total</b>	-	-	-	5.921.436	6.083.355

<sup>1</sup> Les motifs de cette indisponibilité sont détaillés ci-dessous. À noter que, conformément aux termes des plans d'attribution d'Actions Gratuites, les Actions attribuées à un attributaire seront immédiatement acquises et/ou deviendront immédiatement cessibles en cas d'invalidité ou de décès de celui-ci. Le cas échéant, la Date de Disponibilité (tel que ce terme est défini ci-dessous) sera déterminée par référence à cette date d'acquisition accélérée.

<sup>2</sup> Tel que ce terme est défini ci-dessous.

Les chiffres présentés dans le tableau ci-dessus ont été mis à jour par rapport aux chiffres présentés dans la section 2.5 du projet de note d'information de l'Initiateur afin de prendre en compte les éléments suivants :

- 1.411.450 Actions ont été émises à la date du 1<sup>er</sup> mars 2021 au titre du plan « PAGA 2018 – Tranche 2 » (et 385.102 Actions Gratuites attribuées au titre dudit plan sont devenues caduques à la suite du départ de certains bénéficiaires ou en raison de la non-atteinte des conditions de performance) ;
- 540.080 Actions ont été émises à la date du 1<sup>er</sup> mars 2021 au titre du plan « PAGA 2019 – Tranche 1 » (et 289.855 Actions Gratuites attribuées au titre dudit plan sont devenues caduques à la suite du départ de certains bénéficiaires ou en raison de la non-atteinte des conditions de performance) ;
- 9.642 Actions Gratuites attribuées au titre du plan « PAGA 2019 – Tranche 2 » sont devenues caduques à la suite du départ de certains bénéficiaires ;
- 16.124 Actions Gratuites attribuées au titre du plan « PAGA 2020 – Tranche 1 » sont devenues caduques à la suite du départ de certains bénéficiaires ; et
- 32.249 Actions Gratuites attribuées au titre du plan « PAGA 2020 – Tranche 2 » sont devenues caduques à la suite du départ de certains bénéficiaires.

Il est précisé que, sur la base du calendrier indicatif présenté à la section 1.5 de la Note en Réponse prévoyant une date de clôture de l'Offre intervenant avant le 1<sup>er</sup> mars 2022, un nombre maximum de 298.166 Actions Gratuites pourra être émis à raison de l'acquisition définitive de ces Actions Gratuites, et ces Actions sont donc visées par l'Offre.

Par ailleurs, il est en outre précisé que certaines Actions actuellement détenues par les bénéficiaires de certains plans d'attribution d'Actions Gratuites (ou qui seront détenues par ces bénéficiaires en cas d'expiration de la période d'acquisition préalablement à la date estimée de clôture de l'Offre) sont indisponibles à la date de la présente Note en Réponse et le demeureront jusqu'à la date estimée de clôture de l'Offre (les « **Actions Indisponibles** »), y compris en ce qui concerne certaines Actions pour lesquelles la période de conservation a, ou aura, expiré à la date de la présente Note en Réponse ou à la date estimée de clôture de l'Offre. Les Actions Indisponibles correspondent à :

- (i) un nombre maximum de 110.521 Actions indisponibles (dont 99.913 Actions déjà émises à la date de la présente Note en Réponse et 10.608 Actions qui sont susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre) à raison :
  - d'obligations de conservation stipulées dans les règlements des plans d'attribution d'Actions Gratuites aux termes desquelles tout ou partie des Actions reçues par les membres du Comité de Direction Générale de Natixis sont incessibles jusqu'à la cessation par leur titulaire de leurs fonctions au sein du Comité de Direction Générale ; et/ou
  - des dispositions de l'article L. 225-197-1 II du code de commerce en application desquelles le conseil d'administration de Natixis a imposé aux mandataires sociaux de Natixis une obligation de conservation de leurs titres jusqu'à la cessation de leurs fonctions,  
  
(les « **Obligations de Conservation Additionnelle** ») ;
- (ii) un nombre maximum de 5.058.974 Actions indisponibles (dont 4.771.416 Actions déjà émises à la date de la présente Note en Réponse et 287.558 Actions qui sont susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre) dans l'attente de l'expiration d'un délai de détention fiscale (délai prévu au a du A du 1<sup>er</sup> de l'article 150-0 D du CGI pour les Actions éligibles au bénéfice des dispositions du 3 de l'article 200 A du CGI, dans sa rédaction issue de l'article 135 de la loi n°2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques).

À la date de dépôt de la Note en Réponse, et sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipés prévus par la loi<sup>14</sup>, les Actions Gratuites ne pourront pas être apportées à l'Offre, dans la mesure où les périodes d'acquisition ou de conservation des Actions Gratuites n'auront pas expiré avant la clôture de l'Offre.

L'Initiateur proposera aux bénéficiaires des Actions Gratuites et aux détenteurs d'Actions Indisponibles de conclure des promesses d'achat et de vente de leurs Actions Gratuites et de leurs Actions Indisponibles afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour les Actions Gratuites et les Actions Indisponibles qui n'ont pas pu être apportées à l'Offre (le « **Contrat de Liquidité** »). Les Actions Indisponibles, dont les détenteurs auront conclu un contrat de Liquidité, ne seront pas apportées à l'Offre.

En vertu du Contrat de Liquidité, l'Initiateur consentira à chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites et détenteur d'Actions Indisponibles une promesse d'achat, exerçable à compter de la Date de Disponibilité, suivie d'une promesse de vente consentie par chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites et

---

<sup>14</sup> Notamment en application des articles L. 225-197-1 et suivants du code de commerce (cause de décès ou d'invalidité du bénéficiaire).

détenteur d'Actions Indisponibles au bénéfice de l'Initiateur, exerçable à compter de la fin de la période d'exercice de la promesse d'achat, et à défaut d'exercice de celle-ci.

Les promesses d'achat et de vente ne pourront toutefois être exercées que dans l'hypothèse où l'Initiateur serait en mesure de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, en application des articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du RGAMF.

La « **Date de Disponibilité** » correspondra au jour où les Actions faisant l'objet d'un Contrat de Liquidité deviendront cessibles au résultat de (i) l'expiration de la période d'acquisition, de la période de conservation (si applicable), ou, le cas échéant, du délai de détention fiscale, ou (ii) de la cessation des fonctions au titre desquelles le titulaire desdites Actions était soumis à une obligation de conservation.

Le prix d'exercice par Action des promesses (le « **Prix d'Exercice** ») sera déterminé par l'application d'une formule qui affecte le Prix de l'Offre d'un coefficient combinant, comme retranscrit ci-après dans la formule :

- au numérateur le cumul des résultats nets part du groupe<sup>15</sup> de BPCE des trois derniers exercices à la date de disponibilité des Actions ; et
- au dénominateur le cumul des résultats nets part du groupe<sup>16</sup> de BPCE des exercices 2020, 2019 et 2018,

étant précisé que les distributions<sup>17</sup> qui interviendront entre la date de signature du Contrat de Liquidité et la date d'exercice des promesses seront portées en déduction du Prix d'Exercice ainsi déterminé.

La formule du Prix d'Exercice est ainsi la suivante :

$$\text{Prix d'Exercice} = P_0 \times \frac{RNPG(N) + RNPG(N-1) + RNPG(N-2)}{RNPG(2020) + RNPG(2019) + RNPG(2018)} - D$$

Où :

- $P_0$  est égal au Prix de l'Offre ;
- $RNPG(N)$  est égal au résultat net part du groupe<sup>18</sup> de BPCE pour l'exercice N, « N » correspondant au dernier exercice clos à la Date de Disponibilité des Actions ;
- D est égal au montant de l'intégralité des distributions par Action de la Société entre la date de conclusion du Contrat de Liquidité<sup>19</sup> et la date du transfert de propriété de l'Action.

S'il était déterminé à la date de la présente Note en Réponse, le Prix d'Exercice, tel que calculé conformément à la formule ci-dessus, aboutirait au Prix de l'Offre.

---

<sup>15</sup> Qualifié de « sous-jacent », i.e. résultat net part du groupe retraité d'éléments spécifiques (non récurrents ou exceptionnels).

<sup>16</sup> Qualifié de « sous-jacent », i.e. résultat net part du groupe retraité d'éléments spécifiques (non récurrents ou exceptionnels).

<sup>17</sup> Notamment de dividendes.

<sup>18</sup> Qualifié de « sous-jacent », i.e. résultat net part du groupe retraité d'éléments spécifiques (non récurrents ou exceptionnels).

<sup>19</sup> À l'exception du montant du dividende qui sera versé par Natixis au titre de son exercice clos au 31 décembre 2020 (le montant du dividende proposé est égal à 0,06 euro par Action).

En cas de mise en œuvre, le cas échéant, du retrait obligatoire, les Actions faisant l'objet des mécanismes de liquidité décrits ci-dessus seront assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9 I, 4° du code de commerce, et ne seront pas visées par ledit retrait obligatoire mais seront cédées à terme à l'Initiateur dans le cadre du Contrat de Liquidité, sous réserve de la conclusion de celui-ci par le bénéficiaire ou le détenteur concerné.

### 1.3.5 Conditions d'ouverture de l'Offre

À la date de la Note en Réponse, l'ouverture de l'Offre demeure, en vertu des dispositions de l'article 231-32 du RGAMF, subordonnée à l'obtention de l'autorisation préalable des autorités listées ci-dessous, à raison de l'accroissement indirect de la détention de l'Initiateur dans le capital et les droits de vote de certaines entités et participations détenues par la Société :

- (i) l'autorisation de l'AMF, en vertu des dispositions de l'article L. 532-9-1 du code monétaire et financier, s'agissant des sociétés de gestion de portefeuille suivantes :
    - AEW Ciloger ;
    - H2O AM Europe ;
    - Ostrum Asset Management ;
    - Seventure Partners ;
    - Thematics Asset Management ;
    - Vauban Infrastructure Partners ; et
    - Galia Gestion,
  - (ii) l'autorisation de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, en vertu des dispositions de l'article L. 322-4 du code des assurances, s'agissant de l'entreprise d'assurance Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur ;
  - (iii) l'autorisation de la Commission de Surveillance du Secteur Financier, au Luxembourg, s'agissant de la société de gestion de portefeuille AEW S.à r.l ;
- (ensemble, les « **Autorisations Réglementaires** »).

L'Initiateur a informé l'ensemble des régulateurs concernés de l'Offre et a procédé au dépôt de l'ensemble des demandes d'Autorisation Réglementaire à la date de la Note en Réponse.

Les actionnaires de la Société seront informés de l'obtention de ces Autorisations Réglementaires et de l'ouverture de l'Offre par un communiqué publié par l'Initiateur.

L'Initiateur a également entrepris des démarches tendant à l'identification, et le cas échéant l'obtention, au vu de la législation applicable, de l'ensemble des autres formalités administratives requises dans les pays concernés.

### 1.3.6 Intentions de l'Initiateur concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

La Note d'Information indique qu'en application des articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du RGAMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire

visant les actions Natixis, si le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10 % du capital et des droits de vote de Natixis.

Dans un tel cas, le retrait obligatoire porterait sur les actions Natixis autres que celles détenues par l'Initiateur ou assimilées à celles-ci (en ce compris notamment les Actions faisant l'objet des mécanismes de liquidité décrits à la section 1.3.4 de la présente Note en Réponse). Il serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix de l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions Natixis du marché réglementé d'Euronext Paris.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire visant les actions qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement ou de concert à cette date. Dans ce cadre, l'Initiateur n'exclut pas d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables. Dans ce cas, le retrait obligatoire sera soumis au contrôle de l'AMF, qui se prononcera sur la conformité de celui-ci au vu notamment du rapport de l'expert indépendant qui sera désigné conformément aux dispositions de l'article 261-1 du RGAMF.

#### **1.4 Procédure d'apport à l'Offre**

L'Offre sera ouverte pendant une période de vingt (20) jours de négociation correspondant à vingt (20) jours ouvrés aux États-Unis.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF, elle ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter, à sa seule discrétion, toute Action apportée à l'Offre qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre pourront céder leurs Actions sur le marché. Le règlement-livraison des Actions cédées (y compris le paiement du prix) interviendra le deuxième jour de négociation suivant celui d'exécution des ordres, et les frais de négociation (y compris les frais de courtage et de TVA correspondants) afférents à ces opérations resteront en totalité à la charge des actionnaires apportant leurs Actions à l'Offre, étant précisé que :

- les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable au plus tard à la date (inclusive) de clôture de l'Offre, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire financier ; et
- les Actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, les titulaires d'Actions détenues sous la forme nominative et souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre devront demander la conversion de celles-ci sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité dans les plus brefs délais. Il est précisé que la

conversion au porteur d'Actions inscrites au nominatif entraînera la perte pour ces actionnaires des avantages liés à la détention de ces Actions sous la forme nominative.

Le transfert de propriété des Actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des Actions à l'Offre ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

Les ordres de présentation des Actions à l'Offre seront irrévocables.

J.P. Morgan AG, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre, conformément à la réglementation en vigueur.

L'Offre et tous les documents y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

### **1.5 Calendrier indicatif de l'Offre**

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous et sera ajusté en fonction de la date d'obtention des Autorisations Règlementaires :

<b>Dates</b>	<b>Principales étapes de l'Offre</b>
<b>9 février 2021</b>	Annonce du projet d'Offre
<b>10 février 2021</b>	Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information de l'Initiateur auprès de l'AMF Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note d'information de l'Initiateur sur les sites internet de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ) et de l'Initiateur ( <a href="http://www.groupebpce.com">www.groupebpce.com</a> ) Diffusion d'un communiqué de l'Initiateur informant du dépôt du projet d'Offre ainsi que de la mise à disposition du projet de note d'information
<b>10 février 2021</b>	Réunion d'information du Comité Social et Économique de Natixis sur l'Offre
<b>15 mars 2021</b>	Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de la Société, comprenant l'avis motivé du conseil d'administration de la Société et le rapport de l'expert indépendant Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note en réponse de la Société sur les sites internet de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ) et de la Société ( <a href="http://www.natixis.com">www.natixis.com</a> ) Diffusion d'un communiqué de la Société informant du dépôt et de la mise à disposition du projet de note en réponse de la Société

Dates	Principales étapes de l'Offre
15 avril 2021	Décision de conformité par l'AMF emportant visa de la Note d'Information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de la Société
15 avril 2021	<p>Mise à disposition du public et mise en ligne de la Note d'Information visée de l'Initiateur sur les sites internet de l'AMF (<a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a>) et de l'Initiateur (<a href="http://www.groupebpce.com">www.groupebpce.com</a>)</p> <p>Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la Note d'Information visée</p> <p>Mise à disposition du public et mise en ligne de la Note en Réponse visée de la Société sur les sites internet de l'AMF (<a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a>) et de la Société (<a href="http://www.natixis.com">www.natixis.com</a>)</p> <p>Diffusion par la Société d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la Note en Réponse visée</p>
28 mai 2021	Tenue de l'assemblée générale annuelle de la Société approuvant les comptes de l'exercice clos au 31 décembre 2020 (le montant du dividende proposé par Natixis au titre de son exercice clos au 31 décembre 2020 est de 0,06 euro par Action)
Juin 2021 (date indicative)	Obtention de la dernière des Autorisations Réglementaires décrites à la section 1.3.5 de la Note en Réponse
[ ] 2021	<p>Mise à disposition du public et mise en ligne des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur sur les sites internet de l'AMF (<a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a>) et de l'Initiateur (<a href="http://www.groupebpce.com">www.groupebpce.com</a>)</p> <p>Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur</p> <p>Mise à disposition du public et mise en ligne des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sur les sites internet de l'AMF (<a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a>) et de la Société (<a href="http://www.natixis.com">www.natixis.com</a>)</p> <p>Diffusion par la Société d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société</p>
[ ] 2021	<p>Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre</p> <p>Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités</p>
[ ] 2021	Ouverture de l'Offre
[ ] 2021	Clôture de l'Offre
[ ] 2021	Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF
[ ] 2021	Mise en œuvre du retrait obligatoire et radiation des Actions d'Euronext Paris, le cas échéant

## 1.6 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

La section 2.11 de la Note d'Information indique que :

- l'Offre n'a fait l'objet d'aucune autre demande d'enregistrement ou de demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers en dehors de France et qu'aucune mesure ne sera prise en vue d'un tel enregistrement ou d'un tel visa ;
- la Note d'Information et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou d'achat de valeurs mobilières ou une sollicitation d'une telle offre dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale ou à toute personne à laquelle une telle offre ou sollicitation ne pourrait être valablement faite ;
- les actionnaires de la Société situés en dehors de France ne pourront pas participer à l'Offre sauf si le droit étranger auquel ils sont soumis le leur permet, étant précisé que l'Offre, la participation à l'Offre et la distribution de la Note d'Information peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays.

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger décrites à la section 2.11 de la Note d'Information s'appliquent à la présente Note en Réponse.

L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession de la Note d'Information et/ou de la Note en Réponse doivent se tenir informées des restrictions légales applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière et/ou de valeurs mobilières dans certaines de ces juridictions.

La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales applicables.

### États-Unis d'Amérique

L'Offre sera faite aux États-Unis d'Amérique conformément à la Section 14(e) de l'U.S. Securities Exchange Act de 1934 tel qu'amendé (la « **Loi de 1934** »), aux lois et règlements promulgués en vertu de ce dernier, y compris le règlement 14E après application des exemptions prévues par la règle 14d-1(d) de la Loi de 1934 (exemption dite « Tier II ») et aux exigences du droit français. En conséquence, l'Offre sera soumise à certaines règles procédurales, notamment relatives au calendrier de règlement-livraison, à la renonciation aux conditions et aux dates de paiement, qui sont différentes des règles et procédures américaines relatives aux offres publiques.

La réception d'une somme d'argent dans le cadre de l'Offre par un actionnaire américain de Natixis pourrait être une opération imposable au titre de l'impôt y compris à l'impôt fédéral américain sur le revenu et peut être une opération imposable en vertu des lois fiscales étatiques ou locales, ainsi que des lois fiscales étrangères ou autres. Il est vivement recommandé que chaque actionnaire américain de Natixis consulte immédiatement un conseil professionnel indépendant sur les conséquences fiscales qu'emporterait l'acceptation de l'Offre.

Il pourrait être difficile pour les actionnaires américains de Natixis de faire valoir leurs droits et réclamations découlant du droit fédéral américain sur les valeurs mobilières, l'Initiateur et Natixis étant

des sociétés ayant leurs sièges respectifs en dehors des États-Unis d'Amérique et dont tout ou partie de leurs dirigeants et administrateurs respectifs sont résidents de pays autres que les États-Unis d'Amérique. Les actionnaires américains de Natixis pourraient ne pas avoir la possibilité d'engager des procédures devant un tribunal en dehors des États-Unis à l'encontre d'une société non-américaine, de ses dirigeants ou de ses administrateurs en invoquant des violations du droit américain sur les valeurs mobilières. Par ailleurs, il pourrait également être difficile de contraindre une société non-américaine ainsi que ses affiliés de se soumettre à des jugements qui seraient rendus par un tribunal américain.

Dans la mesure permise par les lois et règlements applicables, y compris la règle 14e-5 de la Loi de 1934 et conformément aux pratiques habituelles en France, l'Initiateur et ses affiliés ou son/ses courtier(s) (agissant en qualité d'agent ou au nom et pour le compte de l'Initiateur ou de ses affiliés, le cas échéant) ainsi que Natixis et ses affiliés ou son/ses courtier(s) (agissant en qualité d'agent ou au nom et pour le compte de Natixis ou de ses affiliés, le cas échéant) peuvent, avant ou après la date de la Note d'Information, directement ou indirectement, acheter ou prendre les dispositions nécessaires afin d'acheter des Actions en dehors de l'Offre. Ces achats peuvent être effectués sur le marché, sur la base d'un ordre libellé au Prix de l'Offre, ou dans le cadre de transactions hors marché à un prix par Action égal au Prix de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-39, II du RGAMF. Ces achats ne seront en aucun cas conclus à un prix par Action supérieur au Prix de l'Offre. Dans la mesure où des informations concernant ces achats ou ces dispositions viendraient à être rendues publiques en France, elles seraient également rendues publiques par voie de communiqué de presse ou tout autre moyen permettant d'informer les actionnaires américains de Natixis, à l'adresse suivante : [www.natixis.com](http://www.natixis.com). Aucun achat en dehors de l'Offre ne sera effectué par ou pour le compte de l'Initiateur, Natixis ou leurs affiliés respectifs aux États-Unis d'Amérique. Les affiliés des conseils financiers de l'Initiateur et de Natixis peuvent poursuivre des activités ordinaires de négociation sur des titres Natixis, qui peuvent comprendre des achats ou la mise en place de certaines dispositions en vue de l'achat de tels titres.

La Note d'Information et la Note en Réponse n'ont été ni déposées ni examinées par une quelconque autorité de marché (fédérale ou d'un état) ou autre autorité de régulation aux États-Unis d'Amérique, et aucune de ces autorités ne s'est prononcée sur l'exactitude ou l'adéquation des informations contenues dans la Note d'Information et la Note en Réponse. Toute déclaration contraire serait illégale et pourrait constituer une infraction pénale.

## **2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ**

Le conseil d'administration de Natixis est actuellement composé de :

- Monsieur Laurent Mignon (président du conseil d'administration) ;
- BPCE, représenté par Madame Catherine Halberstadt ;
- Monsieur Alain Condaminas ;
- Monsieur Dominique Duband ;
- Madame Nicole Etchegoïnberry ;
- Madame Sylvie Garcelon ;
- Monsieur Philippe Hourdain ;
- Madame Catherine Leblanc ;
- Monsieur Christophe Pinault ;
- Monsieur Daniel de Beaurepaire ;
- Madame Anne Lalou\* ;
- Monsieur Bernard Oppetit\* ;
- Madame Catherine Pariset\* ;

- Madame Diane de Saint Victor\* ; et
- Monsieur Nicolas de Tavernost\*.

\* Administrateurs indépendants

Il est précisé que Monsieur Henri Proglia occupe un poste de censeur au conseil d'administration de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du RGAMF, le conseil d'administration, lors de la séance en date du 9 février 2021, a ratifié et approuvé formellement la constitution d'un comité *ad hoc*, composé de l'ensemble des administrateurs indépendants, à savoir :

- Madame Anne Lalou ;
- Madame Diane de Saint Victor ;
- Monsieur Nicolas de Tavernost ;
- Monsieur Bernard Oppetit ;
- Madame Catherine Pariset.

Monsieur Henri Proglia a également participé au comité *ad hoc* en sa qualité de censeur du conseil d'administration de la Société.

Sur proposition du comité *ad hoc*, le conseil d'administration a désigné lors de sa séance du 9 février 2021, sur le fondement de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du RGAMF, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Lors de cette réunion, le conseil d'administration a pris connaissance des principales caractéristiques du projet d'Offre (le « **Projet** ») et des considérations préliminaires du comité *ad hoc*, avant d'accueillir favorablement le Projet et d'approuver les termes du communiqué de presse du 9 février 2021 de la Société à la suite de l'annonce par l'Initiateur de son intention de déposer le projet d'Offre.

Le projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 10 février 2021 contient notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, les administrateurs de la Société se sont réunis le 15 mars 2021, sous la présidence de Monsieur Laurent Mignon, président du conseil d'administration, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. L'ensemble des membres du conseil d'administration était présent physiquement ou par visioconférence.

Préalablement à la réunion, les administrateurs ont eu connaissance :

- du projet d'avis motivé préparé par le comité *ad hoc* conformément à l'article 261-1, III du RGAMF ;
- du rapport du cabinet Ledouble, expert indépendant ; et
- du projet de note en réponse de la Société, établi conformément à l'article 231-19 du RGAMF.

Le conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité de ses membres, en ce compris ses membres indépendants :

**« Résumé des diligences accomplies, conclusions de l'expert indépendant et recommandation du comité ad hoc »**

Le Président rappelle que les principaux termes du projet d'offre publique de BPCE visant les titres de la Société (l'« **Offre** ») ont été présentés au comité stratégique du conseil d'administration le 15 janvier 2021. Le Président rappelle qu'à la suite de cette présentation, les membres indépendants du conseil d'administration ont accepté de former un comité ad hoc. Le censeur du conseil d'administration a par ailleurs été convié aux réunions du comité ad hoc.

*i. Désignation de l'expert indépendant*

Le comité ad hoc s'est réuni le 15 janvier 2021 et a procédé à une revue approfondie du profil de trois experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant pour les besoins de l'article 261-1 du RGAMF en tenant compte notamment (i) de l'absence de lien présent ou passé avec la Société, (ii) de l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations d'offres publiques suivies d'une procédure de retrait obligatoire et (iii) plus généralement de la réputation professionnelle et des moyens humains et matériels de ces experts. Les membres du comité ad hoc, après en avoir délibéré et sous réserve de son acceptation et de confirmation de l'absence de conflit d'intérêts, ont décidé de proposer au conseil d'administration la désignation du cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, en qualité d'expert indépendant, tant au regard de l'expérience de ce cabinet dans des missions similaires, de la composition et des qualifications des membres dudit cabinet, des moyens matériels de l'expert et compte tenu de l'existence d'éventuels conflits d'intérêts avec l'un des deux autres experts qui étaient envisagés initialement. Il est indiqué que le choix de l'expert indépendant a été fait sans recours à un appel d'offres compte tenu du caractère extrêmement confidentiel que revêtait l'Offre.

À cette occasion, le comité ad hoc a également décidé de désigner la banque Lazard en qualité de conseil financier et le cabinet Simmons & Simmons en qualité de conseil juridique, afin d'assister le comité ad hoc dans la réalisation de ses missions dans le cadre de l'Offre.

*ii. Suivi des travaux de l'expert indépendant par le comité ad hoc*

Entre le 15 janvier 2021 et le 9 février 2021, le comité ad hoc s'est réuni toutes les semaines. Ainsi le comité ad hoc s'est réuni à neuf reprises pour les besoins de sa mission, dont six fois en présence de l'expert indépendant. A chaque fois, il s'est notamment assuré que l'expert indépendant avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes. Les membres du comité ad hoc se sont réunis par visioconférence :

- le 15 janvier 2021, afin de procéder dans un premier temps à la désignation de Madame Catherine Pariset et de Madame Karine Pinault en qualité respectivement de présidente et secrétaire du comité ad hoc et de la banque Lazard et du cabinet Simmons & Simmons en qualité respectivement de conseil financier et de conseil juridique du comité ad hoc puis, dans un second temps, de faire un premier point d'étape avec ses conseils et le cabinet Ledouble sur le rôle et les missions conférés aux membres du comité ad hoc, aux conseils du comité ad hoc et à l'expert indépendant ;
- le 19 janvier 2021, avec l'expert indépendant, le cabinet Simmons & Simmons et la banque Lazard, afin d'évoquer le calendrier de l'Offre au regard des autorisations réglementaires nécessaires, l'intention de conclure un accord connexe de liquidité avec les salariés et mandataires sociaux détenteurs des Actions Gratuites et des Actions Indisponibles et la disponibilité d'éléments prévisionnels, le plan d'affaires en cours de la Société s'achevant à la fin de l'exercice 2020 alors que le nouveau plan stratégique devait être annoncé en juin 2021 ;
- le 22 janvier 2021, avec l'expert indépendant, le cabinet Simmons & Simmons et la banque Lazard, afin d'évoquer les échanges intervenus avec la banque présentatrice de l'offre et les conseils financiers de l'Initiateur

et de la Société. Ont ensuite été évoquées les différentes méthodes de valorisation qui devaient être utilisées pour l'appréciation du prix d'offre. Les membres du comité ad hoc ont souligné la spécificité des valorisations des valeurs bancaires au regard notamment de leur actif net comptable et de leur actif net tangible. A notamment été évoqué le contexte réglementaire contraignant pour les établissements de crédit, ainsi que l'environnement de taux durablement bas, lesquels ont un impact structurel sur la valorisation des actifs bancaires en zone euro en dessous de leurs fonds propres tangibles ;

- le 26 janvier 2021, avec l'expert indépendant, le cabinet Simmons & Simmons et la banque Lazard, afin d'informer notamment les membres du comité ad hoc des échanges intervenus lors de deux réunions organisées respectivement entre (i) l'expert indépendant, la banque Lazard, la banque présentatrice de l'Offre et les conseils financiers de la Société et de l'Initiateur et (ii) Monsieur Nicolas Namias et la banque Lazard. Connaissance prise des autorisations réglementaires nécessaires et du calendrier des publications périodiques de la Société, les membres du comité ad hoc ont également pu échanger lors de cette session sur le calendrier de l'Offre. Concernant les travaux de valorisation de l'expert indépendant, le comité ad hoc a examiné la pertinence des indicateurs consolidés du consensus 2021-2023 dans le cadre des travaux de l'expert indépendant ;
- le 2 février 2021, avec l'expert indépendant, le cabinet Simmons & Simmons et la banque Lazard, afin que l'expert indépendant fasse état aux membres du comité ad hoc de ses analyses préliminaires relatives aux réflexions menées par l'Initiateur sur la valorisation de la Société, aux méthodes de valorisation utilisées et aux principaux paramètres retenus en matière notamment de niveau de fonds propres CET 1 cible ou le calcul de valeur terminale pour les besoins des méthodes de valorisation intrinsèques. L'expert indépendant et la banque Lazard ont fait état des discussions en cours avec la banque présentatrice et les conseils financiers de la Société et de l'Initiateur sur ces méthodes. Ayant rappelé les dispositions de l'article 2.2a de l'instruction AMF - DOC-2006-07 telle que modifiée le 10 février 2020 qui imposent à l'Initiateur, dans le cadre d'une offre simplifiée, de justifier des raisons pour lesquelles la valorisation proposée fait ressortir une valeur inférieure à l'actif net comptable de la Société, les membres du comité ad hoc ont échangé sur la pertinence de cette référence pour les valeurs financières ;
- le 4 février 2021, avec le cabinet Simmons & Simmons et la banque Lazard, afin que la banque Lazard présente aux membres du comité ad hoc ses conclusions préliminaires sur le rationnel stratégique de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés et sur ses travaux de valorisation. La banque Lazard a mis à disposition des membres du comité ad hoc les conclusions de ses analyses aux termes desquelles, en l'état du marché, les travaux de valorisation présentés par l'Initiateur feraient apparaître une prime par rapport aux différentes méthodes de valorisations. Ils feraient par ailleurs apparaître une décote par rapport aux références comptables. Les membres du comité ad hoc ont pris acte de la cohérence et de la pertinence de ces éléments par rapport aux méthodes de valorisation financières, mais ont fait part de leur attention au regard de la valeur de l'actif net tangible de la Société au 31 décembre 2020 ;
- le 5 février 2021, avec le cabinet Simmons & Simmons, afin notamment de prendre acte de la décision de l'Initiateur de fixer le prix d'offre à 4 euros par action (dividende 2020 attaché). Les membres du comité ad hoc ont ainsi pu constater que l'Initiateur dans le cadre de ses travaux de valorisation a tenu compte des points d'attention du comité ad hoc ;
- le 8 février 2021, avec l'expert indépendant, le cabinet Simmons & Simmons et la banque Lazard, afin que l'expert indépendant fasse un point d'étape sur l'avancement de ses travaux. Le comité ad hoc a alors pris acte qu'en l'état de ses travaux, l'expert indépendant n'avait pas identifié d'éléments remettant en cause le caractère équitable de l'Offre. Une discussion a eu lieu ensuite sur le projet de Contrat de Liquidité (étant souligné qu'il a été convenu que ce projet devrait faire l'objet d'une réunion spécifique ultérieure du comité). Le comité ad hoc

*a alors évoqué la future recommandation qui pourrait être faite au conseil d'administration de la Société en vue de sa future prise de position de principe sur l'Offre.*

*Lors de sa réunion du 9 février 2021, le conseil d'administration a décidé de ratifier et d'approuver formellement la constitution du comité ad hoc conformément à l'article 261-1, III du RGAMF et à l'instruction de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières et a invité le comité ad hoc à poursuivre la mission qui est la sienne au titre de la réglementation boursière dans le cadre de l'Offre.*

*La réunion du conseil d'administration a été suspendue pour permettre aux membres du comité ad hoc de se réunir le même jour et confirmer leur décision du 15 janvier 2021 de proposer au conseil d'administration la désignation du cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant pour les besoins de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF. Lors de cette réunion, le comité ad hoc a également pris acte qu'au stade de ses travaux, l'expert indépendant n'avait pas identifié d'éléments remettant en cause le caractère équitable de l'Offre. Enfin, les membres du comité ad hoc ont décidé de proposer à l'unanimité au conseil d'administration d'accueillir favorablement le projet d'offre proposé par l'Initiateur.*

*Suite à cette interruption de séance, le conseil d'administration a décidé à l'unanimité de suivre la proposition du comité ad hoc et de désigner le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du RGAMF, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.*

*Au cours de la même séance et à l'unanimité de ses membres, le conseil d'administration, connaissance prise des conclusions préliminaires du comité ad hoc, a accueilli favorablement l'Offre et a approuvé l'hypothèse du management selon laquelle les principaux indicateurs consolidés du consensus 2021-2023 constituent une borne haute par rapport aux indicateurs cibles consolidés 2024 attendus dans le cadre du plan stratégique devant être annoncé en juin 2021 ceci afin de confirmer à l'expert indépendant qu'il pouvait se fonder sur ces éléments dans le cadre de ses travaux.*

*Suite à la réunion du 9 février 2021, le comité ad hoc a poursuivi ses travaux et s'est réuni à 4 reprises, systématiquement en présence de l'expert indépendant. A chaque fois, il s'est assuré que l'expert indépendant continuait à disposer de l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission :*

- le 16 février 2021, avec l'expert indépendant, le cabinet Simmons & Simmons et la banque Lazard, afin d'effectuer une première revue des correspondances reçues des minoritaires dont deux tendances principales se dégagent, la première portant sur l'actif net comptable de la Société et la seconde sur la valorisation de la Société dans les comptes de l'Initiateur. Il s'en est suivi une discussion sur les analyses, majoritairement positives, faites par les analystes suite à la publication du projet d'Offre. Un point a été en outre effectué (i) sur les diligences de l'expert indépendant (déjà réalisées et à venir) et (ii) sur le projet communiqué tant au comité ad hoc qu'à l'expert indépendant de Contrat de Liquidité et sur sa capacité à offrir un traitement égal des bénéficiaires vis-à-vis des actionnaires minoritaires ;*
- le 23 février 2021 avec l'expert indépendant, le cabinet Simmons & Simmons et la banque Lazard, afin que l'expert indépendant fasse part aux membres du comité ad hoc des conclusions préliminaires de ses travaux de valorisation. Dans ce cadre, il a été présenté au comité les méthodes utilisées (hors références comptables), les conclusions préliminaires des travaux de valorisation. Le comité ad hoc a pu prendre acte, qu'en l'état des travaux de l'expert indépendant, le prix d'offre faisait apparaître une prime, parfois significative, par rapport aux valorisations de la Société résultant des différentes méthodes utilisées ;*

- le 3 mars 2021, en présence de l'expert indépendant, du cabinet Simmons & Simmons et de la banque Lazard, afin que l'expert indépendant présente les conclusions de ses travaux de valorisation mis à jour au 28 février 2021. Les membres du comité ad hoc ont par ailleurs échangé sur un premier projet d'avis motivé ;
- le 12 mars 2021, en présence de l'expert indépendant, du cabinet Simmons & Simmons et de la banque Lazard en amont du conseil d'administration chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre, afin de finaliser le projet d'avis motivé notamment sur la base de la présentation du projet de son rapport par l'expert indépendant.

Le détail des interactions entre les membres du comité ad hoc et l'expert indépendant figure de manière exhaustive dans le rapport d'expertise du cabinet Ledouble.

Le comité ad hoc note que l'expert indépendant a eu accès, dans le cadre de sa mission, aux données prévisionnelles que la Société estime pertinentes. La Présidente du comité ad hoc rappelle que le conseil d'administration du 9 février 2021, à l'unanimité de ses membres, a approuvé l'hypothèse du management de la Société selon laquelle les principaux indicateurs consolidés du consensus 2021-2023 constituent une borne haute par rapport aux indicateurs cibles consolidés 2024 attendus dans le cadre du plan stratégique devant être annoncé en juin 2021.

Le comité ad hoc indique en outre ne pas avoir été informé ou relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.

### iii. Conclusions du rapport de l'expert indépendant

La Présidente du comité ad hoc donne alors la parole à Madame Agnès Piniot et à Monsieur Sébastien Sancho afin qu'ils présentent les conclusions du rapport établi par le cabinet Ledouble sous la supervision du comité ad hoc conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du RGAMF et de l'instruction de l'AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

L'expert indépendant présente alors une synthèse de ses travaux et les conclusions de son rapport :

- « l'Offre permet aux Actionnaires Minoritaires de bénéficier d'une liquidité de leurs Actions à un prix induisant une décote sur la Book Value (BV) et la Tangible Book Value (TBV) sensiblement inférieure à la décote actuelle de la Société, des autres banques françaises et de manière générale des autres banques européennes ;
- l'analyse boursière situe les CMPV, dont notamment ceux constatés sur les « 60 jours, 120 jours et 180 jours de négociation précédant l'annonce ou le fait générateur de l'offre », et les cours cible des analystes à la date de l'annonce de l'Offre en net retrait par rapport au Prix de l'Offre ;
- la valeur fondamentale de l'Action au travers de son évaluation intrinsèque (DDM) ou analogique (Comparables Boursiers et Transactions Comparables), qu'elle résulte de la valorisation globale du Groupe ou par métier, à partir des projections du Cadrage Financier ou du Consensus 2021-2023, confirme l'existence d'une prime induite par le Prix de l'Offre sur l'ensemble des approches de valorisation mises en œuvre ;
- la valeur de la participation Natixis dans les livres de BPCE, ainsi que des Banques Populaires et des Caisses d'Épargne, procède d'évaluations internes qui se fondent sur des paramètres propres à BPCE et ne peuvent être transposés aux bornes de la Société ; pour ces raisons, nous ne reprenons pas ces références à notre compte dans l'Evaluation Multicritère de l'Action ».

*Par ailleurs, l'expert indépendant a constaté qu'aucune « opération réalisée par l'Initiateur sur le capital de la Société au cours des 18 mois précédant l'annonce de l'Offre n'a été portée à notre connaissance » et que comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'attend pas de synergies de coûts du fait de l'Offre. »*

*L'expert indépendant rappelle également qu'il a répondu aux observations des actionnaires minoritaires en précisant notamment que :*

- ses travaux ont été réalisés en toute indépendance à l'égard des parties prenantes à l'Offre ;*
- qu'il a couvert, dans ses diligences, les sujets techniques qui lui ont été soumis par certains actionnaires minoritaires (§ 7.2 à § 7.12 de son rapport) et, en réponse aux questions soulevées, a relevé en particulier que :*
  - en valorisation intrinsèque, d'un taux d'actualisation intégrant un beta moyen 5 ans du Groupe, d'un taux de croissance perpétuel antérieur à la survenance de la pandémie et d'un multiple de sortie P/TBV 10 ans pour tenir compte de la cyclicité du secteur bancaire ;*
  - en valorisation analogique par métier fondée sur les Transactions Comparables, de résultats nets 2020 par métier retraités des effets de la crise sanitaire, auxquels sont appliqués les multiples transactionnels constatés avant crise ; »*
- à l'issue de la publication d'un article mentionnant une hypothèse de rachat des minoritaires de Natixis par BpCE mi-janvier 2021, relayée par des notes d'analystes qui ont réhaussé significativement leurs objectifs de cours, le titre Natixis a évolué en bourse de façon décorrélée par rapport à celui des autres banques françaises précitées (§ 7.8) ;*
- l'actif net comptable du Groupe ne peut être retenu actuellement comme critère d'évaluation compte tenu de l'incidence, en termes de décote sur la Book Value, du renforcement depuis plusieurs années des règles prudentielles et donc des fonds propres réglementaires des banques non disponibles pour les actionnaires (§ 7.9) ;*
- leur situation personnelle au regard du prix de leur entrée au capital de Natixis (indépendamment de la politique de dividendes) est fréquemment mise en avant, notamment pour ceux qui, ayant souscrit au capital lors de l'offre au public dans le cadre de la création de Natixis de la Société et conservé leurs titres depuis lors, enregistrent une perte ; pour autant, comme indiqué ci-avant, ce constat ne peut être mis en regard de l'équité du Prix de l'Offre qu'il nous appartient d'apprécier dans le contexte actuel du marché et de la réglementation. »*

*Enfin, en matière d'accords et d'opérations connexes, l'expert indépendant constate que « les Accords et Opérations Connexes n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre. »*

*Le comité ad hoc prend donc acte que, selon le rapport établi par le cabinet Ledouble, le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur, de 4 euros par action Natixis (dividende attaché), est équitable pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire et que le cabinet Ledouble n'a pas identifié, dans les Accords et Opérations Connexes, de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de Natixis dont les titres sont visés par l'Offre.*

### **Recommandation du comité ad hoc**

Le 15 mars 2021, le comité ad hoc a finalisé sa recommandation au conseil d'administration au regard du rapport de l'expert indépendant et de la réception des correspondances de certains actionnaires à la suite de l'annonce publique de l'Offre.

De manière générale, le comité ad hoc a souligné auprès de l'expert indépendant, en vue de l'établissement de son rapport, les éléments ci-après, propres au contexte et à l'Offre, qui lui sont apparus être d'une particulière importance et qu'il a également pris en compte pour établir sa recommandation :

**- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société (Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière)**

Le comité ad hoc constate que :

- l'Offre s'inscrit dans une volonté de simplification du fonctionnement du Groupe BPCE dans le cadre de la préparation de son plan stratégique et que compte tenu des perspectives économiques et de marché, l'Initiateur souhaite apporter davantage de marges de manœuvre stratégiques au développement des métiers de la Société (Gestion d'actifs et de fortune, Banque de grande clientèle, Assurance et Paiements) alors que la cotation ne constitue pas un cadre adapté à la réalisation de cet objectif ;
- l'Initiateur contrôle déjà la Société, dont il détient directement 70,53 % du capital et des droits de vote théoriques ;
- l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues directement par l'Initiateur ou assimilées à celles-ci ;
- l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF dans le cadre de l'Offre la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire visant les actions Natixis, si le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10 % du capital et des droits de vote de Natixis.

Le comité ad hoc note également que les intentions de l'Initiateur, telles que décrites dans le Projet de Note d'Information, sont les suivantes :

- en matière de stratégie et de poursuite des activités de la Société, le Groupe BPCE a indiqué souhaiter accélérer la dynamique de développement de ses métiers en leur apportant les moyens d'accroître leur manœuvrabilité stratégique, leur développement au service des clients et leur performance, au travers d'une simplification de son organisation. Pour atteindre cet objectif, le Groupe BPCE envisage d'étudier une évolution de son modèle, étant précisé que cette étude sera indépendante du résultat de l'Offre, avec :
  - d'une part, les métiers de la banque de détail, regroupant la Banque de Proximité et Assurance (Banque Populaire, Caisses d'Épargne), Solutions et Expertises Financières (SEF), mais aussi les métiers Assurance et Paiements. Cela parachèverait le mouvement initié par la création réussie du pôle SEF. Les métiers Assurance et Paiements pourraient être directement rattachés à BPCE ; les modalités de ce rapprochement seraient étudiées ultérieurement ;
  - d'autre part, les métiers globaux du Groupe au service de la Grande Clientèle, gestion d'actifs et de fortune (« Natixis Investment Managers », « Natixis Wealth Management »), Banque

de Grande Clientèle (« Natixis Corporate and Investment Banking »), seraient réunis au sein d'un nouvel ensemble : Global Financial Services ; et

- un modèle plus lisible pour les fonctions support de BPCE, Natixis et ses métiers avec des filières simplifiées.
- dans le cas où l'Offre serait suivie d'un retrait obligatoire, elle aura pour conséquence la radiation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris ; dans ce contexte, des évolutions concernant la composition des organes sociaux de la Société pourraient être envisagées, et dépendront du résultat de l'Offre ;
- l'Initiateur n'a identifié aucune synergie spécifiquement dans le cadre de l'Offre et l'économie éventuelle de coûts de cotation qui serait liée à la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris après la mise en œuvre, le cas échéant, du retrait obligatoire, n'est pas significative par rapport au montant de l'opération ; et
- en matière de dividendes, l'Initiateur a indiqué que la politique de dividendes de la Société continuera d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société dans le respect des éventuelles exigences réglementaires applicables à la Société et en tenant compte des contraintes liées au contexte économique actuel.

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le comité ad hoc confirme l'intérêt de l'Offre pour la Société.

– **S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires minoritaires et les détenteurs de titres non liquides**

L'Initiateur propose d'acquérir, en numéraire et au prix de 4 euros par action, la totalité des actions de la Société qu'il ne détient pas à la date de dépôt de l'Offre. L'Initiateur propose par ailleurs aux bénéficiaires des Actions Gratuites et aux détenteurs d'Actions Indisponibles de conclure des promesses d'achat et de vente de leurs Actions Gratuites et de leurs Actions Indisponibles afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour les Actions Gratuites et les Actions Indisponibles qui n'ont pas pu être apportées à l'Offre.

Le comité ad hoc a pris connaissance des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de 4 euros par action établis par l'établissement présentateur de l'Offre, de l'analyse du conseil financier du comité ad hoc, du rapport de l'expert indépendant et des correspondances émises par certains actionnaires minoritaires à la suite de l'annonce publique de l'Offre.

Le comité ad hoc rappelle que l'expert indépendant et le conseil financier du comité ad hoc ont procédé à une analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans le Projet de Note d'Information et que cette analyse figure notamment dans le rapport de l'expert indépendant.

Le comité ad hoc constate par ailleurs que le prix de l'Offre est inférieur à l'actif net comptable tout en étant proche de son actif net tangible. Le comité relève à ce titre que les contraintes réglementaires, l'environnement de taux durablement bas qui pèsent sur les établissements de crédit de la zone Euro, ainsi que l'intensité concurrentielle sur des lignes importantes de métier de la Société comme la banque de grande clientèle, justifient cette valeur inférieure à l'actif net comptable.

*Le comité ad hoc prend acte en outre que l'analyse multicritères conduite pour l'évaluation de la Société fait ressortir que le prix de l'Offre inclut une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation retenu par la banque Lazard. Le comité ad hoc constate, qu'aux termes du rapport établi par le cabinet Ledouble et de l'analyse multicritères suivie par l'expert indépendant, le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.*

*Il constate encore que l'Initiateur offre aux actionnaires de Natixis qui apporteront leurs Actions à l'Offre l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation à un prix par Action présentant une prime de 16% par rapport au cours de clôture de l'Action le 5 février 2021, de 40% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de l'Action sur les 60 jours qui précèdent cette date, de 62% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de l'Action sur les 120 jours qui précèdent cette date et de 66% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de l'Action sur les 180 jours qui précèdent cette date.*

*Il constate enfin que Natixis et les membres du comité ad hoc ont été destinataires de lettres ou courriel d'actionnaires minoritaires portant sur un nombre de thèmes récurrents auquel il a été systématiquement porté réponse, dans l'attente de la position finale du conseil d'administration et du rapport de l'expert indépendant. Le comité ad hoc a également pris acte de la réception, essentiellement positive, du projet d'Offre et de son prix par les analystes.*

*Le comité ad hoc considère par conséquent que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité significative, immédiate et intégrale dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'expert indépendant, y compris en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire.*

#### ***- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés***

*Le comité ad hoc note par ailleurs qu'en matière d'emploi, BPCE a indiqué (i) que la Société restera une entité propre dotée d'une gouvernance et de fonctions adaptées à la gestion des métiers qu'elle aura vocation à piloter, étant précisé qu'en fonction des résultats de l'Offre et de la possible radiation de la cote de Natixis, certaines fonctions spécifiquement liées à la cotation pourraient être affectées par l'opération envisagée et (ii) qu'il n'anticipe pas que l'Offre entraîne une réduction d'effectifs chez Natixis, étant précisé que toute réorganisation qui pourrait être décidée à l'issue de l'Offre serait conduite conformément aux pratiques du Groupe BPCE, notamment sans départ contraint.*

*Le comité ad hoc note par ailleurs que l'Initiateur a indiqué ne pas avoir l'intention de fusionner avec Natixis et que l'Offre n'aura pas de conséquences sur l'organisation juridique de la Société, sous réserve de l'étude de la possibilité de mettre en œuvre un rattachement direct des métiers Assurance et Paiements de la Société à l'Initiateur, étant précisé que l'étude d'un tel rattachement ne sera pas conditionné au succès de l'Offre.*

*Au vu de ce qui précède, le comité ad hoc considère que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts des salariés de la Société et ne devrait pas avoir d'incidences spécifiques en matière d'emploi.*

***Au terme de sa mission, et connaissance prise des travaux de ses conseils, de l'expert indépendant et de l'ensemble des éléments ci-dessus, le comité ad hoc recommande, à l'unanimité de ses membres, au conseil d'administration, de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.***

#### **Avis du conseil d'administration**

*Le conseil d'administration prend acte (i) des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le Projet de Note d'Information, (ii) des motifs et intentions de l'Initiateur et des éléments de valorisation préparés*

par JP Morgan (France) tels que figurant dans le Projet de Note d'Information, (iii) des travaux et recommandations du comité ad hoc et de l'avis favorable de ce dernier sur l'Offre et (iv) des conclusions de l'expert indépendant.

Après échange de vues sur le projet d'Offre et au regard des éléments qui précèdent, le conseil d'administration décide à l'unanimité, les administrateurs représentant BPCE et ceux issus des Banques Populaires et des Caisses d'Épargne ayant suivi la recommandation des membres du comité ad hoc, de reprendre à son compte les travaux et recommandations du comité ad hoc, et considère à ce titre que l'Offre est conforme aux intérêts :

- de la Société, dans la mesure où la Société est d'ores et déjà contrôlée par BPCE, étant précisé que l'Initiateur a indiqué ne pas anticiper de synergie dans le cadre de l'Offre et que le groupe BPCE continuera d'être actif dans ses métiers actuels en ce compris les métiers de Natixis ;
- de ses actionnaires, puisque le prix proposé par l'Initiateur de 4 euros par action Natixis (dividende attaché) est considéré comme équitable par l'expert indépendant et constitue une valorisation attractive des actions détenues par les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire ;
- de ses salariés, puisque l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi, étant précisé que certaines fonctions spécifiquement liées à la cotation pourraient être affectées par l'opération envisagée et que toute réorganisation qui pourrait être décidée à l'issue de l'Offre serait conduite conformément aux pratiques du Groupe BPCE, notamment sans départ contraint ;

**recommande** aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre. »

Suite à la décision de l'Initiateur de proposer le prix de 4 euros par action Natixis après détachement du dividende de 0,06€ dont le versement sera soumis à l'assemblée générale des actionnaires du 28 mai 2021, l'ensemble des membres indépendants du conseil d'administration, en présence du cabinet Simmons & Simmons et de la banque Lazard, se sont réunis le 14 avril 2021 afin d'examiner la modification des conditions financières du projet d'Offre. Le comité *ad hoc* a notamment pris connaissance du projet d'*addendum* au rapport de l'expert indépendant aux termes duquel l'expert indépendant a réitéré ses conclusions.

Le comité *ad hoc* a constaté que le prix de l'Offre restait fixé à 4 euros par action mais que les termes de l'Offre étaient améliorés et a pris acte que le prix de l'Offre demeurerait équitable pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire. Par conséquent, le comité *ad hoc* a décidé, à l'unanimité de ses membres présents, de réitérer sa recommandation au conseil d'administration de confirmer (i) que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire et (ii) l'avis motivé rendu le 15 mars 2021 et sa recommandation aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 14 avril 2021, postérieurement à la réunion du comité *ad hoc*, sur convocation et sous la présidence de Monsieur Laurent Mignon, président du conseil d'administration, à l'effet d'examiner les termes amendés du projet d'Offre. L'ensemble des membres du conseil d'administration était présent physiquement ou par visioconférence.

Préalablement à la réunion, les administrateurs de la Société ont eu connaissance :

- de l'*addendum* au rapport du cabinet Ledouble, expert indépendant, confirmant les conclusions de son rapport en date du 15 mars 2021 ; et
- du projet de note en réponse de la Société, établi conformément à l'article 231-19 du RGAMF.

Le conseil d'administration, à l'unanimité de ses membres, en ce compris ses membres indépendants, a décidé de prendre acte de la délibération du comité *ad hoc* du 14 avril 2021 ayant réitéré sa recommandation du 15 mars 2021, de prendre acte de l'amélioration des termes financiers de l'Offre et de confirmer et réitérer l'avis motivé rendu le 15 mars 2021 et sa recommandation aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

### 3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Les membres du conseil d'administration de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le conseil d'administration a émis son avis motivé reproduit à la section 2 ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
<b>Laurent Mignon</b>	Président du conseil d'administration	321 460	Apport à l'Offre de 224 960 Actions <sup>20</sup>
<b>BPCE, représentée par Catherine Halberstadt</b>	Administratrice	2 227 221 174	N/A <sup>21</sup>
<b>Alain Condaminas</b>	Administrateur	1 000	Apport à l'Offre de 1 000 Actions
<b>Anne Lalou</b>	Administratrice	1 000	Apport à l'Offre de 1 000 Actions
<b>Bernard Oppetit</b>	Administrateur	1 000	Apport à l'Offre de 1 000 Actions
<b>Catherine Leblanc</b>	Administratrice	1 000	Apport à l'Offre de 1 000 Actions
<b>Catherine Pariset</b>	Administratrice	1 000	Apport à l'Offre de 1 000 Actions
<b>Christophe Pinault</b>	Administrateur	1 093	Apport à l'Offre de 1 093 Actions
<b>Daniel de Beaurepaire</b>	Administrateur	1 000	Apport à l'Offre de 1 000 Actions
<b>Diane de Saint Victor</b>	Administratrice	1 000	Apport à l'Offre de 1 000 Actions
<b>Dominique Duband</b>	Administrateur	1 616	Apport à l'Offre de 1 616 Actions
<b>Nicolas de Tavernost</b>	Administrateur	1 000	Apport à l'Offre de 1 000 Actions
<b>Nicole Etchegoïnberry</b>	Administratrice	1 112	Apport à l'Offre de 1 112 Actions
<b>Philippe Hourdain</b>	Administrateur	1 000	Apport à l'Offre de 1 000 Actions
<b>Sylvie Garcelon</b>	Administratrice	1 000	Apport à l'Offre de 1 000 Actions

<sup>20</sup> Monsieur Laurent Mignon détient 96 500 Actions Indisponibles pour lesquelles un Contrat de Liquidité pourra être conclu avec l'Initiateur.

<sup>21</sup> Madame Catherine Halberstadt détient 1 097 Actions qu'elle entend apporter à l'Offre.

#### 4. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

À la date de la présente Note en Réponse, la Société détient 2.461.581 de ses propres Actions.

Le Conseil d'administration du 15 mars 2021 a pris acte du fait que les 2.461.581 Actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et a confirmé à l'unanimité, en tant que de besoin, qu'il ne souhaite pas les apporter à l'Offre.

#### 5. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Sous réserve des Contrats de Liquidité qui pourront être conclus en marge de l'Offre, la Société n'a pas connaissance d'autres accords et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre ou qui serait de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

#### 6. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

##### 6.1 Structure et répartition du capital

À la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 5.052.644.851,20 euros, divisé en 3.157.903.032 actions ordinaires de 1,60 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Le capital et les droits de votes de la Société au 1<sup>er</sup> mars 2021 sont répartis comme suit<sup>22</sup> :

Actionnaires	Nombre d'actions	Pourcentage d'actions	Nombre de droits de vote théoriques	Pourcentage de droits de vote théoriques
BPCE	2.227.221.174	70,53 %	2.227.221.174	70,53 %
Actionnariat salarié	89.416.505*	2,83 %	89.416.505	2,83 %
Titres auto détenus	2.461.581	0,08 %	2.461.581	0,08 %
Public	838.803.772	26,56 %	838.803.772	26,56 %
<b>Total</b>	<b>3.157.903.032</b>	<b>100%</b>	<b>3.157.903.032</b>	<b>100%</b>

*\* Dans le cadre de sa stratégie de couverture, le FCPE Mauve Garanti a procédé, début février 2021, à un prêt de titres portant sur 5.017.214 Actions qui étaient détenues par ce fonds. En conséquence, les 5.017.214 Actions qui font l'objet de ce prêt sont comptabilisées dans la section « Public » du tableau ci-dessus et non dans la section « Actionnariat salarié ».*

<sup>22</sup> Sur la base d'un nombre total de 3.157.903.032 actions et de 3.157.903.032 droits de vote théoriques de la Société (informations au 1<sup>er</sup> mars 2021). Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote.

**6.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce**

**6.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions**

*Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils*

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du code de commerce sont applicables.

En outre, l'article 5 des statuts de la Société prévoit une obligation de déclaration de franchissement de seuils supplémentaire pour toute personne physique ou morale qui possède, directement ou indirectement, seule ou de concert, une fraction de 1,- % des droits de vote (sur la base de tous les droits de vote attachés aux Actions, y compris celles privées de droits de vote), ou tout multiple de ce pourcentage.

*Transfert d'Actions*

Aucune clause des statuts de la Société n'a pour effet de restreindre les transferts d'Actions de la Société.

**6.2.2 Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société**

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.

**6.3 Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres**

À la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, notamment sur la base des dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de pré-offre et d'offre, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 6.1 ci-dessus.

**6.4 Liste des détenteurs de tout titre Natixis comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci**

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres Natixis comportant des droits de contrôle spéciaux.

**6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier**

Au 1<sup>er</sup> mars 2021, 63.164.338 Actions de la Société sont détenues par les FCPE de la Société.

Les FCPE détenant des Actions sont les suivants :

- le FCPE Mauve Classique, à hauteur de 23.212.300 Actions ;

- le FCPE Mauve Garanti, à hauteur de 229.538 Actions<sup>23</sup> ; et
- le FCPE BPCE Actions Natixis, à hauteur de 39.722.500 Actions.

Les FCPE sont gérés chacun par un conseil de surveillance. Il sera proposé une modification des règlements des plans d'épargne et des règlements des FCPE afin de permettre un apport des Actions de la Société détenues par chacun des FCPE à l'Offre. Si ces modifications sont approuvées, les conseils de surveillance des FCPE se réuniront pour se prononcer sur un apport des Actions des FCPE à l'Offre.

#### **6.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote**

À la date de la Note en Réponse, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accords entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote de la Société.

#### **6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société**

##### **6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration**

Conformément à l'article 9 des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de dix-huit (18) au plus. Le règlement intérieur du conseil d'administration prévoit en outre qu'un tiers des membres du conseil doivent être indépendants.

Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire, sauf la faculté pour le conseil d'administration, en cas de vacance par décès ou démission d'un ou plusieurs postes, de procéder par cooptation à la nomination de leurs remplaçants, chacun pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur, sous réserve de ratification par la prochaine assemblée générale.

Le nombre d'administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans ne peut être supérieur au tiers du nombre des administrateurs en fonction. Lorsque cette proportion se trouve dépassée, le plus âgé des administrateurs cesse d'exercer ses fonctions à l'issue de la prochaine assemblée générale ordinaire.

Conformément à l'article 9 des statuts de la Société, chaque administrateur doit être propriétaire de 140 Actions de la Société au moins pendant toute la durée de son mandat. En outre, le règlement intérieur du conseil d'administration indique qu'il est recommandé que chaque administrateur détienne au minimum 1.000 Actions de la Société. Il dispose d'un délai de six mois pour détenir les 140 Actions prévues par les statuts et d'un nouveau délai de douze mois pour porter sa détention à 1.000 Actions.

Les administrateurs sont nommés pour une durée de quatre (4) ans. Ils sont rééligibles. Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire statuant sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire son mandat.

---

<sup>23</sup> Dans le cadre de sa stratégie de couverture, le FCPE Mauve Garanti a procédé, début février 2021, à un prêt de titres portant sur 5.017.214 Actions qui étaient détenues par ce fonds.

Conformément à l'article 18 des statuts et au règlement intérieur du conseil d'administration de la Société, l'assemblée générale ordinaire de Natixis peut, sur proposition du conseil d'administration, nommer un ou plusieurs censeurs, pour une durée de quatre ans, qui siègent au conseil d'administration avec voix consultative. Les censeurs sont rééligibles et peuvent être révoqués par l'assemblée générale. Les censeurs reçoivent les mêmes informations que les membres du conseil d'administration et sont convoqués à toutes les réunions du conseil d'administration. Ils peuvent être nommés à titre provisoire par le conseil d'administration, sous réserve de ratification par la plus prochaine assemblée générale.

#### 6.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

Conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur et à l'article 30 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société. Néanmoins, l'assemblée générale extraordinaire ne peut changer la nationalité de la Société, ni augmenter les engagements des actionnaires.

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la modification des statuts.

#### 6.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre conformément à son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. Les pouvoirs et attributions du conseil d'administration sont décrits à l'article 12 des statuts de la Société et à l'article 1.1 du règlement intérieur de la Société.

Dans la limite de l'objet social et sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi ou les statuts de la Société aux assemblées générales, le conseil d'administration se saisit de toutes questions intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

En sus des opérations visées par la loi et les règlements en vigueur, l'article 1.2 du règlement intérieur du conseil d'administration de la Société fixe les décisions qui sont soumises à l'autorisation préalable du conseil d'administration.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les statuts et le règlement intérieur de la Société, le conseil d'administration de la Société dispose des délégations et autorisations suivantes :

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Objet de l'autorisation ou la délégation	Montant autorisé	Durée	Utilisation
<b>20 mai 2020</b> <b>(16<sup>ème</sup> résolution)</b>	Autorisation à donner au conseil d'administration au titre de l'intervention de la Société sur le marché de ses propres actions (prix maximum d'achat : 10 euros par action)	10% des actions composant le capital social	18 mois	Mouvements au cours de l'exercice <sup>24</sup> : Achats :

<sup>24</sup> Au cours de l'exercice 2020.

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Objet de l'autorisation ou la délégation	Montant autorisé	Durée	Utilisation
				53.293.325 / Ventes : - 51.361.861
<b>28 mai 2019</b> <i>(25<sup>ème</sup> résolution)</i>	Autorisation à donner au conseil d'administration à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'actions aux salariés et mandataires sociaux de la Société et des sociétés liées, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires	2,5%/0,1% <sup>(b)</sup> du capital social	37 mois	10/04/2020 (5.757.411€)  20/05/2020 (428.189€)
<b>28 mai 2019</b> <i>(26<sup>ème</sup> résolution)</i>	Délégation à donner au conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par annulation des actions auto détenues	10% des actions composant le capital social	26 mois	Néant
<b>28 mai 2019</b> <i>(27<sup>ème</sup> résolution)</i>	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration pour décider l'augmentation du capital social, par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec maintien du droit préférentiel de souscription	1,5 milliard d'euros <sup>(a)</sup>	26 mois	Néant
<b>28 mai 2019</b> <i>(28<sup>ème</sup> résolution)</i>	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration pour décider l'augmentation du capital social par émission, par offre au public, d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription	500 millions d'euros <sup>(a)(c)</sup>	26 mois	Néant
<b>28 mai 2019</b> <i>(29<sup>ème</sup> résolution)</i>	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration pour décider l'augmentation du capital social par émission, par une offre visée à l'article L.411-2 II du code monétaire et financier, d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription	500 millions d'euros <sup>(a)(d)</sup>	26 mois	Néant
<b>28 mai 2019</b> <i>(30<sup>ème</sup> résolution)</i>	Délégation de pouvoir à donner au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, en rémunération d'apports en nature portant sur des titres de capital ou des valeurs mobilières donnant accès au capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription	10% du capital social <sup>(d)</sup>	26 mois	Néant
<b>28 mai 2019</b> <i>(31<sup>ème</sup> résolution)</i>	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration à l'effet de décider l'augmentation du capital social par incorporation de réserves, bénéfices, primes d'émission, ou autres	1,5 milliard d'euros <sup>(a)(c)</sup>	26 mois	Néant
<b>28 mai 2019</b> <i>(32<sup>ème</sup> résolution)</i>	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription	15% de l'émission initiale <sup>(e)</sup>	26 mois	Néant
<b>28 mai 2019</b> <i>(33<sup>ème</sup> résolution)</i>	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration pour décider l'augmentation du	50 milliards d'euros <sup>(a)(c)</sup>	26 mois	Néant

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Objet de l'autorisation ou la délégation	Montant autorisé	Durée	Utilisation
	capital social par émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, réservée aux adhérents de plans d'épargne avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces derniers			
<p><i>(a) Montant nominal maximum.</i></p> <p><i>(b) Pour les dirigeants mandataires sociaux.</i></p> <p><i>(c) Montant s'imputant sur le plafond global fixé dans la résolution n° 27 de l'assemblée générale du 28 mai 2019 (1,5 milliard d'euros).</i></p> <p><i>(d) Montant s'imputant sur le plafond global fixé dans la résolution n° 27 de l'assemblée générale du 28 mai 2019 (1,5 milliard d'euros) et sur le plafond fixé dans la résolution n° 28 de ladite assemblée générale (500 millions d'euros). Les émissions d'actions ne pourront pas excéder les limites prévues par la réglementation applicable au jour de l'émission (à ce jour 20 % du capital par an).</i></p> <p><i>(e) Montant s'imputant sur le plafond fixé dans la résolution n° 27 de l'assemblée générale du 28 mai 2019 (1,5 milliard d'euros). Pour chaque émission, plafond égal à la limite prévue par la réglementation applicable au jour de l'émission (actuellement, 15 % de l'émission initiale).</i></p>				

#### **6.9 Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société**

À la connaissance de la Société, aucune convention conclue par la Société ne sera résiliée du fait de la réalisation de l'Offre, qui n'aura pas pour conséquence un changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où cette dernière était déjà contrôlée par l'Initiateur à la date de dépôt de la Note d'Information.

#### **6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique**

Conformément aux délibérations du conseil d'administration du 3 août 2020, Monsieur Nicolas Namias bénéficie d'un dispositif d'indemnités de cessation de fonctions au titre de ses fonctions de Directeur général de Natixis.

L'engagement relatif à l'indemnité de cessation de fonctions de Monsieur Nicolas Namias, au titre de ses fonctions de Directeur général de Natixis, présente les caractéristiques suivantes<sup>25</sup> :

- le montant de l'indemnité de cessation de fonctions est égal à : la rémunération de référence mensuelle x (12 mois + 1 mois par année d'ancienneté au sein du groupe BPCE) ;
- la rémunération de référence mensuelle (prise en compte pour le calcul du montant de l'indemnité) est égale à 1/12ème de la somme (i) de la rémunération fixe versée au titre de la dernière année civile d'activité et (ii) de la moyenne des rémunérations variables attribuées (payées immédiatement et différées sous quelque forme que ce soit) au titre des trois dernières années civiles d'activité ;
- le montant de l'indemnité de cessation de fonctions, cumulé le cas échéant à l'indemnité de non-concurrence qui serait versée au Directeur général, ne pourra excéder un plafond de vingt-quatre (24) mois de la rémunération de référence mensuelle ;

<sup>25</sup> Il est précisé que l'attribution de cette indemnité et les modifications de la politique de rémunération devront être approuvées par l'assemblée générale annuelle de Natixis.

- le versement de l'indemnité de cessation de fonctions est exclu en cas de départ du Directeur général pour faute grave ou faute lourde, ou à son initiative pour exercer de nouvelles fonctions, ou à la suite d'un changement de ses fonctions à l'intérieur du groupe BPCE, ou pour faire valoir ses droits à la retraite ;
- le droit à indemnité est soumis aux conditions de performance suivantes<sup>26</sup> : (i) résultat net part groupe sous-jacent moyen de Natixis sur les deux exercices clos précédant le départ supérieur ou égal à 75 % de la moyenne du budget prévu sur la période, (ii) ROE (*return on equity*)<sup>27</sup> sous-jacent moyen de Natixis sur les deux exercices clos précédant le départ supérieur ou égal à 75 % de la moyenne du budget prévu sur la période et (iii) coefficient d'exploitation de Natixis inférieur à 75 % sur le dernier semestre clos précédant le départ. Le versement de l'indemnité de départ sera soumis à la constatation par le Conseil d'administration, lors de la cessation des fonctions de l'intéressé, de la réalisation des conditions de performance<sup>28</sup>.

À l'exception des éléments qui précèdent, il n'existe pas d'accord, au sein de la Société ou de ses filiales, portant engagement de verser des indemnités de départ au profit des membres du conseil d'administration, des dirigeants ou des salariés de la Société, en cas de démission ou de licenciement sans cause réelle et sérieuse, ou encore en cas d'offre publique visant les Actions de la Société.

## **7. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF**

En application des articles 261-1, I, 1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup> et 4<sup>o</sup> et II du RGAMF, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société le 9 février 2021 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.

Ce rapport, en date du 15 mars 2021, ainsi que son addendum en date du 14 avril 2021, sont reproduits dans leur intégralité ci-dessous et font partie intégrante de la présente Note en Réponse :

---

<sup>26</sup> Le conseil d'administration de la Société a apporté le 11 février 2021 les précisions suivantes : l'évaluation de l'atteinte des objectifs sera effectuée sur les deux exercices précédents, et non par semestre, afin de refléter le processus de définition et de suivi des budgets qui est effectué sur un exercice complet.

<sup>27</sup> Rendement des capitaux propres.

<sup>28</sup> Le montant de l'indemnité effectivement versé sera fonction du nombre de critères de performance atteints :

- 100% de l'indemnité prévue si les trois critères sont atteints ;
- 66% de l'indemnité prévue si deux critères sont atteints ;
- 33% de l'indemnité prévue si un seul critère est atteint ; et
- aucune indemnité si aucun des critères n'est atteint.



# Ledouble

Natixis

30 AVENUE PIERRE MENDÈS FRANCE  
75013 PARIS

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE  
SUIVIE LE CAS ÉCHÉANT  
D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS  
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail [info@ledouble.fr](mailto:info@ledouble.fr)

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes  
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris  
Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €  
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



# Sommaire

<b>1.</b>	<b><u>INTRODUCTION</u></b>	<b>10</b>
1.1.	Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble	10
1.2.	Indépendance et compétence de Ledouble	11
1.3.	Diligences effectuées	11
1.4.	Affirmations obtenues et limites de la Mission	13
1.5.	Plan du Rapport	14
1.6.	Conventions de présentation	14
<b>2.</b>	<b><u>PRÉSENTATION DE L'OFFRE</u></b>	<b>15</b>
2.1.	Sociétés prenant part à l'Offre	15
2.2.	Contexte et termes de l'Offre	16
2.3.	Périmètre de l'Offre	17
2.4.	Financement de l'Offre	17
2.5.	Retrait obligatoire et radiation des Titres	17
2.6.	Accords et Opérations Connexes	18
<b>3.</b>	<b><u>PRÉSENTATION DU GROUPE</u></b>	<b>20</b>
3.1.	Présentation de Natixis	20
3.2.	Environnement et tendances des marchés du Groupe	26
3.3.	Analyse historique de la performance du Groupe	43
3.4.	Matrice SWOT	52
<b>4.</b>	<b><u>ÉVALUATION DE L'ACTION</u></b>	<b>53</b>
4.1.	Données structurant l'évaluation de l'Action	53
4.2.	Méthodes d'évaluation écartées	57
4.3.	Références boursières	59
4.4.	Méthodes d'évaluation retenues aux bornes du Groupe	64
4.5.	Approches d'évaluation en SOTP	81
4.6.	Actif net comptable corrigé	94
4.7.	Valeur de la participation Natixis dans les livres des actionnaires	95
4.8.	Synthèse de l'Évaluation Multicritère et appréciation des primes induites par le Prix de l'Offre	98

<b><u>5.</u></b>	<b><u>ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ACTION PAR L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR</u></b>	<b><u>99</u></b>
5.1.	Nombre d'Actions	99
5.2.	Références boursières	99
5.3.	Valorisation globale	100
5.4.	Valorisation SOTP	101
5.5.	Synthèse	103
<b><u>6.</u></b>	<b><u>APPRÉCIATION DE L'INCIDENCE DES ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES</u></b>	<b><u>105</u></b>
6.1.	Contrats de Liquidité	105
6.2.	Présentation au Conseil d'Administration de modifications des conditions de performance consécutives à l'Offre	107
6.3.	Synthèse	108
<b><u>7.</u></b>	<b><u>PERCEPTION DE L'OFFRE PAR LES ACTIONNAIRES MINORITAIRES</u></b>	<b><u>109</u></b>
7.1.	Indépendance de Ledouble et cadre de la mission de l'Expert Indépendant	110
7.2.	Niveau du ratio de CET1 appliqué à Natixis	110
7.3.	Réalisation d'une évaluation en « somme des parties » par référence aux Transactions Comparables	110
7.4.	Prise en compte de la valeur individuelle de la Gestion d'actifs et de fortune dans l'Évaluation Multicritère	112
7.5.	Prise en compte de la cession de Coface et H2O dans l'Évaluation Multicritère	112
7.6.	Prise en compte du dividende non versé en 2020 dans l'Évaluation Multicritère	113
7.7.	Niveau du cours de bourse de Natixis avant la crise sanitaire	113
7.8.	Situation boursière de Natixis à la date d'annonce de l'Offre et hausse du cours de l'Action sur les jours précédant l'Offre	114
7.9.	Référence à l'actif net comptable comme référence pour le Prix de l'Offre (TBV et BV)	114
7.10.	Valeur de la participation Natixis dans les livres de BPCE	116
7.11.	Actifs immobiliers du Groupe	118
7.12.	Référence à l'offre publique CIC	118

8.	<u>SYNTHÈSE</u>	119
9.	<u>CONCLUSION</u>	121
	<u>ANNEXES</u>	122

## GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Accords et Opérations Connexes	Accords et opérations connexes à l'Offre
Action(s)	Action(s) de Natixis
Actions Indisponibles	Actions détenues ou à détenir par les bénéficiaires de certains plans d'attribution d'Actions Gratuites, indisponibles jusqu'à la date estimée de la clôture de l'Offre
Actionnaires Minoritaires	Actionnaires minoritaires de Natixis dont les titres sont visés par l'Offre
ACPR	Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution
AGA ou Actions Gratuites	Actions attribuées gratuitement par la Société
AM	<i>Asset Management</i>
AMF	Autorité des marchés financiers
ANC	Actif net comptable
ANCC	Actif net comptable corrigé
APAC	Asie-Pacifique
Approche Directe	Évaluation globale du Groupe
Approche SOTP	Évaluation SOTP du Groupe
AT1	<i>Additional Tier 1</i>
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
AUM	<i>Assets Under Management</i>
<i>Backstop</i>	Provisionnement prudentiel des prêts non performants ou <i>Non-Performing Loans</i>
BCE	Banque Centrale Européenne
BFI	Banque de financement et d'investissement
BGC	Banque de Grande Clientèle
BNP	BNP Paribas
BPCE	BPCE SA
BU	<i>Business Unit(s)</i>
BV	<i>Book Value</i> ou capitaux propres consolidés
Cadrage Financier	Cadrage financier basé sur des trajectoires de compte de résultat des différents métiers de Natixis à partir des modèles utilisés pour les <i>stress tests</i> fondé sur un prévisionnel de RWA par métier
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
Capital Excédentaire	Excédent de fonds propres réglementaires du Groupe ou <i>Common Equity Tier 1</i> par rapport à la contrainte prudentielle
CASA	Crédit Agricole SA
CCI	Certificats coopératifs d'investissement
CDG	Comité de Direction Générale
CDS	<i>Credit Default Swap</i>

CET1	<i>Common Equity Tier 1</i>
Cible	Natixis SA
CMPV	Cours Moyens Pondérés par les Volumes
COE	<i>Cost Of Equity</i>
Comité Ad Hoc	Comité au sein du Conseil d'Administration en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant
Communiqués	Communiqués de presse du Groupe BPCE et de Natixis du 9 février 2021 relatifs à l'Offre
Comparables Boursiers	Panel de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples boursiers
Comparables Boursiers SOTP	Comparables Boursiers mobilisés pour l'évaluation analogique SOTP du Groupe et de l'Action
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de Natixis
Conseils	Conseils juridiques et conseils financiers
Conseils financiers	Pour Natixis : Morgan Stanley Pour le Comité Ad Hoc : Lazard Pour BPCE : JP Morgan (France) et Rothschild
Conseils juridiques	Pour Natixis : Bredin Prat Pour le Comité Ad Hoc : Simmons & Simmons Pour BPCE : Darrois Villey Maillot Brochier
Consensus 2021-2023	Consensus 2021-2023 établi par la Direction en amont des résultats du Groupe du quatrième trimestre 2020 à partir des prévisions de 16 analystes pour 2021 et 2022 et 11 analystes pour 2023
Contrat(s) de Liquidité	Support(s) juridique(s) du Mécanisme de Liquidité
<i>Core Business</i>	Activités du Groupe
<i>Corporate Center</i>	Frais de structure et activités hors pôles
Coûts SDI	Coûts de mise en œuvre du programme du Schéma Directeur Immobilier
Coûts TEO	Coûts de mise en œuvre du programme de Transformation et d'Efficacité Opérationnelle
CVA	<i>Credit Value Adjustment</i>
Dates de Référence	11 janvier 2021 : date de publication dans la presse d'une hypothèse de rachat des minoritaires de Natixis 5 février 2021 : veille des rumeurs concernant l'Offre 8 février 2021 : veille de l'annonce de l'Offre
DCM	<i>Debt Capital Markets</i>
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
DDR	Document de Référence
Direction	Direction de Natixis
DVA	<i>Debit Value Adjustment</i>
EBA	<i>European Banking Authority</i>
ECM	<i>Equity Capital Markets</i>

e-commerce	Commerce électronique
EFAMA	<i>European Fund and Asset Management Association</i>
EMV	<i>Europay MasterCard Visa</i>
EPS	<i>Earning Per Share</i>
Établissement Présentateur	JP Morgan (France)
Évaluation Multicritère	Évaluation Multicritère du Groupe et de l'Action
<i>Excess Cash</i>	Capital Excédentaire
Expert Indépendant	Ledouble
FFA	Fédération Française de l'Assurance
FICC	<i>Fixed Income Clearing Corporation</i>
FRU	Fonds de Résolution Unique
FSB	<i>Financial Stability Board</i>
Groupe	Natixis et ses filiales
Groupe BPCE	BPCE, réseaux des Banques Populaires et Caisses d'Épargne et autres établissements de crédit affiliés, dont Natixis
HCSF	Haut Conseil de Stabilité Financière
H2O	H2O Asset Management
Horizon Explicite	2021-2024 pour le Cadrage Financier 2021-2023 pour le Consensus 2021-2023
IARD	Incendie, Accidents et Risques Divers
IDA	Impôt différé actif
IFRIC	<i>International Financial Reporting Interpretations Committee</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Initiateur	BPCE SA
JP Morgan (France)	JP Morgan Chase Bank, N.A., succursale de Paris
Ledouble	Ledouble SAS
LTGR	<i>Long Term Growth Rate</i>
LTIP	<i>Long Term Incentive Plan</i>
m-commerce	Commerce mobile
Mécanisme de Liquidité	Mécanisme de Liquidité des Actions Indisponibles
MiFiD	<i>Markets in Financial Instrument Directive</i>
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
n.a	Non applicable
Natixis	Natixis SA
NOL	<i>Net Operating Losses</i> ou déficits fiscaux
<i>Non Core Business</i>	Éléments non affectables au <i>Core Business</i>
NPL	<i>Non-Performing Loan(s)</i>
NSFR	<i>Net Stable Funding Ratio</i>

OCI	<i>Other Comprehensive Income</i>
Offre	Offre publique d'achat simplifiée initiée par BPCE sur les Actions
OPC	Organisme(s) de Placement Collectif
OPCVM	Organisme(s) de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
P2G	Pilier 2 <i>Guidance</i> dans le cadre des Accords de Bâle
P2R	Pilier 2 <i>Requirement</i> dans le cadre des Accords de Bâle
PAGA	Plan(s) d'Attribution Gratuite d'Actions
<i>Pay-out</i>	Taux de distribution de dividende mesuré comme le rapport entre le dividende versé au titre d'un exercice et le résultat net réalisé au titre de cet exercice
PdM	Part de Marché
P/E ou PER	<i>Price Earning Ratio</i> ou multiple de résultat net
PIB	Produit intérieur brut
Plans d'Affaires	Cadragre Financier et Consensus 2021-2023
Plan Stratégique	Plan stratégique devant être annoncé par Natixis en juin 2021
PMP	Plan Métier Paiements
PNB	Produit Net Bancaire
POS	<i>Point of Sales</i>
PRIIPS	<i>Packaged Retail Investment and Insurance-based Products</i>
Prix de l'Offre	4 € par Action (dividende attaché)
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 10 février 2021
Projet de Note d'Information en Réponse	Projet de note d'information en réponse à déposer par la Société auprès de l'AMF
Promesses	Promesse de vente et promesse d'achat d'Actions Gratuites dans le cadre du Mécanisme de Liquidité
P/AUM	Multiple d' <i>Assets Under Management</i>
P/BV	Multiple de <i>Book Value</i>
P/TBV	Multiple de <i>Tangible Book Value</i>
Rapport	Rapport d'expertise indépendante établi par Ledouble
RCS	Registre du commerce et des sociétés
Rendement de l'Action	Dividende rapporté au cours de bourse
RNPG	Résultat net part du groupe
ROE	<i>Return On Equity</i>
ROTE	<i>Return On Tangible Equity</i>
RWA	<i>Risk-Weighted Assets</i> ou actifs pondérés par les risques
SCPI	Société Civile de Placement Immobilier
SFS	Services Financiers Spécialisés
SG	Société Générale

SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
Société	Natixis
SOTP	<i>Sum Of The Parts</i>
SREP	<i>Supervisory Review and Evaluation Process</i>
<i>Stress Test(s)</i>	Test(s) de résistance bancaire
TBV	<i>Tangible Book Value</i> ou capitaux propres tangibles consolidés
TCAM	Taux de croissance annuel moyen
Transactions Comparables	Panel de transactions constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples transactionnels
Transactions Comparables SOTP	Transactions Comparables mobilisées pour l'évaluation analogique SOTP du Groupe et de l'Action
TSDI	Titres Subordonnés à Durée Indéterminée
TSS	Titres Super Subordonnés (obligations à caractère perpétuel dont le remboursement reste à la main de l'émetteur)
UC	Unité(s) de Compte
UCITS	<i>Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities</i>
WEV	<i>Warranted Equity Value</i> ou <i>Gordon Growth Model</i>

## 1. Introduction

Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné le 9 février 2021 par le conseil d'administration (le « **Conseil d'Administration** ») de Natixis (la « **Société** » ou la « **Cible** ») en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») dans le cadre du projet d'offre publique d'achat selon la procédure simplifiée, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire (l'« **Offre** »), initiée par BPCE SA (« **BPCE** » ou l'« **Initiateur** »), qui a déposé le 10 février 2021 son projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

La mission d'expertise indépendante confiée à Ledouble (la « **Mission** ») consiste à attester le caractère équitable des conditions financières de l'Offre (l'« **Attestation d'Équité** ») pour les actionnaires de Natixis appelés à y apporter leurs titres, au regard du prix de 4 € par action (dividende attaché<sup>1</sup>) (le « **Prix de l'Offre** ») annoncé dans les communiqués de presse successifs de Groupe BPCE<sup>2</sup> et de Natixis<sup>3</sup> du 9 février 2021 (les « **Communiqués** »).

### 1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** »), présentant en conclusion l'Attestation d'Équité, est établi en application de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°2006-07<sup>4</sup> et AMF n°2006-08<sup>5</sup>, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15<sup>6</sup>.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, Ledouble a été désigné par le Conseil d'Administration sur proposition d'un comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc**<sup>7</sup> ») en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de la préparation d'un avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre.

Suite à notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration, la Société nous a adressé<sup>8</sup> une lettre de mission en date du 9 février 2021 précisant le fondement réglementaire de notre désignation ainsi que les éventuelles situations de conflit d'intérêts identifiées. Cette lettre, reproduite en **Annexe 1**, précise que notre désignation entre dans le champ de l'article 261-1 I 1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup><sup>10</sup>, 4<sup>o</sup><sup>11</sup> et II<sup>12</sup> du règlement général de l'AMF, ainsi que des deux instructions AMF n°2006-07 et AMF n°2006-08 et de la recommandation AMF n°2006-15 précitées.

---

<sup>1</sup> Le dividende proposé par Natixis au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2020 s'établit à 0,06 € par action.

<sup>2</sup> Groupe BPCE, « Le Groupe BPCE annonce la simplification de son organisation et le dépôt d'une offre publique d'achat simplifiée visant les actions Natixis suivie d'un possible retrait obligatoire », 9 février 2021; slideshow, 9 février 2021.

<sup>3</sup> Natixis, « Communiqué de presse de Natixis à la suite de l'annonce par BPCE de son intention de déposer une offre publique », 9 février 2021.

<sup>4</sup> « Offres publiques d'acquisition ».

<sup>5</sup> « Expertise indépendante ».

<sup>6</sup> « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

<sup>7</sup> Le Comité Ad Hoc est constitué de l'ensemble des administrateurs indépendants, en la personne de Mme Catherine Pariset, Présidente du Comité Ad Hoc, Mme Anne Lalou, M. Bernard Oppetit, Mme Diane de Saint Victor et M. Nicolas de Tavernost ; M. Henri Proglia y est intervenu en sa qualité de Censeur du Conseil d'Administration.

<sup>8</sup> En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08.

<sup>9</sup> Natixis étant contrôlée par BPCE, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce ; BPCE détient en effet la majorité du capital et des droits de vote de Natixis.

<sup>10</sup> Les dirigeants de la Société ayant conclu avec l'Initiateur des accords susceptibles d'affecter leur indépendance.

<sup>11</sup> Compte tenu de l'existence d'accords et d'opérations connexes à l'Offre, susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre.

<sup>12</sup> Dans la perspective d'un retrait obligatoire, dans le cas où les actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de Natixis ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de Natixis à l'issue de l'Offre.

## 1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant des parties prenantes à l'Offre, plus particulièrement de la Cible et de l'Initiateur, de leurs actionnaires et de leurs conseils juridiques et financiers respectifs<sup>13</sup> (les « **Conseils** »), ainsi que de l'établissement présentateur<sup>14</sup> de l'Offre (l' « **Établissement Présentateur** »)<sup>15</sup>.

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles [261-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF et, conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Offre, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission.

En particulier :

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec l'Établissement Présentateur<sup>16</sup> ;
- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

Nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains et matériels nécessaires à la réalisation de la Mission.

Le profil et les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission figurent en **Annexe 6**.

## 1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles [262-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°[2006-07](#) et AMF n°[2006-08](#), ainsi que de la recommandation AMF n°[2006-15](#) (§ 1.1).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 2** et le calendrier d'intervention en **Annexe 3**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 5**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Offre, de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** ») et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère du Groupe en vue d'apprécier :

---

<sup>13</sup> Pour Natixis : Bredin Prat (conseil juridique) ; Morgan Stanley (conseil financier).

Pour le Comité Ad Hoc : Simmons & Simmons (conseil juridique) ; Lazard (conseil financier).

Pour BPCE : Darrois Villey Maillot Brochier (conseil juridique) et Rothschild (conseil financier).

<sup>14</sup> JPMorgan Chase Bank, N.A., succursale de Paris (« **JPMorgan (France)** »), est Établissement Présentateur et garant de la teneur et du caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur.

<sup>15</sup> La liste des personnes rencontrées et/ou contactées durant la Mission figure en **Annexe 4**.

<sup>16</sup> Les expertises financières indépendantes publiques que nous avons réalisées au cours des dernières années sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

- le caractère équitable du Prix de l'Offre ;
- l'absence d'éléments, dans les accords et opérations connexes à l'Offre (les « **Accords et Opérations Connexes** »), susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires de Natixis (les « **Actionnaires Minoritaires** »).

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec la direction générale, la direction financière et les équipes en charge des métiers du Groupe (la « **Direction** »), les membres du Comité Ad Hoc<sup>17</sup>, ainsi que les représentants de l'Initiateur, des Conseils et de l'Établissement Présentateur, ont porté notamment sur :

- les informations les plus récentes disponibles sur le marché caractérisant les activités du Groupe ;
- la documentation juridique relative à l'Offre, incluant les Accords et Opérations Connexes ;
- l'analyse du contenu du projet de Note d'Information de l'Initiateur, puis du projet de note d'information en réponse de la Société (le « **Projet de Note d'Information en Réponse** »), dans le cadre du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF ;
- les informations publiques et réglementées disponibles sur les sites Internet de la Société et de l'Initiateur ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration, des rapports de gestion présentés aux actionnaires de la Société et des décisions prises en Assemblée Générale antérieurement au projet d'Offre ;
- les informations comptables et financières de la Société et de ses filiales, ainsi que de l'Initiateur, au titre notamment du dernier exercice clos le 31 décembre 2020 ;
- l'analyse de la valeur de l'action Natixis (l' « **Action** », ensemble les « **Actions** ») à deux niveaux, dans les livres de BPCE, d'une part, et des Banques Populaires et Caisses d'Épargne<sup>18</sup>, d'autre part ;
- l'examen du cadrage financier basé sur des trajectoires de compte de résultat et d'encours d'actifs pondérés par les risques (RWA) élaborées par les équipes financières des différents métiers de Natixis à partir des modèles utilisés pour les *stress tests*<sup>19</sup> (le « **Cadrage Financier** ») qui représente un objectif minimum à atteindre à l'horizon 2024 dans le cadre du plan stratégique devant être annoncé par Natixis en juin 2021 (le « **Plan Stratégique** ») ;
- l'étude détaillée du consensus 2021-2023<sup>20</sup> par la Direction en amont des résultats du Groupe du quatrième trimestre 2020 (le « **Consensus 2021-2023** »), présenté au Conseil d'Administration qui a approuvé l'hypothèse de la Direction selon laquelle les principaux indicateurs consolidés de ce Consensus 2021-2023 constituent une borne

<sup>17</sup> Des réunions avec le Comité Ad Hoc se sont déroulées à intervalle hebdomadaire à compter de notre désignation en tant qu'Expert Indépendant jusqu'à l'émission du Rapport.

<sup>18</sup> BPCE est l'organe central du groupe bancaire coopératif composé des réseaux des Banques Populaires et Caisses d'Épargne (§ 2.1.2).

<sup>19</sup> Après prise en compte des effets liés au scénario macro-économique validé en décembre 2020 par le Comité de Direction Générale de Natixis.

<sup>20</sup> Le Consensus 2021-2023 est établi à partir de la moyenne des projections de 11 analystes formant le consensus 2023 (16 analystes en 2021 et 2022), concernant les principaux agrégats financiers de Natixis et de ses métiers, y compris le « Hors pôles » (§ 3.1.2) ; en l'absence de données suffisantes pour l'année 2024, celle-ci n'a pas été retenue.

haute par rapport aux indicateurs cibles consolidés attendus dans le cadre du Plan Stratégique ;

- la mise en œuvre de travaux de valorisation fondés sur les données du Cadrage Financier et du Consensus 2021-2023 ;
- l'exploitation de nos bases de données financières<sup>21</sup>, tant en ce qui concerne Natixis que les autres acteurs du marché bancaire ;
- la revue de l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'Action ainsi que des évènements et des communiqués de la Société permettant d'en interpréter l'évolution ;
- l'examen des notes d'analystes concernant respectivement le Groupe et les entités comparables au Groupe en termes d'activité et de modèle économique ;
- l'évaluation multicritère du Groupe et de l'Action (l' « **Évaluation Multicritère** ») ;
- la revue des travaux de l'Établissement Présentateur et la comparaison avec l'Évaluation Multicritère ;
- l'analyse des Accords et Opérations Connexes ;
- l'appréciation du Prix de l'Offre et des conditions financières de l'Offre au regard de la valorisation multicritère de l'Action, ainsi que des Accords et Opérations Connexes.

La documentation utile à nos travaux a été mise à notre disposition dans le cadre de nos requêtes documentaires et entretiens avec nos interlocuteurs, et pour partie *via* la *data room* qui nous a été ouverte. Nous tirons également nos sources d'informations des entretiens que nous avons menés auprès de nos interlocuteurs au sein de Natixis et de BPCE, ainsi que des Conseils.

Nous avons par ailleurs exploité les observations sur l'Offre, reçues directement ou par l'intermédiaire de Natixis, de BPCE et de l'AMF, formulées par des Actionnaires Minoritaires, et avons parmi eux auditionné, à leur demande, un représentant de la société de gestion Charity Investment Asset Management (CIAM) et un actionnaire individuel.

#### 1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu des confirmations auprès de la Direction et des représentants de l'Initiateur confirmant les éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

---

<sup>21</sup> Bloomberg (paramètres financiers et recensement des groupes bancaires cotés), S&P Capital IQ (données de marché, notes d'analystes, transactions dans le secteur bancaire) et Mergermarket (transactions dans le secteur bancaire).

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre, dont la décision appartient au Conseil d'Administration aux termes de l'avis motivé qu'il rendra sur l'Offre. L'Expert Indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la Note d'Information en Réponse dans laquelle est inséré le Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

## 1.5. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- les parties à l'Offre ainsi que le contexte et les modalités de l'Offre (§ 2) ;
- l'environnement, l'activité et les performances du Groupe (§ 3) ;
- nos travaux d'évaluation de l'Action (§ 4) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur (§ 5) ;
- l'analyse des Accords et Opérations Connexes (§ 6) ;
- l'examen des observations formulées par des Actionnaires Minoritaires (§ 7) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 8) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 9).

## 1.6. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- centimes d'euros (cts €) ;
- euros (€) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- milliards d'euros (Md€) ;
- billions d'euros (Bn€) ;
- trillions d'euros (Tn€).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens [hypertexte](#) [En ligne] peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

## 2. Présentation de l'Offre

### 2.1. Sociétés prenant part à l'Offre

#### 2.1.1. Cible

**Natixis** est une société anonyme à conseil d'administration sise 30 avenue Pierre Mendès France à Paris (75013) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Paris sous le numéro 542 044 524. Son capital, d'un montant de 5.052.644.851,20 €, se compose de 3.157.903.032 Actions d'une valeur nominale unitaire de 1,6 €<sup>22</sup>.

Les Actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris<sup>23</sup>.

Établissement financier français de dimension internationale et filiale du Groupe BPCE (§ 2.1.2), Natixis, qui avec ses filiales compte près de 16.000 collaborateurs répartis dans 38 pays, est spécialisé dans la Gestion d'actifs et de fortune, la Banque de Grande Clientèle ou Banque de financement et d'investissement, l'Assurance et les Paiements.

#### 2.1.2. Initiateur

**BPCE** est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance sise 50 avenue Pierre Mendès France à Paris (75013) et immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 493 455 042. Son capital s'établit à 173.613.700 €.

Établissement de crédit et prestataire de services d'investissement, BPCE est l'organe central du groupe bancaire coopératif<sup>24</sup> composé des réseaux des 14 Banques Populaires et des 15 Caisses d'Épargne<sup>25</sup> ainsi que des autres établissements de crédit affiliés, dont Natixis (le « **Groupe BPCE** »). BPCE définit la politique et les orientations stratégiques du Groupe BPCE et coordonne les politiques commerciales de chaque réseau.

BPCE détient à ce jour 2.227.221.174 Actions et autant de droits de vote théoriques représentant 70,53 %<sup>26</sup> du capital et des droits de vote théoriques<sup>27</sup> de la Société.

---

<sup>22</sup> Le capital de 5.052.644.851,20 € a été constaté par une décision du directeur général du [1<sup>er</sup> mars 2021](#).

<sup>23</sup> Sous le code ISIN FR0000120685 ; mnémonique : KN.

<sup>24</sup> Le Groupe BPCE, issu en 2009 de la fusion de la Caisse Nationale des Caisses d'Épargne (CNCE) et de la Banque Fédérale des Banques Populaires (BFBP), est le deuxième groupe bancaire français, acteur majeur en France et à l'international de la banque de proximité et assurance, de la gestion d'actifs et de fortune, de la banque grande clientèle et des services financiers spécialisés ; présent sur l'ensemble des segments de clientèle (particuliers, professionnels, entreprises, institutionnels), il compte 105.000 collaborateurs, 36 millions de clients à l'échelle mondiale, et finance plus de 20% de l'économie française.

<sup>25</sup> BPCE est contrôlée à parité par les 14 Banques Populaires et par les 15 Caisses d'Épargne, lesquelles sont la propriété de 9 millions de sociétaires.

<sup>26</sup> 2.227.221.174 Actions rapporté à un total de 3.157.903.032 Actions.

<sup>27</sup> Conformément à l'article [223-11](#) du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

## 2.2. Contexte et termes de l'Offre

### 2.2.1. Objectifs de l'Offre

L'Offre, dont les motifs sont détaillés dans le communiqué du Groupe BPCE du 9 février 2021 (§ 1) ainsi que dans le Projet de Note d'Information, répond à la volonté du Groupe BPCE de simplifier son organisation et de faire évoluer son modèle dans le cadre de la préparation de son propre plan stratégique pour « accélérer la dynamique de développement de ses métiers », et ce « à un moment où se dessine une recomposition du paysage concurrentiel des institutions financières en Europe et dans la perspective d'un nouveau cycle économique post crise sanitaire ». L'évolution du modèle du Groupe BPCE différenciera les métiers *retail*<sup>28</sup> et les métiers globaux au service des grandes clientèles<sup>29</sup>.

Par ailleurs, le Groupe BPCE « constate que la cotation de Natixis ne lui apporte pas les moyens utiles à son développement alors que les marges de manœuvre stratégiques sont davantage situées au sein du Groupe BPCE que dans les marchés<sup>30</sup>. Ainsi, « compte tenu des perspectives économiques et de marché, l'Initiateur souhaite apporter davantage de marges de manœuvre stratégiques au développement des métiers de la Société (Gestion d'actifs et de fortune, Banque de grande clientèle, Assurance et Paiements) alors que la cotation ne constitue pas un cadre adapté à la réalisation de cet objectif<sup>31</sup>. Dans un contexte où la capacité des banques à lever des capitaux en bourse s'avère contraint<sup>32</sup>, le financement du plan industriel du Groupe BPCE serait dès lors porté par ses fonds propres.

L'Initiateur n'attend pas de synergies du fait de l'Offre ; l'économie des coûts de cotation de l'Action dans l'hypothèse de la radiation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris après la mise en œuvre du retrait obligatoire n'est pas significative au regard du coût de l'Offre<sup>33</sup>.

Dans la mesure où BPCE détient plus de 70% du capital et des droits de vote de la Société (§ 2.1.2), l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

### 2.2.2. Prix de l'Offre

Comme indiqué dans les Communiqués (§ 1), l'Offre sera entièrement rémunérée en numéraire, au Prix de l'Offre de **4 € par Action (dividende attaché<sup>34</sup>)**, sur la fraction du capital de Natixis non détenue par BPCE.

---

<sup>28</sup> Banque de proximité et assurance, Solutions et Expertise Financière, Assurance et Paiements.

<sup>29</sup> Gestion d'actifs, Gestion de fortune, Banque de grande clientèle.

<sup>30</sup> Projet de Note d'Information, § 1.2.1 « Stratégie et poursuite des activités de la Société », pp. 6-7.

<sup>31</sup> Projet de Note d'Information, § 1.1.3 « Motifs de l'Offre », p. 6.

<sup>32</sup> Du fait notamment de la chute tendancielle depuis 2006 de la valorisation des banques françaises et européennes rapportée à leurs fonds propres, ainsi que de l'accroissement des exigences réglementaires en capital et du coût du capital retenu par le marché sur le secteur bancaire (§ 3.2.6).

<sup>33</sup> Projet de Note d'Information, § 1.2.6 « Synergies – Gains économiques », p. 9. En outre la fiscalisation de la quote-part de frais et charges serait amendée du fait de l'entrée de Natixis dans le groupe fiscal BPCE.

<sup>34</sup> Le dividende proposé par Natixis au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2020 est de 0,06 € par Action.

## 2.3. Périmètre de l'Offre

### 2.3.1. Actions visées par l'Offre

L'Offre porte sur :

- les **928.220.277 Actions** non encore détenues par l'Initiateur, représentatives de 89.416.505 Actions au titre de l'actionnariat salarié et de 838.803.772 Actions réparties au sein du flottant, soit 29,4%<sup>35</sup> du capital de la Société ;
- les **298.166 Actions nouvelles** susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre<sup>36</sup> à raison de l'acquisition définitive<sup>37</sup> des Actions attribuées gratuitement par la Société (les « **Actions Gratuites** ») ;

soit au total sur un nombre maximum de **928.518.443 Actions**.

### 2.3.2. Actions non visées par l'Offre

L'Offre ne porte pas sur les 2.461.581 Actions auto-détenues (§ 4.1.3) qui ne sont pas visées par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

## 2.4. Financement de l'Offre

Dans l'hypothèse où l'intégralité des Actions visées par l'Offre seraient apportées à l'Offre, le montant total de la contrepartie en numéraire devant être payée par l'Initiateur aux actionnaires de la Société ayant apporté leurs Actions à l'Offre s'élèverait à 3.714.073.772 € (hors frais et commissions liés à l'Offre).

L'Offre sera financée par l'Initiateur sur ses ressources propres<sup>38</sup>.

## 2.5. Retrait obligatoire et radiation des Titres<sup>39</sup>

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, BPCE a l'intention de demander à l'AMF, dans l'hypothèse où les conditions d'un retrait obligatoire seraient réunies (§ 1.1), et dans un délai de trois mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions non présentées à l'Offre autres que les Actions détenues par l'Initiateur (ou assimilées à celles-ci en ce compris les Actions auto-détenues, non apportées à l'Offre (§ 2.3.2)), et les Actions bénéficiant du Mécanisme de Liquidité (et assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur (§ 2.6)), moyennant une indemnisation unitaire au Prix de l'Offre.

---

<sup>35</sup> Périmètre de l'Offre : 928.220.277 Actions / Nombre d'Actions en circulation : 3.157.903.032 Actions (§ 2.1.1) sur la base des informations transmises par Natixis au 1<sup>er</sup> mars 2021.

<sup>36</sup> Projet de Note d'Information, § 2.5 « Situation des bénéficiaires de droits à recevoir des actions gratuites et des titulaires d'Actions Indisponibles », pp. 12-14. Sur la base du calendrier présenté dans le Projet de Note d'Information, la clôture de l'Offre interviendrait avant le 1<sup>er</sup> mars 2022. Ces actions pourront ne pas être disponibles pour leur titulaire et seront alors couvertes par le mécanisme de liquidité présenté *infra* (§ 2.6.3).

<sup>37</sup> Au titre d'un plan d'attribution gratuite d'actions de performance (« **PAGA** ») et d'un plan métier paiements (« **PMP** »), dont les dates d'acquisition des titres sont antérieures au 1<sup>er</sup> mars 2022, date bornant la clôture de l'Offre, estimée selon le calendrier présenté dans le Projet de Note d'Information : PAGA CDG 2017 : 75.085 AGA ; PMP 2018 Tranche 1 : 223.081 AGA.

<sup>38</sup> Projet de Note d'Information, § 2.10.2 « Mode de financement de l'Offre », p. 18.

Nombre maximum d'Actions visées par l'Offre : 928.518.443 Actions (§ 2.3.1) x Prix de l'Offre : 4 €.

<sup>39</sup> Projet de Note d'Information, § 1.2.5 « Intentions en matière de retrait obligatoire », pp. 8-9.

Dans l'hypothèse où il ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, l'Initiateur se réserve la possibilité de déposer un projet d'offre publique de retrait, suivie le cas échéant, d'un retrait obligatoire visant les Actions qu'il ne détiendrait pas, directement ou indirectement, seul ou de concert à cette date. Dans ce cadre, l'Initiateur n'exclut pas d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables.

## 2.6. Accords et Opérations Connexes

Les Accords et Opérations Connexes se rapportent aux dispositions concernant les Actions Gratuites :

- la liquidité assurée par l'Initiateur aux bénéficiaires des Actions Gratuites en cours d'acquisition (§ 2.6.1) et aux détenteurs d'autres Actions Indisponibles telles que définies ci-après (§ 2.6.2) par un dispositif en assurant la liquidité (le « **Mécanisme de Liquidité** ») (§ 2.6.3) ;
- la modification des objectifs de performance permettant aux bénéficiaires de certains plans d'attribution gratuite d'Actions d'acquérir des Actions Gratuites, et la cristallisation de certains droits à recevoir des Actions Gratuites qui seront converties en « actions fantômes » (les « *Phantom shares* ») (§ 2.6.4).

### 2.6.1. Actions Gratuites en cours d'acquisition

Les 6.083.355 Actions Gratuites en cours d'acquisition (§ 6.1) comprennent :

- 298.166 Actions Gratuites susceptibles d'être émises avant la date estimée de la clôture de l'Offre à raison de leur acquisition définitive, et visées par l'Offre (§ 2.3.1) ;
- 5.785.189 Actions Gratuites dont l'acquisition définitive interviendra postérieurement à la date estimée de la clôture de l'Offre.

### 2.6.2. Actions Indisponibles

Certaines Actions détenues par les bénéficiaires de plans d'attribution d'Actions Gratuites, ou qui seront détenues par ces bénéficiaires en cas d'expiration de la période d'acquisition préalablement à la date estimée de clôture de l'Offre, sont indisponibles à la date de dépôt du Projet de Note d'Information et le demeureront jusqu'à la date estimée de clôture de l'Offre<sup>40</sup> (les « **Actions Indisponibles** »).

Outre les Actions Gratuites en cours d'acquisition (§ 2.6.1), les Actions Indisponibles correspondent à :

- 99.913 Actions déjà émises soumises à des obligations de conservation additionnelle :
  - stipulées dans les règlements des plans d'attribution gratuite d'Actions aux termes desquelles tout ou partie des Actions reçues par les membres du Comité de Direction Générale de Natixis sont incessibles jusqu'à la cessation par leur titulaire de leurs fonctions au sein du Comité de Direction Générale ; ou

---

<sup>40</sup> Y compris certaines Actions pour lesquelles la période de conservation a, ou aura, expiré à la date du Projet de Note d'Information ou à la date estimée de clôture de l'Offre.

- relevant des dispositions de l'article [L. 225-197-1](#) II du Code de commerce en application desquelles le Conseil d'Administration a imposé aux mandataires sociaux de la Société une obligation de conservation de leurs titres jusqu'à la cessation de leurs fonctions ;
- 4.771.416 Actions déjà émises dans l'attente de l'expiration d'un délai de détention fiscale.

### 2.6.3. Mécanisme de Liquidité

Le Mécanisme de Liquidité revêt juridiquement la forme d'un Contrat de Liquidité aux termes duquel l'Initiateur consentira à chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites en cours d'acquisition et chaque détenteur d'autres Actions Indisponibles une promesse d'achat, exerçable pendant soixante jours à partir de la Date de Disponibilité telle que définie *infra*, associée à une promesse de vente (les « **Promesses** ») consentie à l'Initiateur par chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites en cours d'acquisition et chaque détenteur d'autres Actions Indisponibles, exerçable à compter de la fin de la période d'exercice de la promesse d'achat, si celle-ci n'est pas exercée (le « **Contrat de Liquidité** »). Les promesses d'achat et de vente ne pourront être exercées que dans l'hypothèse où l'Initiateur serait en mesure de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

La Date de Disponibilité correspondra au jour où les Actions faisant l'objet d'un Contrat de Liquidité deviendront cessibles au résultat de :

- l'expiration de la période d'acquisition, de la période de conservation (si applicable), ou, le cas échéant, du délai de détention fiscale ; ou
- la cessation des fonctions au titre desquelles le titulaire desdites Actions était soumis à une obligation de conservation.

Le prix d'exercice par Action des promesses d'achat et de vente sera calculé sur la base d'une formule qui, s'il était déterminé à la date du dépôt du Projet de Note d'Information et du dépôt du Projet de Note d'Information en Réponse, aboutirait au Prix de l'Offre.

En cas de mise en œuvre, le cas échéant, du retrait obligatoire, les Actions faisant l'objet du Mécanisme de Liquidité seront assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur<sup>41</sup>, et ne seront pas visées par le retrait obligatoire ; elles seront cédées à terme à l'Initiateur dans le cadre du Contrat de Liquidité.

### 2.6.4. Modification des objectifs de performance

Le Conseil d'Administration qui se réunira le 15 mars 2021, sera appelé à se prononcer sur (i) une révision des indicateurs de performance permettant l'acquisition d'Actions Gratuites par les bénéficiaires de certains plans d'attribution gratuite d'Actions lorsque ces indicateurs ne seront plus disponibles ou adaptés à l'issue de l'Offre et (ii) la cristallisation de certains droits à actions en fonction de l'atteinte des critères de performance existants, ainsi que la conversion de ces droits en *Phantom shares*. Les conditions de ces révisions ont été approuvées par le Comité des rémunérations lors de sa séance du 8 mars 2021, connaissance prise d'une étude menée par un cabinet spécialisé.

---

<sup>41</sup> Conformément à l'article [L. 233-9](#) I, 4° du code de commerce.

## 3. Présentation du Groupe

L'activité historique du Groupe (§ 3.1) en lien avec l'évolution récente de son environnement (§ 3.2) et ses performances historiques (§ 3.3) sont présentées ci-après.

Ces informations, complétées par une analyse SWOT (§ 3.4), permettent d'apprécier les principaux facteurs de risques inhérents au Groupe et à son environnement, que nous avons pris en compte dans nos travaux d'évaluation.

### 3.1. Présentation de Natixis

#### 3.1.1. Historique du Groupe

Fruit du rapprochement des activités de banque de financement et d'investissement, de gestion d'actifs, d'assurance et de services financiers des groupes Banques Populaires et Caisses d'Épargne, Natixis a été créée en 2006 et a fait l'objet d'une opération secondaire la même année.

Les étapes marquantes du développement des activités de Natixis ont été les suivantes<sup>42</sup> :

- **2006** : la société Coface, assureur-crédit, devient filiale de Natixis qui en détient la totalité du capital ;
- **2007** : cession de CIFG, filiale spécialisée dans le rehaussement de crédit, aux Banques Populaires et aux Caisses d'Épargne ; création d'Ostrum AM ;
- **2008** : cession de 35% du capital de CACEIS<sup>43</sup> à Crédit Agricole S.A. dans le cadre du recentrage stratégique du Groupe ;
- **2009** : suite à la crise financière de 2008, et parallèlement à la constitution du Groupe BPCE, Natixis lance son premier grand plan stratégique pour la période 2009-2013, « *New Deal* » ;
- **2010** : création du modèle multi affilié en Europe par Natixis Asset Management, avec notamment le lancement de H2O Asset Management (« **H2O** »)<sup>44</sup> ;
- **2013** : présentation du plan stratégique 2014-2017, baptisé « *New Frontier* », visant à accentuer le développement et l'internationalisation des métiers, à accroître l'efficacité opérationnelle et à optimiser l'allocation de capital ; cession des participations au sein des CCI<sup>45</sup> et dénouement du P3CI<sup>46</sup> ;

---

<sup>42</sup> Durant cette période, Natixis a également mené progressivement des opérations de croissance externe, essentiellement dans le métier de la Gestion d'actifs et de fortune.

<sup>43</sup> Coentreprise de services aux investisseurs.

<sup>44</sup> H2O Asset Management est une société de gestion basée à Londres, spécialisée notamment dans les stratégies « *global macro* ». Elle adresse son offre à des investisseurs institutionnels, des entreprises, ainsi qu'à des particuliers, à travers une gamme de fonds gérés activement sur les marchés internationaux d'actions, de taux et de devises.

<sup>45</sup> Depuis sa création en 2006, Natixis détenait une participation minoritaire de 20% au capital de chacune des Caisses d'Épargne et de Prévoyance et de chacune des Banques Populaires sous la forme de certificats coopératifs d'investissement (CCI).

<sup>46</sup> Émission de 6,9 Md€ d'obligations souscrite par BPCE en 2012 dans le but de renforcer les fonds propres de la banque.

- **2014** : création du pôle Assurances de Natixis et acquisition par Natixis Assurances de 60% du capital de BPCE Assurances auprès de BPCE SA et Muracef ; lancement de la société de gestion Mirova au sein du modèle multi affilié européen de Natixis Asset Management ;
- **2015** : acquisition de DNCA qui vient compléter le dispositif de Natixis Asset Management ;
- **2016** : renforcement des positions de Natixis dans la finance intermédiée *via* la création de deux sous-activités distinctes, « *Global finance* » et « *Investment banking* », permettant la bascule vers un modèle « *Originate to distribute* », consistant à regrouper toute la chaîne logistique du financement, de l'émission à la distribution ;
- **2017** : regroupement de toutes les activités et solutions de paiement du Groupe sous Natixis Payment Solutions, et annonce du nouveau plan stratégique *New Dimension 2018-2020* « *Deepen, digitalize, differentiate* » ;
- **2018** : Simplification du Groupe BPCE avec l'annonce<sup>47</sup> de la cession par Natixis de ses activités de banque de détail (Affacturage, Cautions & garanties, Crédit-bail, Crédit à la consommation et Titres) à BPCE SA ;
- **2020** : annonce de la cession à Arch Capital Group d'un bloc de titres de Coface, en représentant 29,5% du capital et des droits de vote, à la suite de laquelle la Société ne détient plus que 12,7% du capital de Coface<sup>48</sup> ; annonce de la cession de la participation de 50,01% de Natixis au sein de H2O ;
- **2021** : annonce de l'Offre.

### 3.1.2. Activités du Groupe

Natixis est un établissement financier français de dimension internationale spécialisé dans la gestion d'actifs et de fortune, la banque de financement et d'investissement, l'assurance et les paiements, opérant principalement en France et aux États-Unis sur quatre métiers principaux<sup>49</sup> :

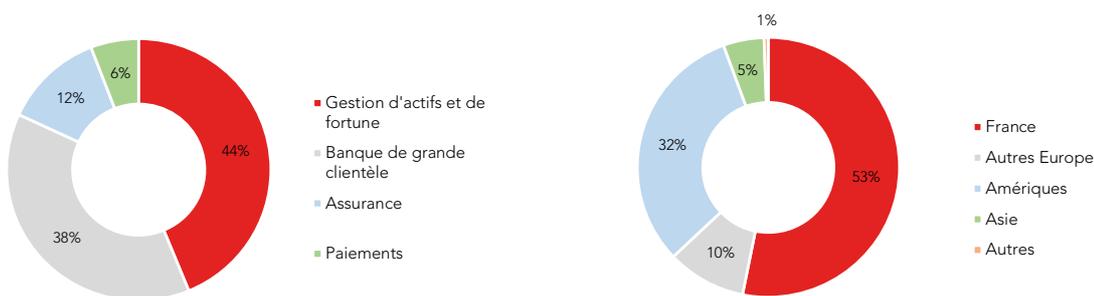
- la **Gestion d'actifs et de fortune**, regroupant les activités d'*Asset Management* (« **AM** »), notamment *via* sa filiale Natixis Investment Managers, et de gestion de fortune *via* sa filiale Natixis Wealth Management ;
- la **Banque de Grande Clientèle** (« **BGC** »), concentrant ses activités de banque de financement et d'investissement ;
- l'**Assurance** ;
- les **Paiements**.

<sup>47</sup> Cession effective en 2019.

<sup>48</sup> Cession finalisée en 2021.

<sup>49</sup> En excluant les activités « Hors pôles » (§ 3.1.2.5).

## Répartition du PNB par activité<sup>50</sup> et par zone géographique en 2020



Source : Natixis

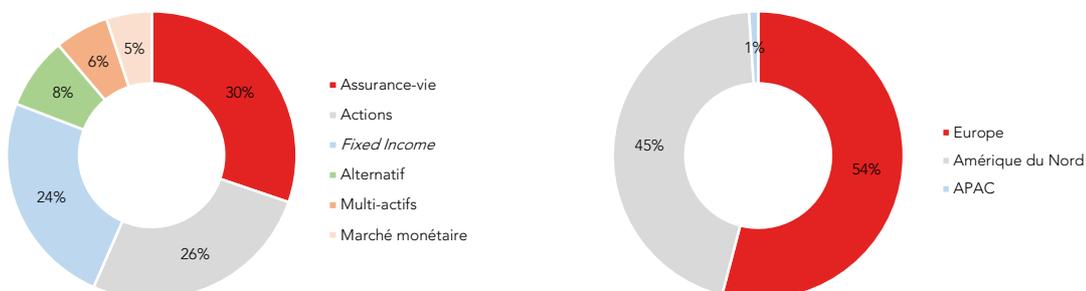
### 3.1.2.1. Gestion d'actifs et de fortune

Le pôle **Gestion d'actifs et de fortune** (44% du PNB du Groupe) comprend majoritairement la gestion d'actifs (94%)<sup>51</sup>, et secondairement la gestion de fortune (6%).

#### > Gestion d'actifs

L'activité de Gestion d'actifs, contributrice significative au PNB du Groupe, accompagne les investisseurs institutionnels, les entreprises et les particuliers à l'international dans la construction de leur portefeuille.

## Répartition des AUM par catégorie d'actifs et par zone géographique\* en 2020



Source : Natixis

\*Sur base de l'implantation de l'affiliée.

Avec un total de 1.117 Md€ d'actifs sous gestion (« **AUM** ») au 31 décembre 2020, Natixis Investment Managers se positionne comme le deuxième gestionnaire d'actifs en Europe. L'activité est développée à parts égales en Europe et aux États-Unis, et est par ailleurs en cours d'expansion en Asie-Pacifique<sup>52</sup>.

<sup>50</sup> Les pourcentages de PNB présentés sont calculés sur l'ensemble des activités à l'exclusion du « Hors pôles » dont le PNB est négatif en 2020.

<sup>51</sup> Source : Natixis, « Résultats 4T20 et 2020 », [9 février 2021](#).

<sup>52</sup> À titre d'exemple, Natixis a annoncé à [fin 2017](#) l'acquisition d'une participation majoritaire (51,9%) dans *Investors Mutual Limited* (6,1 Md€ d'actifs sous gestion), nouvel affilié de Natixis Global Asset management localisé en Australie, après l'ouverture d'un bureau à Sydney en 2015.

Les différentes sociétés de gestion spécialisées<sup>53</sup> constituant le pôle Gestion d'actifs assurent la présence du Groupe sur l'ensemble des classes d'actifs. Ce métier est géré au sein de Natixis en suivant un modèle multi-boutiques assurant notamment une autonomie de gestion pour les affiliés et une diversification pour Natixis. Ce modèle s'appuie sur des expertises pointues qui peuvent avoir comme contrepartie une accentuation du niveau de risque, requérant un modèle de supervision adapté, ainsi que des frais de gestion majorés.

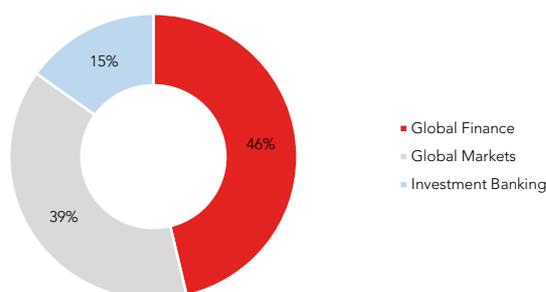
### > Gestion de fortune

Natixis Wealth Management propose un panel de produits et services en matière de gestion de fortune (*private equity*, crédit, produits structurés, gestion conseillée, assurance vie, solutions immobilières, conseil en *corporate advisory* et ingénierie patrimoniale).

#### 3.1.2.2. Banque de Grande Clientèle

Le pôle **Banque de Grande Clientèle** (38% du PNB du Groupe), propose aux entreprises et aux acteurs institutionnels des solutions d'investissement et de financement diversifiées ainsi qu'un accès aux marchés de capitaux.

#### Répartition du PNB en 2020 au sein de la Banque de Grande Clientèle<sup>54</sup>



Source : Natixis

Le métier de la Banque de Grande Clientèle se répartit sur trois segments distincts :

- > le segment **Global Finance** (financements), qui regroupe notamment l'origination, l'arrangement et la syndication de financements structurés ainsi que la gestion du portefeuille de l'ensemble des financements structurés et classiques, dans le cadre d'un modèle *originate-to-distribute* (O2D) ;
- > le segment **Global Markets** (marchés de capitaux), positionné sur les divisions suivantes :
  - **FIC-T<sup>55</sup>**, consistant en une offre de produits et solutions de financement, d'investissement et de couverture sur les marchés de taux, de crédit, de change et de matières premières ;

<sup>53</sup> Parmi lesquelles AEW, DNCA, Harris Associates, Loomis Sayles.

<sup>54</sup> Hors segment indifférencié, incluant diverses activités gérées en cours d'extinction, dont le PNB est négatif en 2020.

<sup>55</sup> *Fixed Income, Commodities and Treasury*, soit 95% du PNB de l'activité *Global Markets*. En 2019, *Fixed Income, Commodities and Treasury* représentaient 74% du PNB de l'activité *Global Markets*.

- *Equity*<sup>56</sup>, avec une gamme de solutions sur le marché actions combinée à une offre *Global securities financing*, issue du rapprochement des équipes des dérivés actions et du *fixed income* ;
- *Desk CVA*<sup>57</sup>/*DVA*<sup>58</sup>, évaluant et gérant les expositions *XVA*<sup>59</sup> (ajustements de valorisations sur des produits dérivés) ;
- le segment **Investment Banking** (banque d'investissement) dont l'activité se segmente principalement autour des financements stratégiques et d'acquisitions, des financements sur les marchés primaires obligataires et actions, et de l'ingénierie financière sur participations. Au sein de ce segment se trouvent également les activités de fusions-acquisitions de Natixis, principalement opérées au travers d'un modèle multi-boutique (Natixis Partners, Natixis Partners Spain, PJ Solomon, Vermilion Partners, Fenchurch Advisory Partners, Azure Capital et Clipperton).

La stratégie du pôle Banque de Grande Clientèle dans son ensemble vise à proposer des solutions innovantes<sup>60</sup>, adaptées à chaque client, au contexte de marché et aux évolutions réglementaires.

### 3.1.2.3. Assurance

Le pôle **Assurance** (12% du PNB du Groupe) est principalement déployé en France *via* la société holding Natixis Assurances, qui détient des filiales organisées autour de trois métiers :

- le métier **Assurances de personnes**, axé sur des portefeuilles d'assurance vie et de capitalisation ainsi que de contrats de prévoyance ;
- le métier **Assurances non-vie**, sur des produits de type IARD<sup>61</sup> avec des assurances automobiles, multirisque habitation, accidents de la vie, protection juridique, santé et diverses garanties dommages ;
- l'activité **Assurances corporate**, traitant des sujets transverses au Groupe BPCE ne relevant pas des compagnies d'assurances filiales, comme le programme d'assurance du Groupe BPCE.

<sup>56</sup> Près de 4% du PNB de l'activité BGC.

<sup>57</sup> *Credit Value Adjustment* ou risque de contrepartie ; il estime en date de valorisation les pertes attendues sur un dérivé, par la différence entre la valeur sans risque d'un portefeuille et la valeur de celui-ci en tenant compte du défaut potentiel des contreparties associé au risque de dégradation de leur rating.

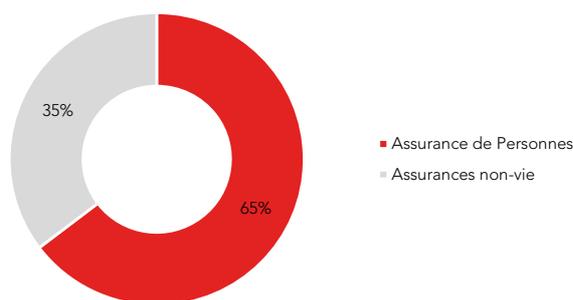
<sup>58</sup> *Debit Value Adjustment* ou risque de crédit propre (pendant du CVA) ; il consiste à intégrer la possibilité du défaut de l'établissement émetteur dans la valorisation du produit dérivé. Le DVA implique ainsi une surcote sur la valorisation d'un dérivé reconnue par l'entité en raison du risque de crédit qu'elle fait subir à la contrepartie.

<sup>59</sup> *X-Value Adjustment*.

<sup>60</sup> Pour mémoire, la Banque de Grande Clientèle Natixis a été élue « Banque d'investissement la plus innovante sur les activités dérivés actions » par The Banker en [2016](#).

<sup>61</sup> Incendie, Accidents et Risques Divers ; pour mémoire, Natixis Assurance a parachevé en 2020 la convergence des modèles IARD entre les Banques Populaires et les Caisses d'Épargne. La filiale BPCE IARD est une société codétenue avec Covea.

## Répartition du PNB au sein des 5 filiales les plus importantes du pôle Assurance



Source : Natixis

Les filiales les plus importantes du pôle Assurances sont les suivantes :

- Au sein du métier Assurance de Personnes :
  - BPCE Vie, société d'assurance mixte ;
  - BPCE Prévoyance, société d'assurance non-vie (accident, maladie et pertes pécuniaires) ;
  - Natixis Life, société d'assurance vie luxembourgeoise ;
- Au sein du métier Assurance non-vie :
  - BPCE Assurances, société d'assurance non-vie proposant des produits IARD ;
  - BPCE IARD, société d'assurance non-vie, positionnée sur les produits IARD.

La distribution de l'offre Natixis Assurances s'appuie sur le maillage territorial important du Groupe BPCE, fort des 14 Banques Populaires régionales totalisant plus de 3.300 agences, associées aux 15 Caisses d'Épargne régionales regroupant 4.200 agences.

### 3.1.2.4. Paiements

L'activité **Natixis Payments** (6% du PNB du Groupe), qui gère 23 millions de cartes et intervient sur plus de 8 milliards de transactions par an, est présente sur l'ensemble de la chaîne de valeur des paiements, de l'émission à l'acquisition, par l'intermédiaire des *business units* (« BU ») suivantes :

- la BU **Payment Processing Services**, organisée autour des activités de *processing*, essentiellement Monétique et Flux ;
- la BU **Digital**, offrant des solutions digitales et physiques aux marchands ;
- la BU **Benefits**, en charge d'une gamme de solutions d'émissions et de produits prépayés.

L'activité Paiements se caractérise par une volatilité réduite, étant moins soumise aux fluctuations macroéconomiques que les activités de marchés, et bénéficiant, à l'instar de l'activité Assurance, d'une base de clients captive liée au Groupe BPCE.

Natixis Payments, avec le Groupe BPCE, constitue le premier émetteur de cartes Visa en Europe continentale, et a vocation à devenir un *pure player* sur l'activité Paiements en Europe ; dans cet objectif, des acquisitions de plusieurs *fintechs*<sup>62</sup>, spécialisées dans les paiements électroniques et le e-commerce, ont été entreprises.

### 3.1.2.5. Hors pôles

Les activités **Hors pôles** sont constituées :

- des mécanismes de centrale financière, correspondant notamment à l'ensemble des activités de gestion actif et passif du bilan ;
- des résultats du portefeuille de participations de la banque ne relevant pas de l'activité d'un pôle en particulier ;
- des activités de capital-investissement pour compte propre, gérées en mode d'extinction, ainsi que celles de Natixis Algérie<sup>63</sup>.

Ce segment intègre les coûts de structure de Natixis ainsi que la contribution au Fonds de Résolution Unique<sup>64</sup>.

## 3.2. Environnement et tendances des marchés du Groupe<sup>65</sup>

En relation avec les marchés sur lesquels intervient Natixis (§ 3.1), sont présentées, ci-après, les principales caractéristiques du marché des banques françaises considéré dans son ensemble (§ 3.2.1), ainsi que des marchés de la gestion d'actifs et de fortune (§ 3.2.2), de la banque de grande clientèle (ou banque de financement et d'investissement) (§ 3.2.3), de l'assurance (§ 3.2.4) et des paiements (§ 3.2.5).

### 3.2.1. Marché bancaire français

Le paysage bancaire français est dominé par six banques principales<sup>66</sup>, se divisant en deux catégories<sup>67</sup> :

- les groupes mutualistes ou coopératifs, parmi lesquels Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel et BPCE ;
- les banques centralisées, incluant BNP Paribas, Société Générale et La Banque Postale.

Au sein de ce marché oligopolistique, le modèle de la banque universelle s'impose, avec une présence sur trois métiers principaux :

- la banque de détail, représentant plus de la moitié<sup>68</sup> du PNB agrégé des six banques dominantes ;

---

<sup>62</sup> Payplug, S Money, Dalenys et Comiteo.

<sup>63</sup> Banque universelle, Natixis Algérie offre une gamme étendue de produits et services financiers aux grandes entreprises, PME-PMI, professionnels et particuliers algériens.

<sup>64</sup> Mécanisme de résolution bancaire.

<sup>65</sup> Source : Documentation sectorielle recensée en **Annexe 5**.

<sup>66</sup> Les six principaux groupes susmentionnés ont réalisé plus de 95% de l'activité générée par les dix premières banques françaises en 2019. Source : Xerfi, « Le marché bancaire en France », août 2020.

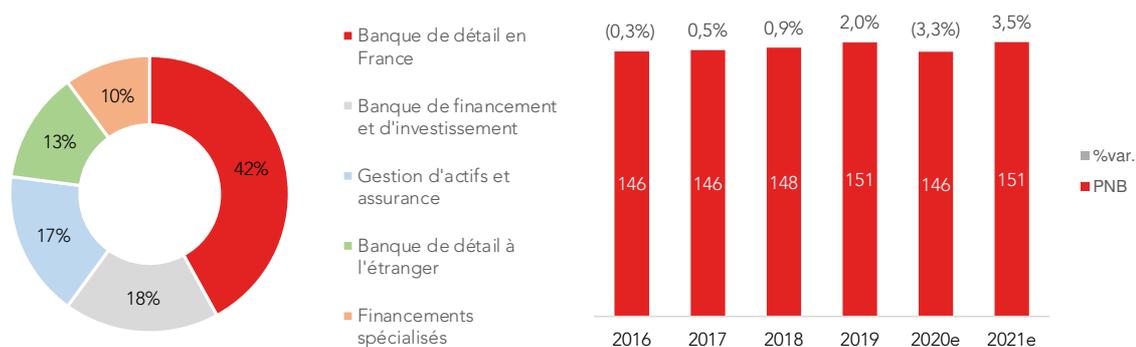
<sup>67</sup> Source : Xerfi, « Le marché bancaire en France », août 2020.

<sup>68</sup> 55% en 2019.

- la gestion d'actifs ;
- la banque de financement et d'investissement.

À ces métiers historiques s'ajoute un investissement croissant, de la part des banques universelles françaises, sur le marché de l'assurance.

### Répartition du PNB des principaux groupes bancaires français en 2019 et évolution de leur PNB global sur la période 2016-2021e (Md€)



Source : Xerfi

Après une croissance modérée mais continue entre 2016 et 2019, le PNB des principaux groupes bancaires français a reculé de 3,3% en 2020 (donnée estimée), conséquence notamment de la crise sanitaire survenue à compter du mois de mars 2020 ; la reprise attendue de l'atténuation progressive du contexte pandémique devrait leur permettre de rejoindre ensemble dès 2021 le niveau de PNB de 2019.

Ces données intègrent toutefois une part significative d'activité de banque de détail que nous n'abordons pas dans la mesure où elle n'est plus exercée par Natixis<sup>69</sup>, et sont la combinaison de tendances distinctes par métiers et zones géographiques d'activité ; l'étude différenciée des composantes du marché bancaire est exposée *infra*.

### 3.2.2. Marché de gestion d'actifs<sup>70</sup>

Un gestionnaire d'actifs pour compte de tiers, en tant que prestataire de services financiers, prend en charge la gestion des actifs de ses clients dans le but d'en obtenir le meilleur rendement possible en fonction du risque choisi. La gestion pour compte de tiers peut consister en :

- la gestion de portefeuille ou gestion individualisée sous mandat pour le compte de l'investisseur (particuliers, entreprises ou investisseurs institutionnels) ;
- la gestion collective par l'intermédiaire d'organismes de placement collectif (« OPC »).

Nous présentons, ci-après, les évolutions majeures du marché sur plusieurs zones géographiques : les États-Unis, l'Europe, puis plus spécifiquement la France.

<sup>69</sup> Pour mémoire, l'activité SFS de Natixis, intégrée à BPCE en 2019 (§ 3.1.1), a représenté en moyenne 15% du PNB du Groupe entre 2016 et 2018.

<sup>70</sup> La gestion de fortune génère une faible part (environ 6%) du PNB du pôle Gestion d'actifs et de fortune, et n'est dès lors pas incluse dans cette présentation.

### 3.2.2.1. États-Unis

Le marché de la gestion d'actifs en Amérique du Nord, représentant 48% des AUM mondiaux, a réalisé en 2019 la progression la plus importante (+19% versus 13% en Europe).

#### Évolution des AUM en Amérique du Nord (Tn€)



Source : Boston Consulting Group

La croissance des actifs sous gestion en 2019 s'explique principalement par la politique d'assouplissement quantitatif menée aux États-Unis par la *Federal Reserve*, associée à un environnement socio-économique favorable (forte consommation des ménages<sup>71</sup>, niveau de chômage historiquement bas<sup>72</sup>).

Cet historique de croissance a été interrompu en 2020, avec des AUM à l'échelle mondiale qui étaient attendus en recul de 1,7 Tn€ dès le mois d'août<sup>73</sup>, cette évolution étant due principalement aux marchés américains et européens.

### 3.2.2.2. Europe

La gestion d'actifs se concentre en Europe sur 6 pays principaux, qui représentent 84% du marché : le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne, la Suisse, l'Italie et les Pays-Bas.

#### Répartition des AUM en Europe (Md€)

Rang	Pays	AUM	PdM
1	Royaume-Uni	8 609	37%
2	France	4 072	18%
3	Allemagne	2 190	9%
4	Suisse	1 912	8%
5	Italie	1 315	6%
6	Pays-Bas	1 207	5%
7	Autres	3 791	16%
<b>Total</b>		<b>23 096</b>	<b>100%</b>

Source : EFAMA, *Asset Management in Europe*, novembre 2020

<sup>71</sup> En hausse de 2,6% au quatrième trimestre 2019 en glissement annuel. Source : Statista, « Quarterly consumer spending in the United States from 2017 to 2019 », [1<sup>er</sup> décembre 2020](#).

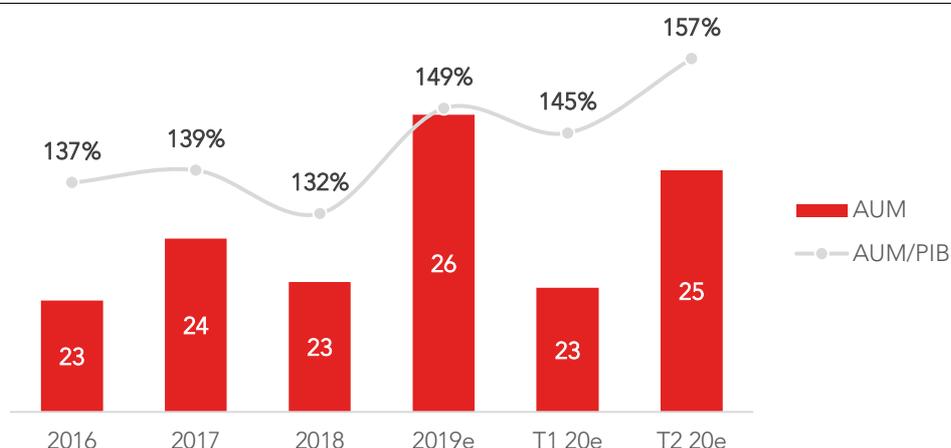
<sup>72</sup> Taux de chômage ayant atteint en 2019 son plus bas niveau en 50 ans (à 3,5% en décembre). Source : CNBC, « Job market ends 2019 with disappointing 145,000 growth in payrolls », [10 janvier 2020](#).

<sup>73</sup> Institutional Investor, « Covid-19 Expected to Shrink Asset Management Industry by Almost \$2 Trillion », [août 2020](#).

Les AUM en Europe ont progressé de façon continue entre 2012 et 2017, de 15,4 Tn€ à 23,8 Tn€ (+55%). En 2018, le repli du marché actions a conduit à un déclin des AUM, suivi d'un rebond immédiat en 2019 grâce à la bonne performance des marchés obligations et actions.

La sensibilité du métier à l'impact de la crise sanitaire s'avère similaire : un déclin de 11% est observé au premier trimestre 2020, suivi dès le second trimestre d'un rebond de 8%.

### Évolution des AUM européens<sup>74</sup> (Tn€)



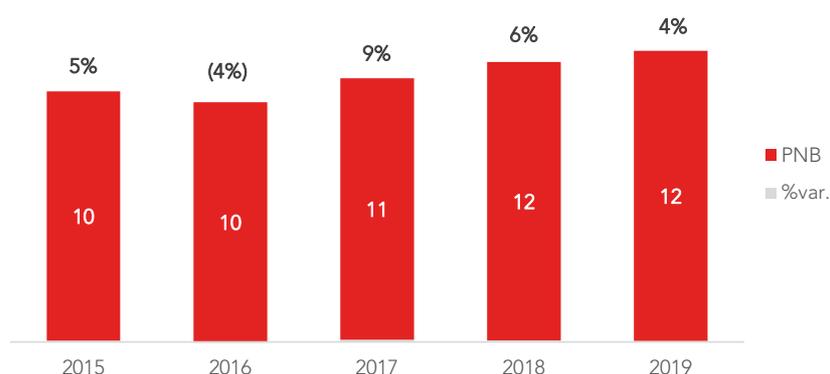
Source : EFAMA

Les notes d'analystes couvrant le secteur de la gestion d'actifs en Europe<sup>75</sup> soulignent également un rebond qui se prolonge en ce début d'année 2021, permettant d'anticiper un retournement cyclique positif<sup>76</sup>.

### 3.2.2.3. France

Les revenus issus de la gestion d'actifs des principales banques françaises présentent un TCAM de 3,9% entre 2015 et 2019.

### Évolution du PNB des principales banques françaises en gestion d'actifs (Md€)



Source : Xerfi

<sup>74</sup> Actifs gérés par des gérants tiers en Europe (rapportés dans le graphe au PIB de l'ensemble des pays européens).

<sup>75</sup> JP Morgan, Morgan Stanley, UBS.

<sup>76</sup> Source : Couverture de la Recherche UBS en catégorie Gestion Active, janvier 2021.

Les gestionnaires d'actifs français sont confrontés à une pression croissante sur les revenus et les marges dans un contexte de concurrence soutenue entre gérants, de taux bas d'importance croissante de la gestion passive, et de pression réglementaire au travers de plusieurs directives (UCITS<sup>77</sup> V, MiFiD2<sup>78</sup>), commentées *infra* (§ 3.2.6.2), mobilisant des ressources spécifiquement consacrées à la *compliance*, au risque et au contrôle interne. En atteignant des niveaux élevés de collecte et de commissions de surperformance, certaines banques (BPCE, Crédit Agricole et Groupe Crédit Mutuel) sont parvenues à faire progresser leurs revenus en 2019.

Suivant la dynamique européenne, une sensibilité aux fluctuations du marché s'illustre historiquement avec des encours en recul de près de :

- 10% en 2008 lors de la crise des *subprimes* ;
- 5% en 2011 lors de la crise des dettes souveraines ; et
- 2% en 2018 suite aux tensions géopolitiques<sup>79</sup>.

Dans le prolongement de ces fluctuations, la crise sanitaire en 2020 a eu pour conséquence, à fin avril, une baisse d'encours de 129,5 Md€ pour les OPC de droit français, et des souscriptions nettes négatives en cumul de 14,6 Md€<sup>80</sup>. Le redressement observé à fin 2020 se recoupe avec le rétablissement du marché, qui se traduit par une hausse des encours de 68,9 Md€ associée à des souscriptions nettes de 58,8 Md€ en cumul sur 12 mois<sup>81</sup>.

### 3.2.3. Marché de la banque de grande clientèle

Les banques de financement et d'investissement (« BFI ») proposent des solutions sur mesure pour les grandes entreprises, les institutions financières et le secteur public. Les attentes de ces clients sont de deux catégories :

- l'établissement et la mise en œuvre d'une stratégie d'investissement, *via* le compartiment de **finance de marché** (*Investment Banking & Global Capital Markets*) ;
- le financement de projets, *via* le compartiment de **finance d'entreprise** (*Corporate Banking*).

Les opérations de la BFI, dites de « haut de bilan », peuvent porter sur des introductions en bourse, des émissions de titres (actions ou obligations), des fusions et acquisitions, des financements spécialisés ou structurés, de l'intermédiation, ou encore des exécutions d'opérations sur titres.

Les divisions DCM (*Debt Capital Markets*) couvrent les besoins de financement par l'émission de dette, sous forme de prêts comme d'obligations, tandis que les divisions ECM (*Equity Capital Markets*) les couvrent par les marchés actions.

---

<sup>77</sup> *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*.

<sup>78</sup> *Markets in Financial Instruments Directive*.

<sup>79</sup> Source : Xerfi, « Le marché bancaire en France », février 2021.

<sup>80</sup> Source : Xerfi, « Le marché bancaire en France », février 2021.

<sup>81</sup> Entre novembre 2019 et novembre 2020. Source : AFG, « Statistiques mensuelles des OPC de droit français », novembre 2020.

### 3.2.3.1. Au niveau mondial

À l'échelle mondiale, une dynamique distincte régit les évolutions récentes des BFI européennes et américaines, ces dernières apparaissant prépondérantes sur le marché.

#### Évolution des parts de marché des BFI américaines (2013, S1 2020) et parts de marché mondiales des principales BFI (juillet 2020)<sup>82</sup>



Source : S&P Global Ratings ; Statista.

Un panel représentatif des principales banques d'investissement américaines<sup>83</sup>, en termes de parts de marché, présente en 2019 une rentabilité des fonds propres (ROE) moyenne de 18,6%<sup>84</sup> versus 8,1% pour son pendant européen<sup>85</sup>, du fait :

- d'un effet taille et volume effectif au sein des BFI américaines, contrairement au marché européen où le mouvement de consolidation est en cours<sup>86</sup> ; l'importance des coûts fixes (salaires, coûts liés aux technologies déployées) rend essentielle l'atteinte d'une taille critique ;
- de la législation applicable dans chaque zone, l'Europe étant soumise aux réglementations bâloises, plus contraignantes que les normes américaines en vigueur, notamment sur les actifs pondérés par les risques (« RWA »<sup>87</sup>)<sup>88</sup> ;
- d'un environnement de taux favorable aux États-Unis, en hausse sur l'année 2020, tandis que la courbe de taux européens est restée stable et à un niveau bas. Ainsi, dans un contexte de marges sous pression, les coûts devraient être en 2021 le principal objet d'attention des banques d'investissement européennes ; plus d'une dizaine de banques européennes, *a minima*, doivent présenter cette année de nouveaux plans d'économies de coûts et/ou d'actualisation de leur stratégie globale.

<sup>82</sup> À juillet 2020, sur la base des revenus perçus.

<sup>83</sup> JPMorgan, Goldman Sachs, BoAML et Citi.

<sup>84</sup> Source : Sia Partners, « Leviers de croissance du secteur BFI », décembre 2020 (étude citée par l'AGEFI, « Les BFI européennes luttent contre l'érosion de leur rentabilité », [décembre 2020](#)).

<sup>85</sup> Deutsche Bank, BNP Paribas, Société Générale, Barclays et HSBC.

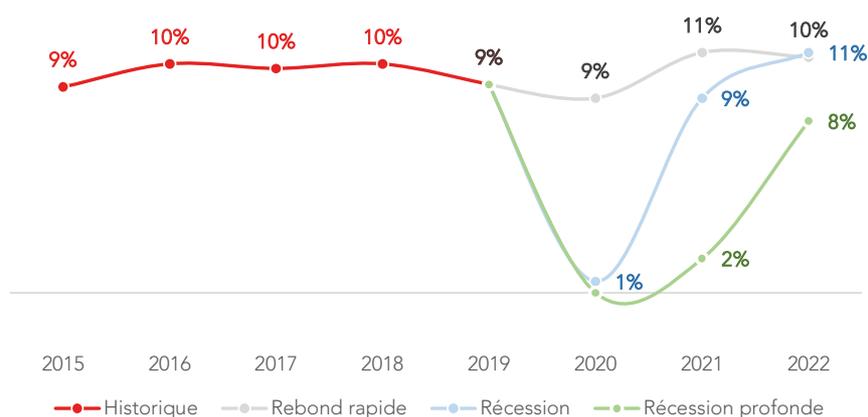
<sup>86</sup> Source : Agefi, « Les banques d'investissement européennes restent à la traîne », [septembre 2020](#).

<sup>87</sup> *Risk-Weighted Assets*.

<sup>88</sup> Source : Revue banque, « BFI européennes : un retard qui n'est pas insurmontable », [janvier 2021](#).

Les banques d'investissement mondiales semblent néanmoins affectées de façon assez homogène par la crise sanitaire actuelle. La rentabilité à l'international a diminué de plus de moitié en 2020, avant même la prise en compte de l'impact des défauts de crédit. Des projections 2020-2022 ont été établies sur la base de trois scénarios : un rebond rapide de l'économie tablant sur une sortie de la crise dans un délai de 4 à 6 mois, contre 6 à 12 mois pour le scénario d'une récession, et plus de 12 mois pour le scénario de récession dite profonde. L'hypothèse de rebond rapide apparaissant à ce stade optimiste, le cabinet Oliver Wyman privilégie le scénario intermédiaire<sup>89</sup>.

### Évolution du ROE des BFI mondiales selon 3 scénarios 2020-2022



Source : Morgan Stanley, Oliver Wyman

### 3.2.3.2. En France

Les revenus de la banque de financement et d'investissement des six principaux groupes français ont connu une progression importante en 2019 (+4,9%), portés par :

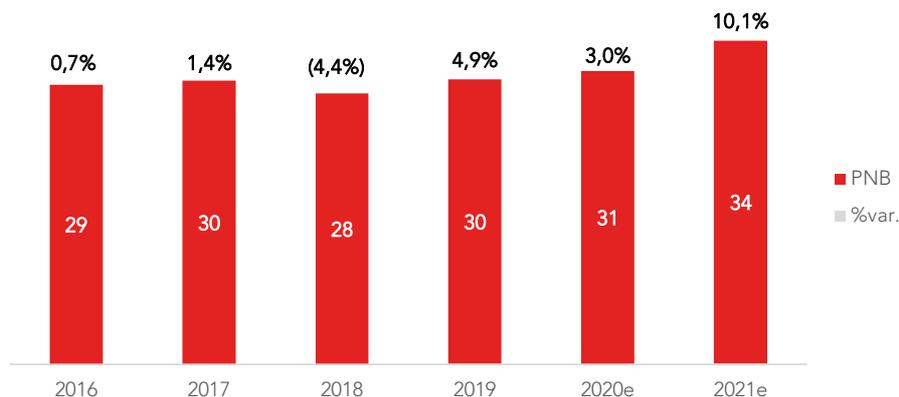
- > des montants levés en hausse de 8,8% au sein des divisions DCM, atteignant 276,7 Md€ ;
- > un total de 13,7 Md€ émis au sein des divisions ECM, en hausse de 26,8% ; plus de 3 Md€ ont été émis dans le cadre d'introductions en bourse, soit le plus haut niveau depuis 2015<sup>90</sup>.

Cette tendance haussière pourrait être de nouveau observée en 2021, en regard d'une année 2020 contrastée.

<sup>89</sup> Source : Les Échos, « La rentabilité des banques d'investissement pourrait être divisée par deux », février 2021.

<sup>90</sup> Source : Xerfi, « Le marché bancaire en France », février 2021.

## Évolution du PNB du pôle BFI des six principales banques françaises (Md€)



Source : Xerfi

Particulièrement corrélées aux évolutions des marchés, les différentes activités de la BFI ont été affectées différemment par la crise sanitaire. Les activités de *trading* sur les marchés ont connu des évolutions très contrastées en fonction des classes d'actifs. La dynamique du segment *FICC*<sup>91</sup>, portée par des besoins spécifiques à la crise, en particulier sur les marchés primaires et le crédit, a pu profiter à des acteurs tels que Crédit Agricole et BNP Paribas, dont les revenus de BFI ont progressé respectivement de 12% et 14%, tandis que Natixis ou Société Générale ont davantage pâti de la contreperformance du marché actions et de l'exposition aux produits structurés, avec des revenus de BFI en baisse respectivement de 16% et 12%<sup>92</sup>. La crise sanitaire a également eu pour effet un accroissement des risques et des charges en 2020. Les provisionnements pour risque de crédit devraient perdurer en 2021, notamment au titre du recouvrement des actifs.

Suivant la dynamique européenne, les BFI françaises affichent une moindre compétitivité par rapport à leurs consœurs américaines, avec en particulier un ratio *cost-to-income* nettement supérieur, et perdent des parts de marché au profit des acteurs américains<sup>93</sup>.

### 3.2.4. Marché de l'assurance

Le métier d'assurance chez Natixis étant principalement déployé en France, nous limitons le périmètre de l'étude de ce marché à l'échelle nationale.

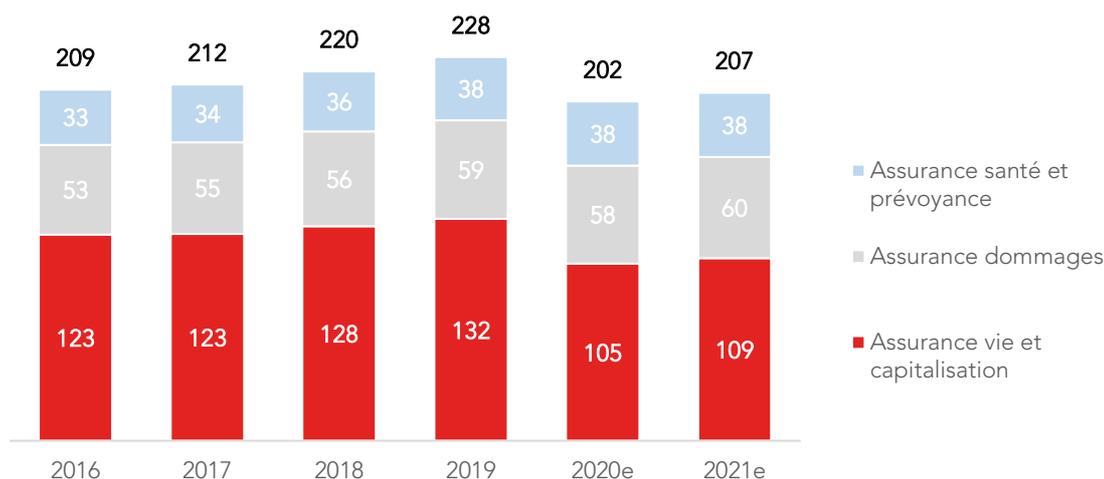
<sup>91</sup> *Fixed Income Clearing Corporation*, segment d'une banque d'investissement gérant les instruments à revenu fixe, les devises et les matières premières.

<sup>92</sup> Sources : Communiqués de résultats 2020 des banques françaises : donnée pôle Banque de Grande Clientèle si existante (Société Générale, Crédit Agricole, Natixis) ou, à défaut, Banque de Financement et d'Investissement (BNP Paribas).

<sup>93</sup> Xerfi, « Le marché bancaire en France », août 2020.

Après une croissance continue entre 2016 et 2019, les cotisations perçues par les assureurs<sup>94</sup> ont été en repli de 11,6% en 2020<sup>95</sup>. Cette évolution est essentiellement attribuable au segment de l'assurance vie, qui représente près de 60% des cotisations du secteur ; les cotisations de ce segment ont régressé de 20% sur l'année 2020, dans un contexte de chute des marchés financiers, qui a modéré l'attrait des supports en unités de compte<sup>96</sup> du fait d'une aversion accrue au risque, les épargnants ayant privilégié d'autres placements alternatifs comme les fonds euros<sup>97</sup>. L'impact de la crise sanitaire est en revanche modéré sur les segments de l'assurance santé-prévoyance (+1,1%) et de l'assurance dommages (-0,7%).

### Cotisations perçues par les assureurs en France (Md€)



Source : Xerfi

Les enjeux environnementaux ont par ailleurs un effet direct sur le marché de l'assurance, avec :

- un marché de l'automobile menacé par l'augmentation croissante des nouvelles mobilités écologiques<sup>98</sup> (vélopartage, trottinettes électriques, scooters en libre-service,...) ;
- un impact considérable du changement climatique, considéré comme moteur principal du doublement des catastrophes naturelles au cours des vingt dernières années<sup>99</sup>.

Les banques françaises sont essentiellement positionnées sur le marché de l'assurance vie, qui se caractérise par une concurrence soutenue ; sur les dix premiers acteurs du segment en cotisations<sup>100</sup>, banques et assurances confondues, elles représentent 64% du montant total des cotisations.

<sup>94</sup> Sociétés d'assurance régies par le Code des assurances (affaires directes).

<sup>95</sup> Source : Xerfi, « Les assureurs face à la crise », février 2021.

<sup>96</sup> En assurance vie, les unités de compte (UC) sont des supports d'investissement, permettant d'investir l'épargne sur des supports financiers variés, comme des parts d'actions, des parts de sociétés ou de fonds de placement (actions de SICAV, parts de SCPI, ...).

<sup>97</sup> Support financier sécurisé sur lequel le souscripteur d'un contrat d'assurance vie peut investir son épargne, se caractérisant par la sécurité du capital ; la plupart des fonds en euros affichent une garantie totale en capital, ainsi que par l'« effet cliquet » : chaque année, les intérêts sont définitivement acquis et s'ajoutent au capital garanti.

<sup>98</sup> Les Échos, « L'Observatoire des nouvelles mobilités », mars 2019.

<sup>99</sup> ONU Info, « Le changement climatique, moteur du doublement des catastrophes naturelles au cours des 20 dernières années », octobre 2020.

<sup>100</sup> En affaires directes.

### Classement 2019 des dix premiers acteurs de l'assurance-vie

Société	Acteur	Cotisations, Md€*
Crédit Agricole Assurances	Banque	19,8
CNP Assurances	Assurance	16,1
Société Générale Assurances	Banque	9,6
BPCE Vie (Natixis Assurances)	Banque	8,6
BNP Paribas Cardif	Banque	8,5
Generali France	Assurance	6,2
Axa France	Assurance	6,2
Groupe des assurances du Crédit mutuel	Banque	6,1
Suravenir	Banque	4,9
Aviva France	Assurance	4,1
<b>Total</b>		<b>90,1</b>

\*En affaires directes.

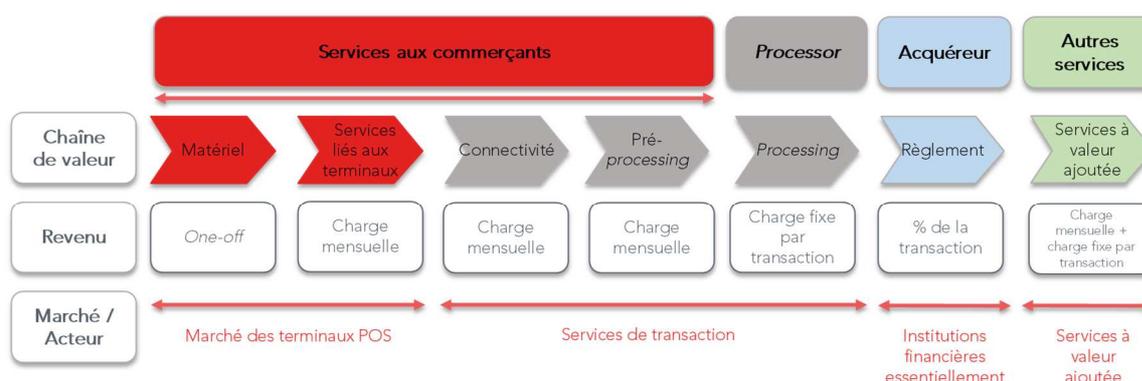
Source : L'Argus de l'assurance, juillet 2020

Au sein de ce compartiment de l'assurance vie, une tendance à la décollecte s'est poursuivie malgré le déconfinement<sup>101</sup>. Un début de normalisation a néanmoins été observé à la fin de l'année 2020, avec une première collecte nette mensuelle positive depuis le début de la crise sanitaire, en décembre 2020 (+550 M€)<sup>102</sup>. Les déterminants de l'évolution future des agrégats-clés de l'assurance vie seront le retour effectif à la croissance des marchés actions ainsi que l'évolution des taux d'intérêts, le maintien de taux d'intérêts faibles en Europe étant défavorable<sup>103</sup> à l'activité.

Sur le plan qualitatif, l'intégration du digital<sup>104</sup> sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'assurance (introduction de l'intelligence artificielle, digitalisation des paiements) constitue un enjeu majeur pour bénéficier d'économies de coûts et répondre à la concurrence accrue des *fintechs*.

### 3.2.5. Marché des paiements

Le schéma ci-après présente, de façon simplifiée, les différentes parties prenantes d'une transaction sur le marché des paiements. Les banques peuvent être présentes sur tout ou partie de la chaîne de valeurs ainsi retranscrite :



Source : Ledouble

<sup>101</sup> Xerfi, « Les assureurs face à la crise », février 2021.

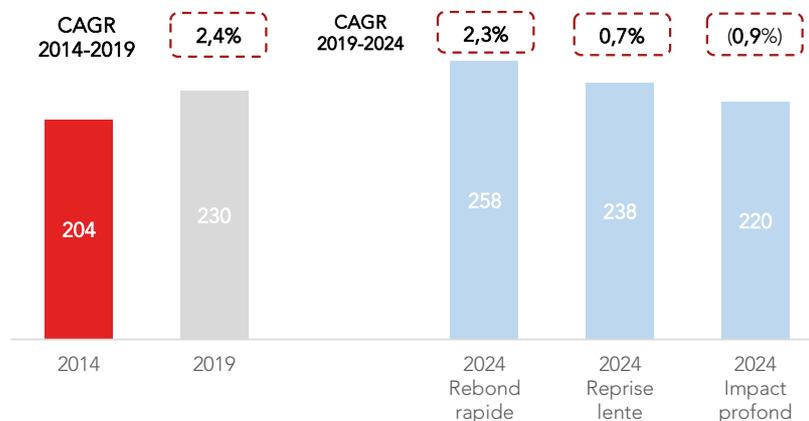
<sup>102</sup> FFA, « Assurance vie : Collecte nette positive en décembre 2020 », [25 janvier 2021](#).

<sup>103</sup> JP Morgan, « European Life Insurance », janvier 2021.

<sup>104</sup> Argus de l'assurance, « L'assurance à l'épreuve de sa transformation digitale », [janvier 2020](#).

La croissance anticipée des paiements à l'échelle internationale avant la crise sanitaire était significative, avec un TCAM attendu à 6% sur la période 2019e-2028e pour les marchés européens<sup>105</sup>. Les analyses récentes<sup>106</sup> du secteur des paiements présentent trois scénarios potentiels à horizon 2024 : rebond rapide, reprise lente, impact profond.

### Évolution attendue des revenus mondiaux des paiements à horizon 2024 (Bn€)



Source : Boston Consulting Group

Les scénarios de croissance du secteur sont sous-tendus par :

- une modification du comportement des consommateurs, qui se tournent vers le e-commerce et le m-commerce ; cette tendance s'est affirmée lors de la crise sanitaire, avec une croissance française de plus de 100% du chiffre d'affaires issu du e-commerce par rapport à 2019<sup>107</sup> ;
- l'innovation technologique, à l'image du développement des paiements sans contact et des paiements instantanés, avec une mise à disposition des fonds aussi rapide que lors d'un paiement en numéraire ;
- un cadre réglementaire favorable aux paiements électroniques ; si ce facteur est favorable aux utilisateurs, il implique néanmoins une réglementation complexe conjuguant le respect de normes internationales (EMV<sup>108</sup>) et nationales ; ces impératifs réglementaires constituent une barrière à l'entrée sur le marché, et contribuent à en limiter les acteurs.

Les banques françaises sont positionnées sur les segments de l'émission, de l'acquisition et du *Processing*<sup>109</sup> ; sur ce dernier, elles occupent 77% du marché :

<sup>105</sup> Boston Consulting Group, « Global payments 2019 », [septembre 2019](#).

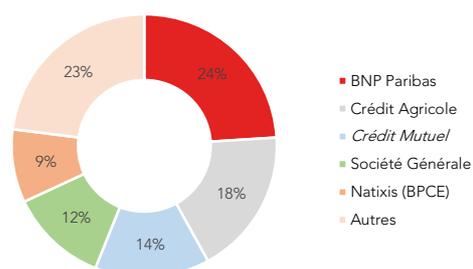
<sup>106</sup> Boston Consulting Group, « Global payments 2020 », [octobre 2020](#).

<sup>107</sup> Wix eCommerce, « 2020 : L'année du eCommerce », [décembre 2020](#). Étude du chiffre d'affaires issu des boutiques en ligne Wix.

<sup>108</sup> Europay MasterCard Visa.

<sup>109</sup> L'**émetteur** de carte, généralement une institution financière, délivre le moyen de paiement ; le **processeur** introduit une plateforme permettant une connexion sécurisée entre les marchands et leurs institutions financières ; l'**acquéreur** (banques ou établissements de paiement) fournit au commerçant un compte dédié ainsi qu'un accès au système de paiement par carte lui garantissant la réception du paiement à l'issue de la transaction.

## Principaux acteurs du Processing en France



Source : European payments, UBS, décembre 2020

Le marché global et le marché européen des paiements se caractérisent par un mouvement de consolidation, et sont dominés par des acteurs de taille significative, parmi lesquels notamment les sociétés Fidelity National Information Services, Worldline, Fiserv, Wirecard, Adyen, ou encore Nexi, dont les revenus excèdent pour chacun d'entre eux 1,5 Md€<sup>110</sup>.

Aux acteurs traditionnels s'ajoutent les *fintechs* du secteur des paiements, bénéficiant d'une croissance rapide : suivant la même dynamique que les années précédentes, ces derniers ont levé 184 M€ en France en 2019, représentant près du tiers des fonds levés en France par l'ensemble des *fintechs*<sup>111</sup>. Cette progression, bien qu'infléchiée temporairement sous l'effet de la crise sanitaire<sup>112</sup>, dessine chez les acteurs classiques l'enjeu des investissements numériques et digitaux.

### 3.2.6. Impact des évolutions de la réglementation internationale

Les évolutions réglementaires les plus récentes dans le secteur bancaire sont rappelées en **Annexe 11**.

#### 3.2.6.1. Accords de Bâle

Le premier accord de Bâle, développé dans l'objectif de minimiser les risques bancaires de nature systémique, a abouti en 1988 à l'introduction d'un ratio international de solvabilité consacrant le principe d'association à chaque risque d'un montant de fonds propres, le « ratio Cooke ».

Ce ratio, constitué au numérateur des fonds propres et, au dénominateur, des risques pondérés, doit alors être supérieur à 8%. Il est articulé autour de trois couches de capital, depuis la partie jugée la plus solide des capitaux propres des institutions financières jusqu'aux fonds propres surcomplémentaires : *Core Tier 1*<sup>113</sup>, *Tier 1*<sup>114</sup>, *Tier 2*<sup>115</sup> et *Tier 3*.

<sup>110</sup> Au 31 décembre 2019.

<sup>111</sup> Les Échos, « Le paiement, champion indétrônable de la fintech française », [décembre 2019](#).

<sup>112</sup> Les Échos, « Fintech : la croissance des levées de fonds marque le pas avec la crise », [décembre 2020](#).

<sup>113</sup> Capital social et réserves.

<sup>114</sup> *Core Tier 1* augmenté des intérêts minoritaires et goodwill.

<sup>115</sup> *Tier 1* augmenté de plusieurs fonds de garantie, provisions ou encore des titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI).

L'Accord de Bâle 1 se limitant à la couverture du risque de crédit, un nouveau cadre réglementaire, dit « Bâle 2 », a été publié en 2004 ; il introduit notamment le « **ratio Mac Donough** », dont le niveau est maintenu à 8% des risques pondérés, couvrant, outre le risque de crédit, le risque de marché et le risque opérationnel. L'accord de Bâle 2 s'organise en trois piliers :

- le Pilier 1 porte sur les exigences minimales de fonds propres (*Core Tier 1, Tier 1, Tier 2, Tier 3*);
- le Pilier 2 établit une procédure de surveillance prudentielle *via* un dialogue structuré entre les superviseurs bancaires et les établissements financiers placés sous leur contrôle. Les banques sont chargées de la mise en place de processus internes de suivi et de calcul des risques, et des besoins en fonds propres associés. Les superviseurs y confrontent ensuite leur propre analyse du profil de risque de l'établissement. Cette analyse se traduit par un Pilier 2 *Requirement* (P2R) que les banques doivent satisfaire et par un Pilier 2 *Guidance* (P2G) ;
- le Pilier 3 constitue des règles de transparence financière visant à améliorer la communication d'informations publiques sur les actifs, leurs risques et leur gestion.

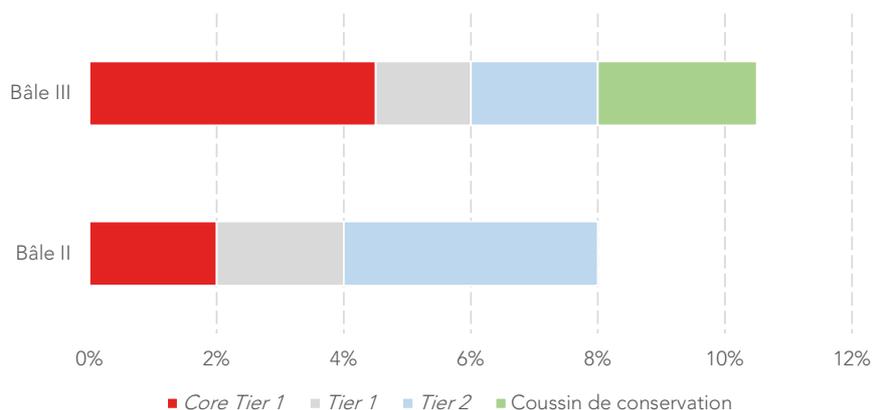
La crise financière des *subprimes* a néanmoins mis en évidence la couverture insuffisante de certaines catégories de risque, notamment le risque de liquidité, non traité jusqu'alors par le cadre réglementaire.

En réponse à ce constat, le Comité de Bâle a approuvé en novembre 2010 les accords « Bâle 3 » visant à accroître la capacité de résilience des grandes banques internationales. Les trois piliers fondateurs introduits avec Bâle 2 sont maintenus. Entrée en vigueur en juillet 2013, cette réforme se transpose dans le droit européen au sein de la Directive CRD IV et du Règlement CRR, complétés en juin 2019 par la directive CRD V et le Règlement CRR, prévoyant notamment :

- un renforcement de la solvabilité des banques, avec un rehaussement des minimums prudentiels ;
- une meilleure appréhension de la liquidité, avec l'introduction des ratios de liquidité à court et long termes : le LCR (*Liquidity Coverage Ratio*) et le NSFR (*Net Funding Stable Ratio*);
- l'introduction d'un ratio de levier (*Leverage ratio*), permettant d'encadrer la taille du bilan des banques.

Il est demandé aux banques de pondérer leurs actifs selon la qualité du risque, de sorte qu'une augmentation du risque de contrepartie ou le développement des activités de marché devront être compensés par davantage de fonds propres.

## Évolution des exigences minimales en fonds propres



Source : Xerfi

En conséquence, les six principaux groupes bancaires français ont poursuivi le renforcement de leur structure financière, avec un ratio de solvabilité *Common Equity Tier 1* (« CET1 ») atteignant 14,4% à fin 2019<sup>116</sup>, soit son niveau le plus élevé depuis 2008. Les six groupes respectaient alors également les exigences minimales de solvabilité en lien avec les coussins mis en place depuis 2008.

Au-delà du coussin de CET1 de 4,5% des fonds propres, les banques sont tenues de détenir un coussin complémentaire de conservation, ainsi qu'éventuellement un coussin contracyclique et des coussins spécifiques aux risques et institutions systémiques<sup>117</sup> :

- le coussin de conservation de fonds propres doit être constitué de fonds propres de catégorie supérieure (CET1) à hauteur de 2,5% de l'exposition totale de la banque au risque ;
- le coussin de fonds propres contracyclique est mis en place en cas de croissance excessive du crédit ; compris entre 0% et 2,5%, il est établi pays par pays ; fixé en France par le Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF), il a évolué de 0% à 0,25% en 2019, pour atteindre 0,5% en avril 2020. Suite à la survenance de la crise sanitaire, le coussin de fonds propres contracyclique a été ramené en mars 2020 à 0%, se soldant par un impact sur l'économie française estimé à 8 Md€<sup>118</sup> ;
- le coussin au titre des risques systémique est compris entre 1% et 5% ; fixé en France par le HCSF, il s'établit actuellement à un niveau proche de 0% ;
- le coussin pour les établissements d'importance systémique, spécifique à chaque établissement, est fixé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) entre 1% et 3,5% pour les établissements d'importance systémique mondiale et entre 0% et 2% pour les autres établissements d'importance systémique.

<sup>116</sup> Xerfi, « Le marché bancaire en France », août 2020.

<sup>117</sup> AFGES, « Le coussin de fonds propres contra-cyclique sera de 0,25 à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2019 », [janvier 2019](#)

<sup>118</sup> Le Figaro, « Coronavirus : suppression pour les banques du coussin de fonds propres « contra-cyclique » », [mars 2020](#).

En application du Pilier 2, outre les autorités de supervision nationales (HCSF et ACPR en France), la BCE publie chaque année les résultats du SREP<sup>119</sup>, processus de contrôle et d'évaluation prudentiels ; les superviseurs examinent alors les risques des banques avant de déterminer, pour chacune d'elles, une exigence et une recommandation de fonds propres s'ajoutant aux exigences légales susmentionnées.

Les autorités prudentielles, ayant néanmoins constaté un manque de comparabilité entre les emplois pondérés des différentes banques, ont entrepris de revoir les modalités de calcul des risques pondérés. L'accord final de Bâle 3, également dénommé « Bâle 4 » par les acteurs de la place financière pour témoigner d'un changement de paradigme financier, annoncé le 7 décembre 2017, consacre cette révision. L'EBA<sup>120</sup> estime, à fin 2019, une augmentation de près de 25% des exigences minimales de fonds propres des banques européennes en conséquence de l'application de « Bâle 4 ».

Le calendrier prévisionnel établit une application des nouvelles règles à partir de 2023 et une augmentation progressive du plancher en capital de 50 % en 2023<sup>121</sup> pour atteindre 72,5 % des risques pondérés en 2028.

### 3.2.6.2. Exigences réglementaires annexes

Des évolutions concomitantes à celles des accords de Bâle ont également complété la réglementation internationale, dont les principales sont les suivantes :

- l'application de la directive européenne MiFiD<sup>122</sup> II, effective depuis janvier 2018, vise à assurer la protection des investisseurs vis-à-vis des sociétés financières, ainsi qu'à rendre plus transparents les marchés et transactions. Elle exerce notamment une pression sur les modèles de rémunération dans la gestion d'actifs, avec une absence de rétrocessions en gestion sous mandat et en gestion conseillée indépendante ;
- l'EBA a rendu publique en octobre 2018 une stratégie de réduction des NPL<sup>123</sup> lorsque leur ratio dépasse 5% du total des prêts, entrée en vigueur en juin 2019. Des lignes directrices complémentaires concernant les obligations de *reporting* sur les expositions de prêts non performants sont applicables à compter du 31 décembre 2019 ;
- la directive UCITS<sup>124</sup> V fixe un cadre réglementaire européen harmonisé en matière d'instruments financiers détenus par les fonds d'investissements alternatifs et les OPCVM. Ses dispositions portent notamment sur les responsabilités du dépositaire, les politiques de rémunération des sociétés de gestion et les sanctions en cas de manquement à leurs obligations. La Commission européenne a adopté deux règlements en date du 12 juillet 2018, directement applicables à partir du 1<sup>er</sup> avril 2020 ;

---

<sup>119</sup> *Supervisory Review and Evaluation Process*

<sup>120</sup> *European Banking Authority*

<sup>121</sup> Un volant de fonds propres supplémentaire lié au ratio de levier (fonds propres de base (*Tier 1*) rapportés au total des actifs non pondérés de la banque) est également applicable à compter de 2022 spécifiquement pour les institutions financières systémiques ou G-SIBs (*Global Systematically Important Banks*), afin de prévenir des difficultés financières susceptibles de se répercuter à l'échelle planétaire. Le Groupe BPCE fait partie des [G-SIBs](#) ; pour autant, Natixis n'est pas assujéti au coussin systémique complémentaire.

<sup>122</sup> *Markets in Financial Instrument Directive*.

<sup>123</sup> *Non-Performing Loans* ou créances douteuses.

<sup>124</sup> *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities* ou OPCVM (Organisme de placement collectif en valeurs mobilières).

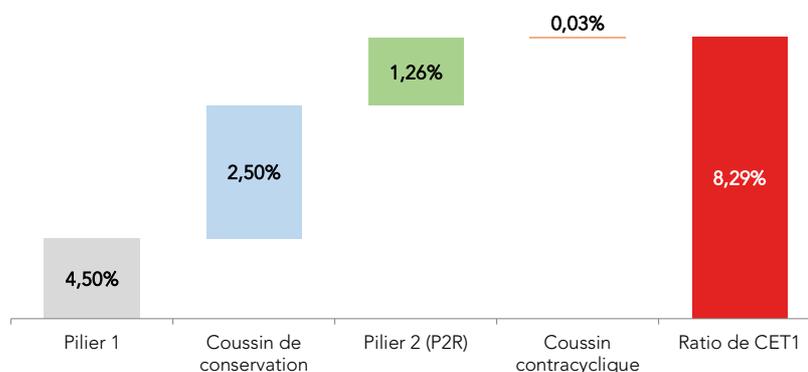
- le règlement *PRIPS*<sup>125</sup>, entré en application le 1<sup>er</sup> janvier 2018, vise à obtenir une meilleure lisibilité et une meilleure comparabilité des produits, de type contrats d'assurance, en particulier des produits d'investissement « packagés » proposés à des investisseurs non professionnels ;
- dans le sillage de Bâle 2, la directive Solvency 2, réforme réglementaire européenne du monde de l'assurance ayant pris effet au 1<sup>er</sup> janvier 2016, poursuit l'objectif d'une couverture par les fonds propres des risques encourus par les compagnies d'assurance et de réassurance ;
- sur un plan comptable, la norme révisée IFRS 17 « Contrats d'assurance », devant entrer en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2023, vise à faciliter une comparaison de la situation financière, des positions de risque et de la performance des acteurs du marché.

### 3.2.6.3. Application des exigences réglementaires à Natixis

Natixis se conforme à la réglementation applicable en matière de fonds propres exigés, avec comme impacts principaux, depuis la mise en œuvre de « Bâle 3 » (§ 3.2.6.1) :

- une définition plus stricte des fonds propres éligibles à la couverture des exigences réglementaires ;
- des ratios de fonds propres aux niveaux accrus ; aux exigences réglementaires communes à l'ensemble des banques<sup>126</sup> (§ 3.2.6.1) s'ajoutent, dans le cas de Natixis :
  - une exigence additionnelle de CET1 de 1,26% au titre du Pilier 2 à fin 2020 ;
  - un coussin contracyclique de 0,03% à fin 2020.

#### Décomposition du ratio de CET1 Natixis exigé par la BCE à décembre 2020



Source : Natixis

L'exigence de solvabilité globale en fonds propres CET1 s'élève à 8,29% pour l'année 2021 ; avec un ratio de CET1 réel de 11,6% au 31 décembre 2020, la Société se situe nettement au-dessus de ce *minima*.

<sup>125</sup> *Packaged retail investment and insurance-based products*.

<sup>126</sup> Pour rappel, les exigences communes de fonds propres sont définies par un niveau de CET1 supérieur à 4,5% assorti d'un coussin de conservation de 2,5%, constituant un niveau minimum total de CET1 de 7%.

Les évolutions réglementaires commentées ci-avant (§ 3.2.6.1) se sont traduites par une progression des fonds propres CET1 de Natixis depuis la survenue de la crise des *subprimes*.

### Évolution du ratio CET1 de Natixis



Source : Natixis

Par ailleurs, les évolutions réglementaires annexes (§ 3.2.6.2) ont également affecté le Groupe, avec notamment :

- l'évolution du dispositif réglementaire entourant les activités d'assurance, mentionné comme enjeu significatif par Natixis :
  - l'entrée en vigueur de la directive Solvency 2 au 1<sup>er</sup> janvier 2016 a impliqué l'adaptation du dispositif de gouvernance et de maîtrise des risques du pôle ;
  - les autres réglementations applicables, parmi lesquelles *PRIIPS*, sont susceptibles d'entraîner des modifications des offres et des modalités d'exploitation ; l'application de cette directive a également nécessité l'établissement d'une procédure spécifique sur l'information apportée au client en matière de produits packagés ;
- la directive *MIFID 2* a entraîné la mise en œuvre d'un processus d'information clients au stade de l'entrée en relation, avec une information pré- et post-transaction due au client selon sa qualité (client professionnel ou contrepartie éligible au sens de la réglementation).

### 3.3. Analyse historique de la performance du Groupe

Natixis établit ses comptes consolidés selon le référentiel comptable international IFRS et les interprétations IFRIC telles qu'adoptées dans l'Union européenne.

Les performances du Groupe de 2016 à 2020 (§ 3.3.1), détaillées par pôle métier (§ 3.3.2), ainsi que sa structure bilancielle au 31 décembre 2020 (§ 3.3.3) sont présentées ci-après.

#### 3.3.1. Performances et rentabilité historiques du Groupe

Suite aux différents changements de périmètre initiés dans le cadre du plan stratégique « *New Dimension* » (§ 3.1.1), et notamment à la cession, d'une part, des activités de services financiers spécialisés à BPCE finalisée en 2019 et, d'autre part, d'une participation importante dans Coface à Arch Capital Group en 2020, le Groupe s'est recentré autour de quatre pôles métiers (§ 3.1.2).

Les principaux agrégats concourant à la formation du résultat net depuis 2016 sont présentés ci-après.

#### Compte de résultat

En M€	déc.-16	déc.-17	déc.-18	déc.-19	déc.-20
	12m	12m	12m	12m	12m
<b>Produit Net Bancaire</b>	8 717	9 468	9 615	9 219	7 306
<i>% variation</i>	<i>0%</i>	<i>9%</i>	<i>2%</i>	<i>(4%)</i>	<i>(21%)</i>
Charges générales d'exploitation	(5 997)	(6 390)	(6 569)	(6 208)	(5 415)
D&A	(241)	(242)	(254)	(447)	(412)
<b>Charges</b>	<b>(6 238)</b>	<b>(6 632)</b>	<b>(6 823)</b>	<b>(6 655)</b>	<b>(5 827)</b>
<b>Résultat Brut d'Exploitation</b>	<b>2 479</b>	<b>2 836</b>	<b>2 792</b>	<b>2 564</b>	<b>1 478</b>
<i>% PNB</i>	<i>28%</i>	<i>30%</i>	<i>29%</i>	<i>28%</i>	<i>20%</i>
Coût du risque	(305)	(258)	(215)	(332)	(851)
<b>Résultat Net d'Exploitation</b>	<b>2 174</b>	<b>2 578</b>	<b>2 577</b>	<b>2 232</b>	<b>626</b>
<i>% PNB</i>	<i>25%</i>	<i>27%</i>	<i>27%</i>	<i>24%</i>	<i>9%</i>
Quote-part dans le résultat MEE	13	26	29	21	(53)
Gains ou pertes sur autres actifs	175	48	54	687	(187)
Variation de valeur des écarts d'acquisition	(75)	-	-	5	-
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>2 287</b>	<b>2 652</b>	<b>2 660</b>	<b>2 945</b>	<b>386</b>
<i>% PNB</i>	<i>26%</i>	<i>28%</i>	<i>28%</i>	<i>32%</i>	<i>5%</i>
Impôts sur les bénéfices	(822)	(789)	(781)	(669)	(204)
<b>Résultat net</b>	<b>1 465</b>	<b>1 863</b>	<b>1 879</b>	<b>2 276</b>	<b>182</b>
<b>Résultat net part de groupe</b>	<b>1 374</b>	<b>1 669</b>	<b>1 577</b>	<b>1 897</b>	<b>101</b>
<i>% PNB</i>	<i>16%</i>	<i>18%</i>	<i>16%</i>	<i>21%</i>	<i>1%</i>

Sources : Natixis, Comptes consolidés 2016-2020

##### 3.3.1.1. Produit Net Bancaire (« PNB »)

En dépit des variations de périmètre, le PNB du Groupe est resté relativement stable entre 2016 et 2019.

Le PNB affiche un taux de croissance annuel moyen (« **CAGR** ») de (4,3%) sur la période 2016-2020, à analyser au regard :

- de la crise sanitaire intervenue en 2020, qui a particulièrement impacté le secteur bancaire (§ 3.2) ; et
- des cessions successives des activités de services financiers spécialisés en 2019 et d'une partie de la participation dans le capital de Coface en 2020.

Aux bornes des métiers du Groupe, les pôles Gestion d'actifs et de fortune et Banque de Grande Clientèle affichent des revenus en baisse dans le contexte de la crise sanitaire ; à l'inverse, les métiers de l'Assurance et des Paiements enregistrent une légère croissance de leur PNB en 2020 (§ 3.3.2).

### *3.3.1.2. Charges générales d'exploitation*

Les charges générales d'exploitation, qui se sont élevées à 5,4 Md€ en 2020, affichent une diminution de 13%<sup>127</sup> par rapport à 2019. Cette baisse générale à l'ensemble des activités, hormis l'Assurance, est le résultat de l'ensemble des actions mises en œuvre dans le contexte pandémique afin de limiter au maximum les engagements budgétaires :

- renforcement du contrôle des coûts ;
- réduction des frais de déplacements, de communication et de publicité ;
- diminution des rémunérations variables.

Ces mesures ont ainsi permis de maîtriser les charges générales d'exploitation nonobstant l'augmentation des effectifs.

### *3.3.1.3. Coût du risque*

Le coût du risque s'élève à 851 M€ en 2020, en augmentation de plus de 150% sur l'exercice.

Lié à plus de 95% à l'activité Banque de Grande Clientèle, ce poste est en forte augmentation en raison principalement :

- de la crise sanitaire, responsable d'une dégradation du risque, notamment sur le secteur de l'aviation<sup>128</sup>, et d'une manière générale sur la clientèle des grandes entreprises françaises ; cette situation devrait perdurer au cours des prochaines années, et notamment en 2021 ; et
- des impacts de fraudes et du provisionnement en lien avec la norme IFRS 9 « Instruments financiers » en matière de risque de crédit.

### *3.3.1.4. Résultat net part du Groupe et ROE*

Sur la période 2016-2019, le Résultat net part du Groupe (« **RNPG** ») affiche un taux de croissance annuel moyen de 11%. Le ROE passe de 7,8% en 2016 à 11,1% en 2019<sup>129</sup>.

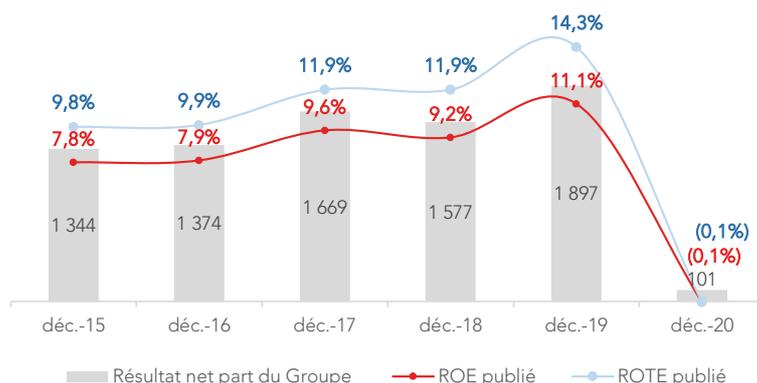
---

<sup>127</sup> 4% à périmètre et change constant.

<sup>128</sup> Le Groupe détient des expositions significatives dans ce secteur.

<sup>129</sup> L'année 2019 a enregistré notamment le résultat de cession mentionnée en tête de chapitre (§ 3.3.1).

## Résultat net part du Groupe (M€), ROE et ROTE (%)<sup>130</sup>



Source : Natixis, Comptes consolidés

Du fait de l'impact de la crise sanitaire, notamment en termes de PNB (§ 3.3.1.1) et de coût du risque (§ 3.3.1.3), le résultat net part du Groupe s'est fortement dégradé en 2020, à 101 M€, soit une baisse de 95% par rapport à 2019 (en vision publiée) et une baisse de 62% par rapport à 2019 (en vision sous-jacente, soit hors éléments exceptionnels).

Pour mémoire, Coface et H2O avaient largement contribué aux résultats du Groupe jusqu'en 2019.

### 3.3.2. Performances et rentabilité historiques par pôle métier

#### 3.3.2.1. Gestion d'actifs et de fortune

##### Gestion d'actifs et de fortune

En M€	déc.-16	déc.-17	déc.-18	déc.-19	déc.-20
	12m	12m	12m	12m	12m
RWA (Md€)	10,8	11,7	12,0	14,2	14,2
Produit Net Bancaire	2 718	3 114	3 418	3 760	3 225
<i>% variation</i>	<i>n.a.</i>	<i>15%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>(14%)</i>
Coefficient d'exploitation	73%	70%	66%	66%	74%
Résultat net part du Groupe	423	482	644	662	459
<i>% variation</i>	<i>n.a.</i>	<i>14%</i>	<i>34%</i>	<i>3%</i>	<i>(31%)</i>
ROE publié	11,5%	12,8%	15,6%	14,8%	10,0%

Source : Natixis, Comptes consolidés 2016-2020

La croissance de l'activité de Gestion d'actifs et de fortune est sous-tendue par l'augmentation des actifs sous gestion ainsi que par la performance des marchés européens et américains. Le montant relativement faible de RWA qui y est associé en fait une activité rentable et attractive compte tenu notamment de son modèle multi-boutiques unique en Europe.

<sup>130</sup> Au sens de Natixis, le ROE comprend :

- le résultat net part du Groupe duquel sont déduits les coupons sur les TSS nets d'impôt ; et
- les capitaux propres part du Groupe moyens en IFRS (après distribution des dividendes et neutralisation des gains et pertes latents ou différés enregistrés en capitaux propres), dont sont exclues les dettes hybrides.

En 2020, la baisse de 14% du PNB du pôle Gestion d'actifs et de fortune est due :

- à la diminution des commissions de surperformance (essentiellement en Europe chez H2O), et dans une moindre proportion des commissions de gestion aux États-Unis et en Europe (en lien avec la baisse du taux de commission moyen sur encours) ; et
- au recul des produits financiers sur la gestion d'actifs.

Les variations du PNB sur la gestion de fortune (+19,5%) et l'épargne salariale (-1,1%) ne parviennent pas à inverser la tendance de l'ensemble du pôle en raison du faible poids qu'ils y détiennent ; il convient de souligner que la société de gestion d'actifs H2O a contribué significativement à l'activité et la rentabilité, en particulier en 2018 et 2019 (§ 3.3.1.4).

### 3.3.2.2. Banque de Grande Clientèle

<b>Banque de Grande Clientèle</b>					
En M€	déc.-16	déc.-17	déc.-18	déc.-19	déc.-20
	12m	12m	12m	12m	12m
RWA (Md€)	66,1	59,0	60,1	62,2	69,2
Marchés de capitaux	1 690	1 781	1 216	1 396	1 085
<i>% variation</i>	<i>15%</i>	<i>5%</i>	<i>(32%)</i>	<i>15%</i>	<i>(22%)</i>
Global finance et banque d'invest.	1 566	1 690	1 783	1 803	1 724
<i>% variation</i>	<i>(1%)</i>	<i>8%</i>	<i>6%</i>	<i>1%</i>	<i>(4%)</i>
Autres	(75)	(30)	123	24	(5)
<i>% variation</i>	<i>(2600%)</i>	<i>(60%)</i>	<i>(510%)</i>	<i>(80%)</i>	<i>(121%)</i>
<b>Produit Net Bancaire</b>	<b>3 181</b>	<b>3 441</b>	<b>3 122</b>	<b>3 223</b>	<b>2 803</b>
<i>% variation</i>	<i>4%</i>	<i>8%</i>	<i>(9%)</i>	<i>3%</i>	<i>(13%)</i>
Coefficient d'exploitation	62%	62%	68%	67%	75%
<b>Résultat net part du Groupe</b>	<b>703</b>	<b>863</b>	<b>603</b>	<b>527</b>	<b>(139)</b>
<i>% variation</i>	<i>3%</i>	<i>23%</i>	<i>(30%)</i>	<i>(13%)</i>	<i>(126%)</i>
ROE publié	10,0%	13,5%	9,9%	8,4%	(1,2%)

Source : Natixis, Comptes consolidés 2016-2020

L'activité de Banque de Grande Clientèle est relativement sensible aux crises économiques en raison de son exposition à des secteurs tels que l'aviation et le marché gazier et pétrolier, pouvant significativement et durablement influencer sur son coût du risque, et par conséquent sa rentabilité. Ce métier monopolise une part importante des RWA du Groupe, impactant ainsi sa capacité à générer de la valeur pour les actionnaires.

En 2020, la baisse de 16%<sup>131</sup> du PNB du pôle Banque de Grande Clientèle est principalement due aux activités *Equity*, qui ont subi des conditions de marché extrêmes au premier semestre, avec une très forte volatilité des marchés actions et des changements dans les politiques de distribution des dividendes ayant fortement impacté les expositions de cette ligne métier.

<sup>131</sup> En comparaison des données 2019 *pro forma*, par référence au rapport de gestion au 31 décembre 2020 ; le PNB du pôle Banque de Grande Clientèle, d'un montant de 2.803 M€ en 2020, est rapporté à 3.337 M€ en 2019.

### 3.3.2.3. Assurance

<b>Assurance</b>					
En M€	déc.-16	déc.-17	déc.-18	déc.-19	déc.-20
	12m	12m	12m	12m	12m
RWA (Md€)	7,2	7,2	7,3	8,3	8,8
<b>Produit Net Bancaire</b>	<b>655</b>	<b>734</b>	<b>790</b>	<b>846</b>	<b>901</b>
<i>% variation</i>	<i>n.a.</i>	<i>12%</i>	<i>8%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>
Coefficient d'exploitation	58%	60%	57%	57%	54%
<b>Résultat net part du Groupe</b>	<b>168</b>	<b>191</b>	<b>246</b>	<b>258</b>	<b>271</b>
<i>% variation</i>	<i>n.a.</i>	<i>14%</i>	<i>29%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>
ROE publié	20,8%	22,1%	29,0%	27,9%	29,3%

Source : Natixis, Comptes consolidés 2016-2020

L'Assurance, bien que fortement dépendante du Groupe BPCE, constitue une activité robuste et résiliente, notamment face à la crise sanitaire. Au sein du Groupe, le métier bénéficie d'une dynamique de croissance soutenue compte tenu de fortes perspectives de développement au sein du réseau BPCE.

En 2020, l'activité du pôle Assurance a poursuivi sa progression, avec un PNB en hausse de 6,5%, en léger retrait par rapport au TCAM 2016-2020 (8,3%). Cette performance est due notamment à l'activité d'Assurance de personnes (+11%), peu impactée par la crise sanitaire, et à l'évolution des marchés financiers. L'activité Dommages (+3%), en particulier sur l'automobile, a bénéficié des deux confinements, avec une sinistralité en baisse. La contribution exceptionnelle du gouvernement *via* le fonds de solidarité s'est élevée à 13,9 M€.

### 3.3.2.4. Paiements

L'activité Paiements étant intégrée au pôle Services Financiers Spécialisés avant 2019, seul l'agrégat de PNB est présenté pour la période 2016-2018.

<b>Paiements</b>					
En M€	déc.-16	déc.-17	déc.-18	déc.-19	déc.-20
	12m	12m	12m	12m	12m
RWA (Md€)				1,1	1,1
<b>Produit Net Bancaire</b>	<b>329</b>	<b>336</b>	<b>389</b>	<b>423</b>	<b>431</b>
<i>% variation</i>	<i>n.a.</i>	<i>2%</i>	<i>16%</i>	<i>9%</i>	<i>2%</i>
Coefficient d'exploitation				87%	91%
<b>Résultat net part du Groupe</b>				<b>34</b>	<b>29</b>
<i>% variation</i>				<i>n.a.</i>	<i>(15%)</i>
ROE publié				9,1%	7,3%

Source : Natixis, Comptes consolidés 2016-2020

L'activité de Paiements, malgré son positionnement sur un marché dominé par des acteurs intégrés et disruptifs de grande taille, présente d'importantes perspectives de croissance en raison :

- de son positionnement, notamment sur le e-commerce ;
- du réseau BPCE ; et
- de sa capacité à identifier, acquérir et intégrer des *start up* et *Fintech* aux technologies compétitives.

Le PNB du pôle Paiements progresse de 1,9% en 2020, porté notamment par les activités historiques monétiques et leurs nouvelles offres de virement et prélèvements de masse et de lutte contre la fraude, ainsi que par la BU *Merchant Solutions* et ses Fintechs.

### 3.3.3. Structure bilancielle

La structure bilancielle du Groupe se résume comme suit au 31 décembre 2020<sup>132</sup> :

#### Bilan simplifié - IFRS 9

M€	déc.-20
Caisse, Banques centrales	30 637
Actifs financiers à la juste valeur par résultat	210 378
Instruments dérivés de couverture	230
Actifs financiers à la juste valeur par capitaux propres	13 194
Instruments de dettes au coût amorti	1 930
Prêts et créances	112 630
Placements des activités d'Assurance	112 698
Actifs d'impôts courants	270
Actifs d'impôts différés	1 196
Comptes de régularisation et actifs divers	5 081
Actifs non courants destinés à être cédés	728
Participations dans les entreprises mises en équivalence	879
Valeurs immobilisées	1 937
Écarts d'acquisition	3 533
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>495 320</b>
Banques centrales	-
Passifs financiers à la juste valeur par résultat	208 467
Dettes envers les établissements de crédit et la clientèle	114 206
Dettes représentées par un titre	35 652
Comptes de régularisation et passifs divers	7 802
Dettes sur actifs destinés à être cédés	55
Passifs relatifs aux contrats d'assurance	104 182
Dettes subordonnées	3 934
Provisions pour risques et charges	1 623
Capitaux propres part du groupe	19 229
Participations ne donnant pas le contrôle	167
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>495 320</b>

Source : Natixis, Comptes consolidés 2020

<sup>132</sup> Source : Natixis, « Résultats 4T20 et 2020 », [9 février 2021](#).

Nous détaillons, ci-après, les postes du bilan plus spécifiquement liés, directement ou indirectement, à l'Évaluation Multicritère du Groupe et de l'Action (§ 4).

### *3.3.3.1. Actifs / Dettes sur actifs destinés à être cédés*

Natixis a successivement :

- conclu un accord relatif à la cession de sa participation à hauteur de 29,5% du capital de Coface au cours du premier trimestre 2020, la réalisation de l'opération étant intervenue au premier trimestre 2021 ;
- engagé au quatrième trimestre 2020 des négociations concernant la cession de l'intégralité de sa participation dans l'entité H2O, soit 50,01% du capital (§ 3.1.1).

Conformément aux dispositions de la norme IFRS 5 « Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées » :

- la quote-part de capital de 29,5% de Coface cédée, évaluée sur la base de son prix de cession sous déduction des frais de cession directement rattachés à l'opération, a été comptabilisée en « Actifs courants destinés à être cédés » (446,3 M€) ; la part résiduelle de 12,7% de Natixis dans le capital de Coface au 31 décembre 2020 est mise en équivalence (§ 3.3.3.3) ;
- les actifs et passifs d'H2O ont été comptabilisés respectivement en « Actifs non courants destinés à être cédés » (281,5 M€) et en « Dettes sur actifs destinés à être cédés » (54,7 M€).

Les « Actifs non courants destinés à être cédés » et « Dettes sur actifs destinés à être cédés » s'élèvent ainsi respectivement à 728 M€ et 55 M€ au 31 décembre 2020.

### *3.3.3.2. Actifs d'impôts différés*

Natixis dispose d'actifs d'impôts différés incluant ceux constatés sur les déficits fiscaux à hauteur de 758 M€ au 31 décembre 2020, dont 580 M€ sur le groupe d'intégration fiscale en France (§ 4.1.4.1).

### *3.3.3.3. Participations dans les entreprises mises en équivalence*

Les participations dans les entreprises mises en équivalence, d'un montant de 879 M€ au 31 décembre 2020, se répartissent entre :

- EDF Investment Group (EIG) (521 M€) ;
- Coface (158,5<sup>133</sup> M€) (§ 4.1.5) ; et
- d'autres entités (200 M€).

---

<sup>133</sup> Par référence à la valeur boursière de la participation de Natixis dans Coface au 31 décembre 2020 (§ 3.3.3.1).

#### 3.3.3.4. Valeurs immobilisées

Les valeurs immobilisées, qui s'élèvent à 1.937 M€ au 31 décembre 2020, sont notamment composées :

- du droit d'utilisation en application de la norme IFRS 16 « Contrats de location » (898 M€) ;
- de logiciels (340 M€) ; et
- de terrains et constructions (101 M€).

#### 3.3.3.5. Écarts d'acquisition

Les écarts d'acquisition, qui s'élèvent à 3.533 M€ au 31 décembre 2020, se répartissent sur plus de vingt sociétés ; la société Natixis *Investment Managers* en représente toutefois près de 86% (3.025 M€).

#### 3.3.3.6. Provisions

Les provisions pour risques et charges, d'un montant de 1.623 M€ au 31 décembre 2020, couvrent principalement :

- les litiges au titre de l'exposition concernant le dossier Madoff (503 M€) ;
- les engagements sociaux (502 M€) ;
- des risques d'exploitation (170 M€) ; et
- des engagements de financement et de garantie<sup>134</sup> (168 M€).

#### 3.3.3.7. Capitaux propres et exigences en fonds propres

Natixis dispose au 31 décembre 2020 de capitaux propres part du Groupe à hauteur de 19.229 M€.

Conformément aux exigences réglementaires du secteur bancaire (§ 3.2.6), après retraitement notamment :

- du niveau prudentiel des écarts d'acquisition<sup>135</sup> et des immobilisations incorporelles (3,6 Md€) ;
- des titres supersubordonnés<sup>136</sup> (instruments hybrides) (2,1 Md€) ;

---

<sup>134</sup> Risques de contrepartie.

<sup>135</sup> Montant base comptable prudentiel ajusté, d'une part, du montant des impôts différés passifs associés et, d'autre part, du montant des écarts d'acquisition inclus dans la valeur des participations mises en équivalence.

<sup>136</sup> Dans le référentiel IFRS, les instruments financiers hybrides sont considérés comme des capitaux propres et les intérêts générés par ces derniers sont comptabilisés dans les *Other Comprehensive Income* (« OCI »).

- > des impôts différés<sup>137</sup> actifs sur les reports déficitaires (0,7 Md€) ;
- > d'une provision sur le paiement des dividendes<sup>138</sup> (0,2 Md€) ;

les fonds propres CET1 du Groupe s'établissent à 12,1 Md€.

<u>Fonds propres réglementaires</u>	
Md€	déc.-20
<b>Capitaux propres part du Groupe</b>	<b>19,2</b>
Ecarts d'acquisition et actifs incorporels	(3,6)
Reclassement des hybrides	(2,1)
IDA reports déficitaires	(0,7)
Provision pour dividendes	(0,2)
Autres déductions	(0,5)
<b>Fonds propres CET1</b>	<b>12,1</b>

Source : Natixis

Au regard du montant de *Risk-Weighted Assets* (RWA) de 105 Md€<sup>139</sup>, le ratio CET1 s'établit donc à 11,6%, soit 3,3 points au-dessus des exigences de la Banque Centrale Européenne (§ 3.2.6).

### 3.3.3.8. Analyse de la distribution historique de dividendes

Natixis a pratiqué historiquement une politique de distribution récurrente de dividendes ; depuis 2015 et jusqu'à la survenance de la crise sanitaire<sup>140</sup>, Natixis distribuait en effet entre 61% et 85% de son résultat net par action sous forme de dividendes ordinaires<sup>141</sup>.

<u>Dividendes historiques par Action</u>						
€	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dividende ordinaire	0,25	0,35	0,37	0,30	-	0,06
Dividende exceptionnel	0,10	-	-	0,48	-	-
Résultat net par Action	0,41	0,41	0,50	0,47	0,56	(0,01)
<b>Pay-out</b>	<b>61%</b>	<b>85%</b>	<b>74%</b>	<b>64%</b>	-	<b>n.a.</b>

Sources : Documents de référence Natixis 2015-2019, Communiqué de presse 2020

<sup>137</sup> Montant base comptable prudentiel.

<sup>138</sup> Le Communiqué de presse du [9 février 2021](#) a annoncé le versement d'un dividende de 0,06 € en numéraire par action au titre de l'exercice 2020 suite notamment à la communication de la BCE du [15 décembre 2020](#).

<sup>139</sup> Risque de crédit : 69,0 Md€, risque de marché : 13,1 Md€, risque opérationnel : 13,0 Md€, risque de contrepartie : 7,6 Md€, risque CVA : 2,3 Md€.

<sup>140</sup> Suite aux recommandations de la BCE, Natixis a annoncé, par un communiqué de presse en date du [31 mars 2020](#), que le dividende de 0,31 € par Action au titre de l'exercice 2019 ne serait pas proposé par le conseil d'administration à l'approbation de l'assemblée générale annuelle du 20 mai 2020.

<sup>141</sup> Le Communiqué de presse du [9 février 2021](#) annonce au titre de l'exercice 2020 un dividende de 0,06€ en numéraire par Action.

### 3.4. Matrice SWOT

La matrice SWOT présentée ci-dessous résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché :

Forces	Faiblesses
<p><b>Gestion d'actifs et de fortune</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Modèle multi-boutiques presque unique sur le marché européen</li><li>– Autonomie et indépendance dans les décisions d'investissement</li><li>– Activité faiblement dépendante du reste du Groupe BPCE</li></ul> <p><b>Banque de Grande Clientèle</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Modèle « <i>Originate to distribute</i> » regroupant l'ensemble de la chaîne logistique du financement, de l'émission à la distribution</li><li>– Capacité d'innovation et réactivité des équipes</li></ul> <p><b>Assurance</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Puissance du réseau BPCE pour la distribution des produits</li></ul> <p><b>Paiements</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Activité robuste et peu volatile</li><li>– Base clients captive</li><li>– Structuration d'un métier orienté clients se distinguant des autres concurrents intégrés</li></ul>	<p><b>Gestion d'actifs et de fortune</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Charges de gestion plus élevées en raison du modèle multi-boutiques</li><li>– Accroissement du risque</li></ul> <p><b>Banque de Grande Clientèle</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Exposition particulière des marchés actions et des produits structurés à la crise sanitaire</li><li>– Industries lourdes à coûts fixes (<i>IT</i>, salaires) pénalisant les acteurs de petite taille tels que Natixis</li></ul> <p><b>Assurance</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Forte concurrence sur un marché français comptant de nombreux acteurs</li><li>– Marge réduite dans le métier de l'assurance vie du fait de l'environnement de taux négatifs</li></ul> <p><b>Paiements</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Taille modeste sur un marché tendant à se mondialiser et se consolider</li><li>– Moindre capacité d'investissement comparée à des acteurs <i>pure players</i> ou de taille supérieure</li></ul>
Opportunités	Menaces
<p><b>Gestion d'actifs et de fortune</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Perspectives de hausse des marchés financiers en 2021</li><li>– Développement en Asie-Pacifique</li></ul> <p><b>Banque de Grande Clientèle</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Environnement de taux favorable aux Etats-Unis, en hausse en 2020</li><li>– Activités de <i>trading et FICC</i> favorisées par la crise sanitaire (forte volatilité, activité des marchés primaires et crédit)</li><li>– Moindre taille par rapport aux autres acteurs du marché (incitant à être continuellement innovant et précurseur)</li></ul> <p><b>Assurance</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Amorce d'un retournement en décembre 2020 avec une collecte nette positive en France</li><li>– Economies de coûts grâce à la digitalisation</li><li>– Possibilité d'augmenter le taux de pénétration de la base clients du Groupe BPCE</li></ul> <p><b>Paiements</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Développement marqué du <i>e-commerce</i> et du <i>m-commerce</i>, accru par les confinements intervenus en 2020</li><li>– Portefeuille important de <i>fintechs</i> en développement</li></ul>	<p><b>Gestion d'actifs et de fortune</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Forte dépendance aux marchés financiers</li><li>– Renforcement des contraintes réglementaires à moyen terme</li><li>– Environnement de taux bas</li></ul> <p><b>Banque de Grande Clientèle</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Renforcement des contraintes réglementaires ("Bâle 4" notamment) et technologiques à moyen terme</li><li>– Impact significatif de la crise sanitaire sur le ROE en cas d'endiguement de plus de 12 mois</li><li>– Hausse du coût du risque</li></ul> <p><b>Assurance</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Perte d'attrait des supports en unités de compte suite à la crise sanitaire, entraînant une chute des cotisations en assurance vie</li><li>– Maintien de taux d'intérêt faibles en Europe, défavorables au secteur</li><li>– Impact des enjeux environnementaux (croissance des mobilités écologiques au détriment de l'automobile, augmentation des catastrophes naturelles)</li></ul> <p><b>Paiements</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Concurrence agressive de <i>fintechs</i> (accès facile au financement, croissances très rapides)</li><li>– Activité requérant, en raison de la concurrence des <i>fintechs</i>, de lourds investissements numériques</li></ul>

## 4. Évaluation de l'Action

Nous avons mis en œuvre une Évaluation Multicritère du Groupe et de l'Action Natixis dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation Multicritère (§ 4.1) ;
- les méthodes d'évaluation écartées (§ 4.2) ;
- les références boursières (§ 4.3) ;
- les méthodes d'évaluation retenues aux bornes du Groupe (§ 4.4) ;
- les approches de valorisation en « somme des parties » (§ 4.5) ;
- l'actif net comptable corrigé (§ 4.6) ;
- la valeur de la participation Natixis dans les livres de BPCE, ainsi que des Banques Populaires et Caisses d'Épargne (§ 4.7).

La synthèse de la valeur de l'Action restitue l'ensemble des résultats de l'Évaluation Multicritère et notre appréciation des primes induites par le Prix de l'Offre (§ 4.8).

### 4.1. Données structurant l'évaluation de l'Action

#### 4.1.1. Référentiel comptable

Natixis établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose aux sociétés cotées.

Ces comptes consolidés ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2020.

#### 4.1.2. Paramètres d'évaluation

Les comptes consolidés 2020 servent de référence aux données financières historiques utilisées pour l'évaluation de l'Action, notamment en ce qui concerne le nombre d'Actions en circulation (§ 4.1.3).

Les dates de référence au cours de bourse (les « **Dates de Référence** ») sont celles du :

- 11 janvier 2021, date à laquelle une hypothèse de rachat des minoritaires de Natixis par BPCE a été présentée dans un article de presse<sup>142</sup> avant d'être reprise par certains analystes, provoquant une hausse du cours de bourse ;
- 5 février 2021, date précédant des mouvements importants sur le titre Natixis ;
- 8 février 2021, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre intervenue le 9 février 2021.

---

<sup>142</sup> Betaville, « Rare Alert : Natixis said to...- Part 8 », [11 janvier 2021](#).

Les paramètres financiers tels que les taux d'actualisation et les multiples boursiers ont été déterminés en fonction des données de marché au 26 février 2021<sup>143</sup>.

### 4.1.3. Nombre d'Actions

Nos calculs de la valeur unitaire de l'Action ont été effectués sur la base :

- > du nombre total d'Actions en circulation au 1<sup>er</sup> mars 2021 ;
- > minoré du nombre d'Actions auto-détenues à cette même date ;
- > majoré du nombre d'Actions Gratuites en période d'acquisition attribuées dans le cadre des plans d'attribution gratuite d'actions de performance 2018, 2019 et 2020 (PAGA), des *Long Term Incentive Plan* 2017, 2018, 2019 et 2020 (« LTIP » ou « PAGA CDG ») et du Plan Métier Paiements (PMP) 2018 (§ 2.6.1 et § 6.1).

<b>Nombre d'Actions dilué</b>	
	<b>1-mars-2021</b>
<b>Actions émises</b>	<b>3 157 903 032</b>
(Nombre d'Actions auto-détenues)	(2 461 581)
<b>Actions émises hors autocontrôle</b>	<b>3 155 441 451</b>
Actions Gratuites en période d'acquisition	6 083 355
<b>Nombre d'Actions dilué hors autocontrôle</b>	<b>3 161 524 806</b>

*Source : Société*

Le nombre d'Actions retenu dans le cadre de nos travaux s'élève à 3.161.524.806.

### 4.1.4. Déficits fiscaux

#### 4.1.4.1. Valeur comptable

Au 31 décembre 2020, les impôts différés actifs (« IDA ») associés aux déficits fiscaux reportables (« NOL<sup>144</sup> ») s'élèvent à **758 M€** (§ 3.3.3.2), et se répartissent comme suit :

- > **580 M€** sur le périmètre d'intégration fiscale français qui dispose d'un stock de déficits reportables de 4.176 M€, dont 2.254 M€ ont été considérés comme imputables à 10 ans et, en conséquence, activés dans les comptes consolidés ;
- > **178 M€** pour les États-Unis et les autres zones géographiques, pour lesquels seule une partie des déficits reportables a été activée ; la part non activée concerne principalement une succursale britannique. La Direction a considéré qu'eu égard à la situation actuelle de cette filiale, dont l'activité va se réduire en raison du *Brexit*, l'imputation de ces déficits reportables sur des bénéfices futurs n'était pas envisageable.

<sup>143</sup> Dernier jour de bourse du mois de février 2021.

<sup>144</sup> *Net Operating Loss*.

#### 4.1.4.2. Valeur financière

Nous avons estimé la valeur actuelle des déficits reportables rattachés au périmètre français d'intégration fiscale, pour leur part activée et non activée, en fonction de leur consommation prévisionnelle.

Ces déficits ont été actualisés au coût des fonds propres sur la période nécessaire à leur apurement, au regard des prévisions de résultats fiscaux obtenues de la Direction et de notre extrapolation de ces projections.

La valeur actualisée des déficits reportables français ressort à **534 M€**, dont :

- **358 M€** pour la part activée comptablement ;
- **176 M€** pour la part non activée.

#### 4.1.5. Composantes de la valeur du Groupe

L'évaluation de l'Action a été appréhendée selon deux méthodologies :

- une approche globale de la valeur du Groupe (l' « **Approche Directe** ») ;
- une approche dite *Sum Of The Parts* (« **SOTP** » ou l' « **Approche SOTP** ») consistant à agréger la valeur des différentes activités du Groupe (le « **Core Business** ») minorée des éléments non affectables aux activités *Core Business* (le « **Non-Core Business** »).

La valeur du Groupe, dans l'ensemble de ces approches, tient compte :

- du *Core Business* valorisé à partir d'approches d'évaluation intrinsèque et analogique ;
- de l'excédent de fonds propres du Groupe par rapport à la contrainte prudentielle (le « **Capital Excédentaire** » ou « **Excess Cash** ») ;
- des frais de structure et des activités hors pôles (le « **Corporate Center** ») ;
- des titres super subordonnés (« **TSS** »), classés comptablement en tant qu'instrument de capitaux propres<sup>145</sup> ;
- des déficits reportables (§ 4.1.4) ;
- des impacts réglementaires connus à ce jour en termes de :
  - solvabilité : mise en œuvre de l'*Output Floor* dans le cadre des standards de Bâle 4<sup>146</sup> ;
  - liquidité : respect du *Net Stable Funding Ratio* (« **NSFR** ») visant à pérenniser la liquidité des banques européennes à long terme ;

---

<sup>145</sup> Pour une valeur de 2.122 M€ au 31 décembre 2020, incluant une plus-value latente de 144 M€.

<sup>146</sup> Bâle 4 vise à encadrer l'usage de modèles internes pour le calcul des actifs risqués pondérés (RWA ou *Risk-Weighted Assets*) de chacune des banques, dont les hypothèses sous-jacentes pouvaient jusqu'alors conduire à des résultats disparates. Afin de limiter cette variabilité, Bâle 4 impose désormais la mise en œuvre d'un plancher d'estimation des RWA (*output floor*) fixé à 72,5% des actifs pondérés selon les modèles standards. La période de transition permettant d'atteindre ce seuil s'étend de 2023 à 2028 (§ 3.2.6.1).

- d'ajustements prudentiels, dont principalement la couverture des expositions non performantes ou *backstop* prudentiel (« **Backstop** ») ;
- de la contribution au fonds de résolution unique (« **FRU** »), requise par le Conseil de résolution unique afin de faire face aux défaillances bancaires au niveau européen<sup>147</sup> ;
- des coûts de mise en œuvre du programme de transformation et d'efficacité opérationnelle (les « **Coûts TEO** »)<sup>148</sup> visant une économie de coûts de 350 M€ à horizon fin 2024<sup>149</sup> ainsi que du programme du Schéma Directeur Immobilier (les « **Coûts SDI** ») ;
- de la participation résiduelle dans Coface à hauteur de 12,7% du capital à fin 2020 (§ 3.1.1).

#### 4.1.6. Trajectoires financières

Nous avons retenu deux trajectoires financières dans nos travaux de valorisation :

- le cadrage financier basé sur des projections de compte de résultat élaborées par les équipes financières des différents métiers de Natixis à partir des modèles utilisés pour les *stress tests*<sup>150</sup> (« **Stress Tests** ») et de CET1 intégrant notamment l'impact du Backstop (le « **Cadrage Financier** »). Le Cadrage Financier représente la première étape et l'objectif minimum à atteindre à l'horizon 2024 dans le cadre du plan stratégique devant être annoncé par Natixis en juin 2021 (le « **Plan Stratégique** ») ;
- le consensus 2021-2023 établi<sup>151</sup> par la Direction en amont des résultats du Groupe du quatrième trimestre 2020 (le « **Consensus 2021-2023** ») ; le Conseil d'Administration a approuvé l'hypothèse de la Direction selon laquelle les principaux indicateurs consolidés de ce Consensus 2021-2023 constituent une borne haute par rapport aux indicateurs cibles consolidés attendus dans le Plan Stratégique.

Ces deux scénarios ont été présentés et approuvés par le Conseil d'Administration du 9 février 2021.

La Direction de Natixis a également confirmé que le Plan Stratégique, en cours d'élaboration dans la perspective de son approbation en juin 2021, se situera entre le Cadrage Financier et le Consensus 2021-2023, de sorte que ces deux scénarios représentent respectivement une borne basse et une borne haute des perspectives du Groupe.

<sup>147</sup> Ce dispositif s'achèvera fin 2023.

<sup>148</sup> 85 M€ avant impôts en 2021, 45 M€ avant impôts en 2022 et 60 M€ avant impôts en 2023.

<sup>149</sup> Natixis, « Résultats 3T20 et 9M20 : Retour aux bénéficiaires et décisions stratégiques préparant l'avenir », [5 novembre 2020](#).

<sup>150</sup> Après prise en compte des effets liés au scénario macro-économique validé en décembre 2020 par le Comité de Direction Générale de Natixis.

<sup>151</sup> À partir de la moyenne des projections de 11 analystes formant le consensus 2023 (16 en 2021 et 2022), concernant les principaux agrégats financiers de Natixis et de ses métiers, y compris le « Hors pôles » (§ 3.1.2.5) ; en l'absence de consensus pour 2024, l'année 2023 est la référence pour les indicateurs clés du Plan Stratégique.

## 4.2. Méthodes d'évaluation écartées

### 4.2.1. Actif net comptable

La méthode de l'actif net comptable (l'« **ANC** ») consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur comptable de ses actifs minorée de celle de ses passifs, soit sa *Book Value* (« **BV** »).

Le secteur bancaire utilise également la notion de *Tangible Book Value* (« **TBV** ») qui correspond à la *Book Value* minorée des écarts d'acquisition et des actifs incorporels<sup>152</sup>.

Depuis plusieurs années, la valorisation de l'ensemble des banques françaises et de la plupart des banques européennes extériorise une décote par rapport à leur ANC, en raison notamment :

- d'une rentabilité des capitaux propres comptables consolidés nettement inférieure au rendement attendu par un investisseur (ou coût des fonds propres) ;
- des évolutions macroéconomiques (baisse des taux, taux négatifs) ;
- du renforcement des contraintes réglementaires, en particulier Bâle 3 et Solvency 2 (§ 3.2.6).

Nous présentons, ci-après, les primes ou décotes<sup>153</sup> sur BV et TBV observées historiquement sur des banques françaises et européennes (§ 4.4.2.2) :

#### Prime / Décote moyennes sur BV et TBV

Banque	(Décote)/prime sur BV		(Décote)/prime sur TBV	
	21-févr.-20	26-févr.-21	21-févr.-20	26-févr.-21
Natixis	(19%)	(24%)	6%	(2%)
Banques françaises hors Natixis	(38%)	(49%)	(22%)	(36%)
Banques européennes hors Natixis	(39%)	(49%)	(30%)	(43%)

Sources : Présentations et rapports annuels 2019-2020, S&P Capital IQ.

Nous avons mis en œuvre, en Approche Directe, une évaluation par actualisation des dividendes sous contrainte de capital réglementaire (§ 4.4.1) en tenant compte d'une perspective de redressement rapide de la situation à horizon 2023<sup>154</sup> ou 2024<sup>155</sup> ; nous retenons ainsi en valeur de sortie un multiple de TBV sur longue période permettant de tenir compte de la cyclicité du secteur bancaire.

Nous nous sommes également référés aux agrégats de BV et de TBV de l'exercice 2020 dans la mise en œuvre de nos valorisations analogiques par les Comparables Boursiers (§ 4.4.2) et les Transactions Comparables (§ 4.4.3).

Nous avons par ailleurs comparé l'actif net comptable corrigé (« **ANCC** ») et l'ANC du Groupe (§ 4.6).

<sup>152</sup> La TBV peut être présentée en tenant compte ou non des impôts différés passifs constatés sur les actifs incorporels.

<sup>153</sup> Cours spot sur BV ou TBV avant prise en compte de la provision sur dividendes (au 31 décembre 2019 pour l'analyse réalisée au 21 février 2020, et au 31 décembre 2020 pour l'analyse réalisée au 26 février 2021).

<sup>154</sup> Évaluation intrinsèque fondée sur le Consensus 2021-2023.

<sup>155</sup> Évaluation intrinsèque fondée sur le Cadrage Financier.

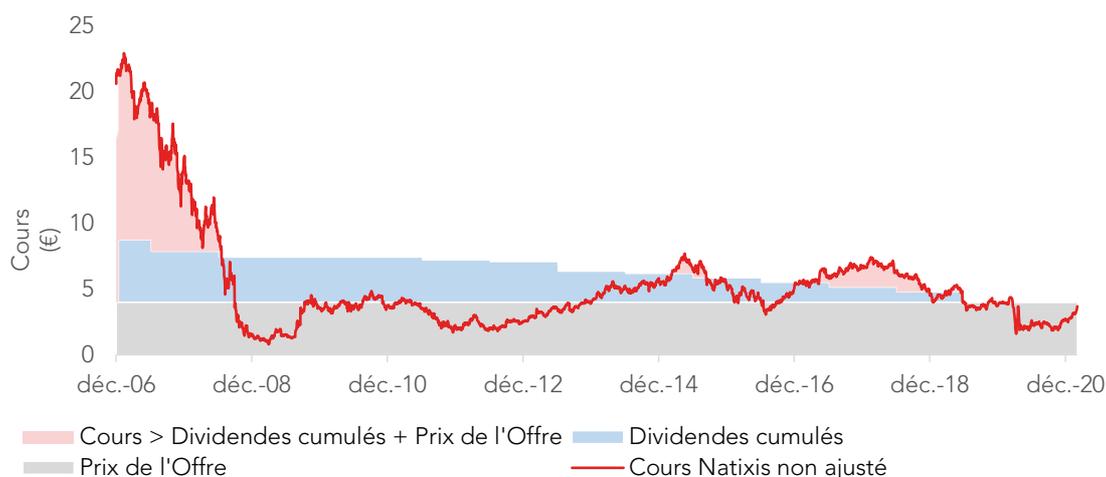
À titre d'information au 31 décembre 2020 :

- la BV par Action s'établit à 5,37 €<sup>156</sup> ;
- la TBV par Action ressort à 4,08 €<sup>157</sup> et 4,19 €<sup>158</sup>.

#### 4.2.2. Analyse patrimoniale

Nous présentons, ci-après, les dividendes perçus à ce jour par un actionnaire entré au capital de la Société selon plusieurs scénarios, et détenant une Action<sup>159</sup> :

##### *Analyse du cours de bourse sur la période 2006-2021*



L'analyse de la situation patrimoniale de l'actionnaire consiste à comparer le prix d'achat de l'Action représenté par son cours de bourse aux dividendes perçus au cours de la période de détention majorés du Prix de l'Offre.

Sans préjuger de la situation patrimoniale de chaque actionnaire, l'analyse fondée sur une entrée au capital lors de l'introduction en bourse de la Société le 6 décembre 2006 fait ressortir une perte du point de vue de l'actionnaire<sup>160</sup>.

A l'inverse, les actionnaires ayant acquis des titres à d'autres dates ressortent dans la majorité des cas en plus-value.

<sup>156</sup> Information communiquée lors de la publication des résultats du quatrième trimestre 2020. Les capitaux propres consolidés sont ajustés des TSS et de la distribution de dividendes attendue sur 2021.

<sup>157</sup> TBV avant détachement du dividende et minorée des impôts différés passifs associés aux écarts d'acquisition et aux immobilisations incorporelles.

<sup>158</sup> TBV avant détachement du dividende.

<sup>159</sup> L'analyse sous l'angle de la détention d'une seule Action implique que tout actionnaire entré au capital de la Société avant l'augmentation de capital réalisée en 2008 n'y ait pas souscrit.

<sup>160</sup> Cette perte est atténuée dans le cas d'une souscription lors de l'augmentation de capital intervenue du 5 septembre au 18 septembre 2008.

### 4.3. Références boursières

La référence à la valeur boursière de l'Action est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique et des objectifs de cours des analystes en charge de son suivi.

Pour information, l'Initiateur n'a pas réalisé de transaction sur le capital de la Société au cours des 18 derniers mois.

#### 4.3.1. Analyse historique du cours de bourse

Nous avons analysé l'évolution, au cours des cinq dernières années, du titre Natixis<sup>161</sup> au regard d'un indice constitué des banques françaises<sup>162</sup> réputées comparables à la Société.

##### *Analyse du cours de bourse sur la période 2016-2021*



Source : Bloomberg

La période observée dessine les tendances suivantes :

- une surperformance du titre par rapport à ses homologues français de 2018 à mi-2019 appréciée sur la base du cours ajusté des dividendes versés ;
- une sous-performance en 2016-2017, ainsi que depuis le début de la crise sanitaire.

Le détail des évènements ayant ponctué le cours de bourse de l'Action est restitué ci-après :

<sup>161</sup> L'Action est cotée sur le compartiment A du marché réglementé Euronext Paris sous le code ISIN FR0000120685 KN.

<sup>162</sup> Cours de Crédit Agricole SA, BNP Paribas SA et Société Générale SA, rebasés au 9 février 2016. Les cours présentés sont ajustés des versements de dividendes.

## Evènements marquants

N°	Date	Commentaires
1	10-févr-16	Publication des résultats annuels 2015 : croissance de l'activité et amélioration de la rentabilité des métiers cœurs. Certains agrégats surperforment les objectifs du plan <i>New Frontier</i> .
2	24-juin-16	Le Royaume-Uni annonce vouloir quitter l'Union européenne (Brexit).
3	24-avr-17	Le résultat du premier tour de l'élection française galvanise tous les marchés européens, en particulier le marché bancaire.
4	07-déc-17	Finalisation de la réglementation bancaire baptisée Bâle 4.
5	17-mai-18	Accueil favorable par le marché des résultats du T1 2018 : progression de l'activité et amélioration de la rentabilité, conforme aux objectifs du nouveau plan stratégique New Dimension.
6	11-oct-18	Discussions préliminaires en vue d'un éventuel rapprochement entre les activités de paiement de Natixis et celles d'Ingenico.
7	18-déc-18	Profit warning : Natixis annonce des contre-performances (stratégie de couverture déficiente) dans ses activités de dérivés actions sur les marchés asiatiques.
8	09-mai-19	Publication des résultats du premier trimestre 2019 : activité en recul de 5%.
9	20-juin-19	Suite à un communiqué du Financial Times daté du 18 juin 2019 pointant l'existence au sein de H2O d'obligations illiquides à hauteur de 1,4 Md€, Morningstar suspend la notation du fonds.
10	07-nov-19	Publication des résultats du troisième trimestre 2019 : l'ensemble des activités sont en progression (PNB en hausse de 6%)
11	06-févr-20	Publication des résultats annuels 2019 : les activités de gestion d'actif et d'assurance délivrent des performances de rentabilité (ROE) en ligne avec le plan stratégique 2018-2020 "New Dimension", alors que les segments BGC et Paiements s'inscrivent en-deçà des objectifs fixés.
12	09-mars-20	Krach boursier engendré par la crise sanitaire, combiné à un krach pétrolier : échec des négociations entre la Russie et l'OPEP sur une réduction de la production de pétrole.
13	25-mars-20	Les autorités européennes envisageraient d'accorder encore plus de souplesse aux établissements financiers pour faire face à la crise du coronavirus.
14	31-mars-20	Annonce du renoncement au versement d'un dividende au titre de l'exercice 2019 suite aux recommandations formulées par la BCE le 27 mars.
15	03-août-20	Publication des résultats semestriels 2020. La collecte nette de l'AM atteint ~16 Md€ au second trimestre, au plus haut depuis 2015. Départ du directeur général en raison de divergences stratégiques.
16	17-nov-20	Le secteur bancaire bénéficie de la remontée des rendements obligataires à la suite des annonces concernant les avancées de la recherche autour des vaccins contre la Covid-19.
17	11-janv-21	Publication d'un article sur le site Betaville relançant les rumeurs de rachat des minoritaires de Natixis par BPCE. Certains analystes émettent des recommandations positives sur le titre à la suite desquelles le cours amorce une hausse.
18	08-févr-21	Mouvements importants constatés sur les titres Natixis ; le cours de bourse enregistre une hausse d'environ 7% sur la journée.
19	09-févr-21	Annonce de l'Offre ; le cours est suspendu pour la journée à la demande de Natixis, suite aux évènements de la veille.

Sources : Bloomberg, Société

Nous présentons, ci-après, l'analyse des cours moyens pondérés par les volumes (« CMPV ») aux Dates de Référence (§ 4.1.2), complétée par une analyse historique sur la période 2019 à 2020<sup>163</sup> sur la base des cours ajustés et non ajustés du détachement du dividende :

#### Analyse des CMPV ajustés

€	Pré-crise sanitaire		Dates de Référence		
	31-déc.-19	28-févr.-20	11-janv.-21	5-févr.-21	8-févr.-21
Spot (clôture)	3,96 €	3,67 €	2,87 €	3,46 €	3,70 €
20 séances	3,86 €	4,12 €	2,71 €	3,16 €	3,25 €
60 séances	3,93 €	4,00 €	2,44 €	2,85 €	2,90 €
120 séances	3,79 €	3,95 €	2,31 €	2,47 €	2,50 €
180 séances	3,82 €	3,81 €	2,32 €	2,41 €	2,43 €
250 séances	3,84 €	3,88 €	2,45 €	2,43 €	2,44 €
12 mois	3,84 €	3,89 €	2,46 €	2,46 €	2,46 €
<b>Plus haut 12 mois</b>	<b>4,46 €</b>	<b>4,46 €</b>	<b>4,38 €</b>	<b>4,38 €</b>	<b>4,38 €</b>
<b>Plus bas 12 mois</b>	<b>3,38 €</b>	<b>3,38 €</b>	<b>1,61 €</b>	<b>1,61 €</b>	<b>1,61 €</b>

Source : Bloomberg

#### Analyse des CMPV non ajustés

€	Pré-crise sanitaire		Dates de Référence		
	31-déc.-19	28-févr.-20	11-janv.-21	5-févr.-21	8-févr.-21
Spot (clôture)	3,96 €	3,67 €	2,87 €	3,46 €	3,70 €
20 séances	3,86 €	4,12 €	2,71 €	3,16 €	3,25 €
60 séances	3,93 €	4,00 €	2,44 €	2,85 €	2,90 €
120 séances	3,79 €	3,95 €	2,31 €	2,47 €	2,50 €
180 séances	3,92 €	3,81 €	2,32 €	2,41 €	2,43 €
250 séances	4,10 €	4,03 €	2,45 €	2,43 €	2,44 €
12 mois	4,10 €	4,04 €	2,46 €	2,46 €	2,46 €
<b>Plus haut 12 mois</b>	<b>5,30 €</b>	<b>5,30 €</b>	<b>4,38 €</b>	<b>4,38 €</b>	<b>4,38 €</b>
<b>Plus bas 12 mois</b>	<b>3,38 €</b>	<b>3,38 €</b>	<b>1,61 €</b>	<b>1,61 €</b>	<b>1,61 €</b>

Source : Bloomberg

L'analyse historique des cours de bourse montre que les CMPV sont globalement en retrait par rapport au Prix de l'Offre. À titre d'information, au cours des 12 derniers mois<sup>164</sup> :

- 3,6% des échanges de titres ont été réalisés à un prix supérieur au Prix de l'Offre ;
- la rotation du flottant représente 383%, et témoigne de l'excellente liquidité du titre, de sorte que l'analyse du cours de bourse constitue une référence pertinente dans l'appréciation du Prix de l'Offre.

#### Rotation du flottant

	5-févr.-21
Nombre de titres échangés (12m)	3 212 539 412
Flottant	838 803 772
<b>Rotation du flottant (%)</b>	<b>383%</b>
<b>Rotation du flottant (années)</b>	<b>0,3</b>

Source : Bloomberg

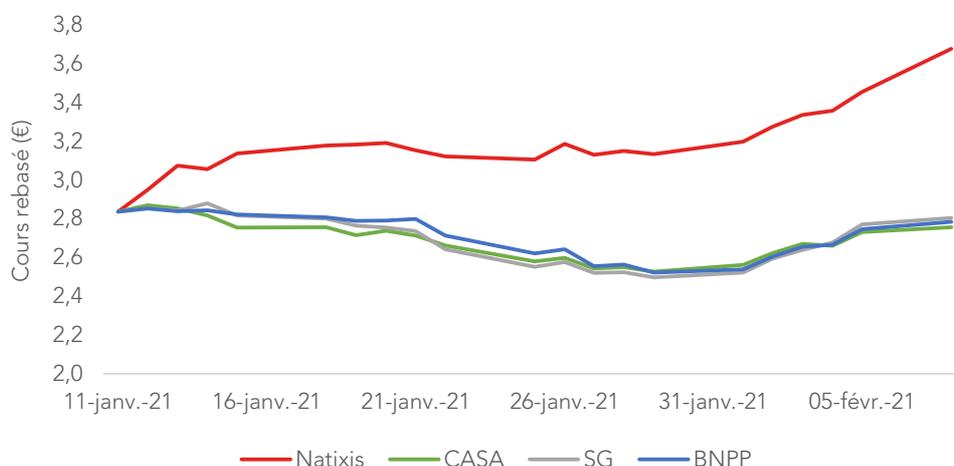
<sup>163</sup> La date du 28 février 2020 borne la période de l'année 2020 précédant la crise sanitaire.

<sup>164</sup> Au 5 février 2021, date précédant des mouvements importants sur le titre Natixis, retenue comme date de référence.

### 4.3.2. Analyse comparative avec les autres banques françaises

À compter du 11 janvier 2021, le cours de l'Action traduit une évolution qui est décorrélée de celle des autres banques françaises :

#### *Cours de bourse de l'Action et des banques françaises rebasé au 11 janvier 2021*

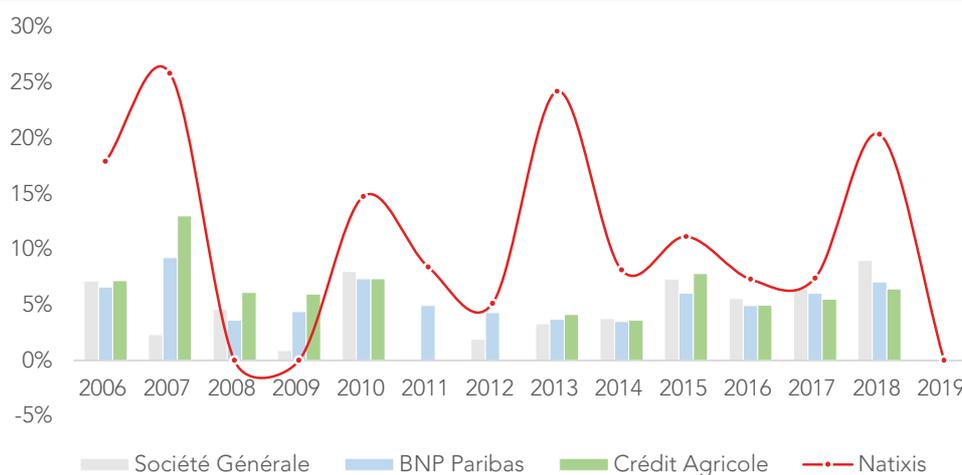


Source : Bloomberg

Ces évolutions font suite à la publication le 11 janvier 2021 d'un article<sup>165</sup> relançant les rumeurs d'offre sur Natixis, relayées le 13 janvier 2021 par une partie des analystes qui ont réhaussé significativement leurs objectifs de cours<sup>166</sup>, et confortées le 8 février 2021, veille de l'annonce de l'Offre, avec une hausse de 7% du cours de bourse en une seule séance.

Nous avons par ailleurs analysé le rendement<sup>167</sup> de l'Action depuis l'introduction en bourse de la Société ainsi que son positionnement au regard des banques françaises cotées.

#### *Analyse historique du rendement de l'Action<sup>168</sup>*



Source : Capital IQ

<sup>165</sup> Posté sur le site Betaville : <https://www.betaville.co.uk/tags/natixis/>

<sup>166</sup> Nous avons fait ce constat à la lecture des notes de JP Morgan (13 janvier 2021) et d'UBS au (13 janvier 2021), dont le cours cible progresse respectivement de 14% (passant de 2,8 € à 3,2 €) et de 18% (passant de 2,8 € à 3,3 €).

<sup>167</sup> Le rendement de l'Action a été déterminé en rapportant les dividendes versés au cours de l'année N au CMPV moyen annuel de la même année N.

<sup>168</sup> Correspond aux dividendes perçus.

Rapportés aux CMPV annuels, les dividendes versés par la Société extériorisent, de manière générale, un rendement supérieur à celui de ses pairs.

### 4.3.3. Cours cibles des analystes

Le titre Natixis fait l'objet d'un suivi par 22 analystes<sup>169</sup>, à partir duquel nous avons établi la liste des cours cibles les plus récents, publiés :

- avant l'annonce de l'Offre et des résultats du quatrième trimestre 2020 : l'ensemble des notes d'analystes ont été analysées, à l'exception de cinq notes<sup>170</sup> dont les informations sont directement issues de *Bloomberg* et d'une note<sup>171</sup> à laquelle nous n'avons pas eu accès ;
- postérieurement à l'annonce de l'Offre, à l'exception de trois notes<sup>172</sup> dont les informations figurant dans le tableau suivant sont issues de *Bloomberg*<sup>173</sup>.

#### Cours cibles des analystes

Analyste	Avant annonce		Post annonce	
	Date	Cours cible	Date	Cours cible
AlphaValue	4-févr.-21	2,6 €	25-févr.-21	4,1 €
Exane	3-févr.-21	3,1 €	26-févr.-21	3,1 €
Jefferies	2-févr.-21	3,1 €	9-févr.-21	3,1 €
Morgan Stanley	1-févr.-21	2,7 €		
Société Générale	27-janv.-21	2,6 €	10-févr.-21	4,0 €
Goldman Sachs	25-janv.-21	3,7 €		
Mediobanca	25-janv.-21	2,2 €	10-févr.-21	4,0 €
Barclays	22-janv.-21	3,7 €	24-févr.-21	3,7 €
Deutsche Bank	20-janv.-21	3,1 €	16-févr.-21	4,0 €
Credit Suisse	18-janv.-21	2,5 €	10-févr.-21	4,0 €
Citi	18-janv.-21	3,1 €		
Keefe	14-janv.-21	3,4 €	10-févr.-21	4,0 €
RBC Capital Markets	14-janv.-21	3,1 €	10-févr.-21	4,0 €
Kepler	14-janv.-21	2,7 €	10-févr.-21	3,0 €
UBS	13-janv.-21	3,3 €	10-févr.-21	4,0 €
JP Morgan	13-janv.-21	3,2 €		
CM-CIC	13-janv.-21	3,1 €		
Bank of America	11-janv.-21	2,1 €		
Morningstar	17-déc.-20	3,1 €		
Oddo	16-déc.-20	3,2 €	10-févr.-21	4,0 €
HSBC	15-déc.-20	2,8 €		
Autonomous			9-févr.-21	2,7 €
<b>Médiane</b>		<b>3,1 €</b>		<b>4,0 €</b>
<b>Moyenne</b>		<b>3,0 €</b>		<b>3,7 €</b>

Sources : Notes de brokers, Bloomberg

Les cours cibles des analystes avant l'annonce de l'Offre s'échelonnent entre 2,1 € et 3,7 €, avec une moyenne de 3,0 €.

<sup>169</sup> Natixis, [Couverture analystes](#). Le cours cible publié par Morningstar a été ajouté.

<sup>170</sup> AlphaValue, CM-CIC, Mediobanca, Oddo et RBC Capital Markets.

<sup>171</sup> Autonomous.

<sup>172</sup> AlphaValue, Exane et Oddo.

<sup>173</sup> A l'exception de l'analyste *Autonomous* dont l'information nous a été communiquée par la Société.

L'analyse des cours cibles publiés par les analystes postérieurement à l'annonce de l'Offre met en avant un alignement des objectifs de cours avec le Prix de l'Offre pour la plupart des analystes, lesquels reproduisent dans leurs notes les objectifs de l'Offre tels que communiqués par Natixis et BPCE, sans prendre position à l'égard de l'Offre, à l'exception de Kepler Cheuvreux qui affiche une recommandation d'apport à l'Offre.

#### 4.4. Méthodes d'évaluation retenues aux bornes du Groupe

##### 4.4.1. Valorisation intrinsèque (DDM)

###### 4.4.1.1. Rappel des principes de la méthode DDM

La méthode du *Dividend Discount Model* (« DDM ») consiste à déterminer la valeur des fonds propres de la banque en se basant sur des hypothèses de distribution de dividendes sous contrainte de capital réglementaire.

Les flux distribuables sur la période de prévision du Cadrage Financier et du Consensus 2021-2023 (les « **Plans d'Affaires** ») correspondent au Capital Excédentaire disponible, soit la différence entre :

- les prévisions de *Common Equity Tier 1* (CET1) impactées par :
  - le résultat net part du Groupe prévisionnel,
  - le montant des dividendes distribués, et
  - les ajustements prudentiels ; et
- la contrainte de fonds propres réglementaires établie à partir d'un ratio CET1 cible appliqué à une trajectoire de RWA.

Ces flux distribuables sont actualisés au coût des fonds propres (« *Cost of Equity* » ou « **COE** »). Ils ont été estimés à partir des Plans d'Affaires présentés et approuvés par le Conseil d'Administration du 9 février 2021, et couvrent les périodes 2021 à 2024 pour le Cadrage Financier et 2021 à 2023 pour le Consensus 2021-2023 (l'« **Horizon Explicite** ») :

- le Cadrage Financier est une trajectoire minimale à atteindre à horizon 2024 hors initiatives stratégiques des différents métiers de Natixis ;
- le Consensus 2021-2023 constitue selon la Direction une borne haute par rapport aux indicateurs cibles consolidés attendus dans le cadre du Plan Stratégique.

Comme mentionné *supra* (§ 4.1.6), la Direction a confirmé que les trajectoires financières sur la période 2021 à 2023 issues du Plan Stratégique se positionneraient entre la trajectoire du Cadrage Financier et celle du Consensus 2021-2023.

La structure des flux découlant de chacun des Plans d'Affaires est détaillée ci-après.

#### 4.4.1.2. Cadrage Financier

##### i) Flux prévisionnels

Le Cadrage Financier a été établi en définissant les principaux indicateurs cibles par métier à atteindre à l'horizon 2024<sup>174</sup>. Les projections reposent sur des modèles financiers utilisés dans le cadre des *Stress Tests*, intégrant des effets macroéconomiques, présentés et confirmés par le Comité de Direction Générale de Natixis le 3 décembre 2020. La trajectoire financière du Cadrage Financier s'appuie sur :

- le budget 2021, issu des derniers éléments d'atterrissage au titre de l'exercice 2020 ;
- les modèles de *Stress Tests* pour les années 2022 et 2023 ;
- la moyenne des tendances observées sur la période 2021 à 2023 appliquée à l'année 2024, permettant de refléter la cyclicité de l'activité.

##### ii) Résultat net

Le résultat net prévisionnel du Cadrage Financier intègre l'impact :

- de l'évolution des variables macroéconomiques<sup>175</sup>, notamment les prévisions :
  - de produit intérieur brut<sup>176</sup>,
  - d'inflation<sup>177</sup>,
  - de chômage<sup>178</sup>,
  - de taux d'intérêts<sup>179</sup>,
  - des marchés actions<sup>180</sup>, et
  - des produits dérivés divers,

se traduisant par une croissance moyenne annualisée de l'ordre de 4% sur la période 2020-2024. Ces prévisions macroéconomiques sur l'Horizon Explicite du Cadrage Financier se fondent sur des estimations internes à Natixis, des modèles financiers prospectifs, des notes d'experts financiers et le consensus *Bloomberg* ;

- de la fin anticipée de la contribution au FRU à partir de 2024 ;

---

<sup>174</sup> Le Cadrage Financier a été examiné en Comité d'Audit.

<sup>175</sup> Le scénario macroéconomique retenu n'intègre pas l'hypothèse d'une troisième vague de Covid-19, mais prévoit au contraire un important rebond de la croissance pour l'année 2021.

<sup>176</sup> A l'échelle de la France, des États-Unis, de la Chine, de la Zone Euro et du monde.

<sup>177</sup> A l'échelle de la France, des États-Unis et de la Zone Euro.

<sup>178</sup> A l'échelle de la France, des États-Unis et de la Zone Euro.

<sup>179</sup> Taux d'intérêts des banques centrales européenne et américaine et des obligations d'État française, italienne, allemande et américaine.

<sup>180</sup> Indices boursiers CAC 40, DAX, Eurostoxx 50 et S&P 500. Les prévisions retenues par la Société tablent sur une forte croissance des marchés actions en 2021 et une croissance annuelle de l'ordre de 1,5% sur la période 2022 à 2024.

- de l'amélioration du coefficient d'exploitation de l'ordre de 5% hors FRU entre 2020 et 2023, grâce notamment aux économies réalisées à la suite de la mise en place :
  - du programme de transformation et d'efficacité opérationnelle (TEO) pour une économie annuelle de 350 M€ à l'horizon 2024<sup>181</sup> ;
  - du programme relatif au Schéma Directeur Immobilier (SDI) ;
- de la baisse progressive du coût du risque, portée principalement par la Banque de Grande Clientèle, vers un niveau normatif historique du produit net bancaire à l'horizon 2024 (3% *versus* 12% en 2020) ;
- de l'évolution du périmètre tenant compte :
  - du projet de fusion entre Ostrum Asset Management, filiale de Natixis, et La Banque Postale Asset Management ;
  - de la cession de l'intégralité (50,01%) de la participation de Natixis dans le fonds H2O ;
  - de la cession partielle (29,5%) de la participation de Natixis dans le capital de Coface ;
- de la baisse du taux d'imposition français compte tenu de la poursuite des réformes fiscales engagées<sup>182</sup> par le gouvernement<sup>183</sup> ;
- des intérêts minoritaires et du résultat des sociétés mises en équivalence ;
- des intérêts des TSS pour un montant annuel compris entre 102 M€ et 104 M€<sup>184</sup> sur l'Horizon Explicite du Cadrage Financier.

Suite à nos discussions avec la Direction, nous avons ajusté le Cadrage Financier sur l'année 2021 :

- d'un impact positif sur le résultat net de l'activité Gestion d'actifs et de fortune compte tenu de la récente hausse des marchés boursiers ;
- d'un impact positif sur le résultat net de l'activité Banque de Grande Clientèle en raison d'une potentielle diminution du coût du risque, principalement liée à une moindre exposition du métier au secteur de l'aéronautique.

### iii) Contrainte de fonds propres règlementaires

La contrainte de fonds propres règlementaire a été déterminée sur la base :

- d'un ratio de CET1 cible de :
  - 10,2% pour l'année 2021, dernier objectif de CET1 cible communiqué par la Société pour la période 2020-2021 lors de la publication des résultats du premier trimestre 2020 ;

<sup>181</sup> 50% des économies annuelles liées au programme de transformation et d'efficacité opérationnelle sont intégrées en économies de charges, et 50% font l'objet de réinvestissements, supportant ainsi la croissance du produit net bancaire sur l'Horizon Explicite du Cadrage Financier.

<sup>182</sup> Le Cadrage Financier n'intègre pas l'hypothèse d'une remontée des taux d'imposition aux États-Unis, hypothèse pourtant réaliste compte tenu de l'élection de Joe Biden à la présidence des États-Unis.

<sup>183</sup> Le taux d'imposition retenu au titre du Cadrage Financier n'intègre pas la consommation des déficits reportables.

<sup>184</sup> Avant impôt sur les sociétés.

- 10,5% pour la période postérieure à 2021, soit le ratio utilisé en « pilotage interne » par Natixis, notamment dans son allocation de capital par métier ;
- > des projections de RWA sur l'Horizon Explicite du Cadrage Financier qui intègrent notamment les impacts :
  - de l'évolution des exigences en matière de réglementation bancaire, notamment des réformes Bâle 3 (§ 3.2.6) ;
  - des effets de périmètre susmentionnés (§ 4.4.1.2.ii) ;
- > d'éléments de solvabilité ayant un impact négatif sur la capacité distributive de la Société, notamment le *Backstop*.

#### iv) Flux disponibles

Nous avons estimé les flux futurs disponibles distribuables aux actionnaires à partir :

- > des prévisions de CET1 en fin de période ; et
- > de la prise en compte de la contrainte de fonds propres réglementaires ainsi que de la variation des éléments de solvabilité.

Compte tenu de la limitation de distribution de dividendes imposée par la Banque Centrale Européenne<sup>185</sup>, le dividende au titre de l'exercice 2020 versé en 2021 sera limité à 189 M€. À compter de l'exercice 2021, nous avons retenu une hypothèse de distribution de la totalité du capital excédentaire disponible.

Les flux futurs disponibles distribuables aux actionnaires, assimilables à des dividendes, ont été actualisés en fonction d'une date de versement fixée à fin mai, concordant avec le calendrier historique de versement des dividendes de Natixis.

#### v) Taux d'actualisation

Nous avons déterminé le coût des fonds propres directement à partir du beta endetté du Groupe, dont le profil de risque est spécifique par rapport à celui des autres groupes bancaires.

Le taux d'actualisation a été déterminé en retenant :

- > un taux sans risque nul au regard de la structure légèrement négative de la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)<sup>186</sup> ;
- > un beta moyen endetté observé sur une période de 5 ans de **1,49** ;
- > une prime de risque du marché français estimée à **7,9%**<sup>187</sup>.

<sup>185</sup> Les dividendes doivent être inférieurs à 15% du bénéfice cumulé au titre des exercices 2019 et 2020 et à 20 points de base en termes de contrainte de fonds propres réglementaires, soit environ 0,2% des RWA, le montant le plus faible devant être retenu.

<sup>186</sup> Source : Banque de France.

<sup>187</sup> Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **7,9%** (source : Ledouble, 28 février 2021), qui, sous déduction d'un taux sans risque nul, induit une prime de risque de **7,9%**.

Sur cette base, le taux d'actualisation applicable au Groupe a été estimé à **11,8%** :

<b>Coût des fonds propres</b>		
<b>Facteur</b>		<b>Natixis</b>
Taux sans risque	<i>[a]</i>	-
Beta endetté	<i>[b]</i>	1,49
Rendement de marché		7,9%
Prime de risque	<i>[c]</i>	7,9%
<b>Coût des fonds propres</b>	<b><i>[a+b*c]</i></b>	<b>11,8%</b>

Le taux d'actualisation moyen retenu par les analystes s'établit à **11,6%** :

<b>Coût des fonds propres - analystes</b>		
<b>Analyste</b>	<b>Date</b>	<b>COE Groupe</b>
Exane	3-févr.-21	12,5%
Jefferies	2-févr.-21	11,9%
Morgan Stanley	1-févr.-21	11,4%
Société Générale	27-janv.-21	12,0%
Deutsche Bank	20-janv.-21	11,2%
Credit Suisse	18-janv.-21	11,6%
Kepler	n.c.	11,7%
UBS	13-janv.-21	11,0%
Bank of America	11-janv.-21	11,5%
Morningstar	17-déc.-20	11,0%
HSBC	15-déc.-20	12,0%
Autonomous	n.c.	11,8%
<b>Moyenne</b>		<b>11,6%</b>
<b>Médiane</b>		<b>11,6%</b>

Pour les besoins de nos analyses de sensibilité, nous avons retenu un taux d'actualisation central de **11,5%** avec un pas de **0,25%**.

#### vi) Valeur terminale

La valeur terminale est fonction d'un multiple de sortie basé sur la *Tangible Book Value* dérivé de la formule de Gordon-Shapiro dit modèle de *Gordon Growth* ; ce multiple de *Tangible Book Value* (« *P/TBV* ») repose sur les hypothèses suivantes :

- une rentabilité des capitaux propres tangibles<sup>188</sup> (« *Return on Tangible Equity* » ou « *ROTE* ») normative de 11,6%, calculée à partir :
  - du résultat net 2024 ;
  - du montant des capitaux propres tangibles 2024 de fin de période ;
- un COE de 11,5% en valeur centrale ;
- un taux de croissance perpétuelle (« *LTGR* ») de 1,5% en ligne avec les prévisions d'inflation à long terme en France constatées avant la crise sanitaire<sup>189</sup> et les hypothèses de croissance intégrées dans le modèle Ledouble sous-tendant le rendement de marché.

<sup>188</sup> Ou *Tangible Book Value*.

<sup>189</sup> Ce taux est conforme avec celui que nous retenons pour la détermination du rendement attendu du marché français selon notre modèle interne.

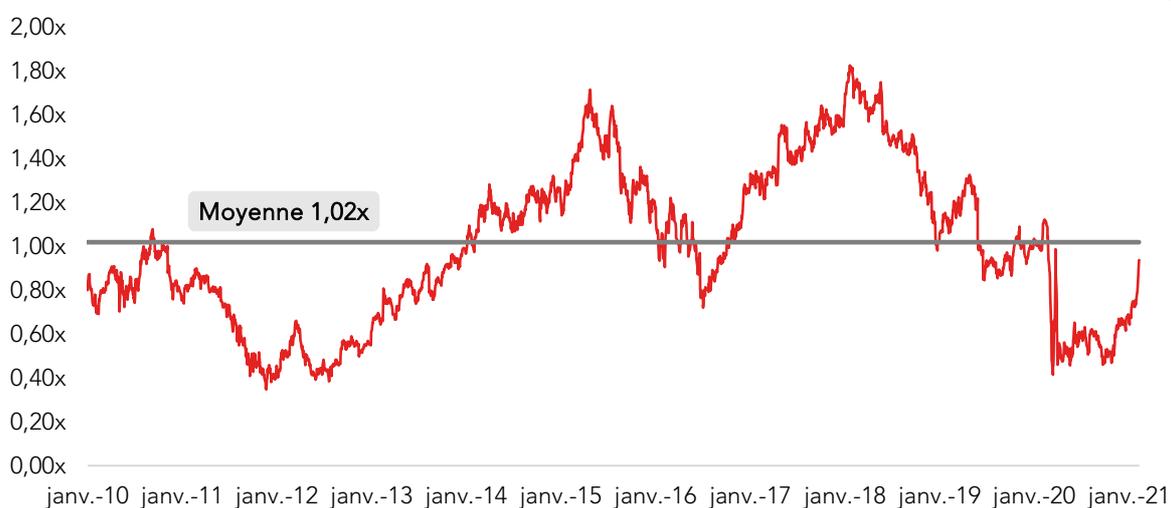
Le multiple P/TBV induit par le modèle de *Gordon Growth* extériorise un multiple proche de 1,00x en valeur centrale :

#### Multiple P/TBV - Cadrage Financier

Indicateurs		Max	Central	Min
ROTE 2024	[a]	11,6%	11,6%	11,6%
COE	[b]	11,25%	11,50%	11,75%
LTGR	[c]	1,5%	1,5%	1,5%
P/TBV	[a-c]/[b-c]	1,04x	1,01x	0,99x

Nous avons également retenu pour le calcul de la valeur terminale le multiple P/TBV prévisionnel observé sur le titre Natixis au cours de la dernière décennie. Cette analyse, qui permet d'intégrer pleinement les effets de cycle inhérents au secteur bancaire sur une longue période, aboutit à un résultat proche du multiple P/TBV issu de la formule *Gordon Growth* appliquée au Cadrage Financier, confortant ainsi le caractère normatif du ROTE calculé en fin de période du Cadrage Financier.

#### Analyse historique du multiple P/TBV prévisionnel de Natixis



Sources : Bloomberg, Natixis

#### vii) Éléments de passage en évaluation intrinsèque

Dans la mise en œuvre de l'évaluation intrinsèque (DDM), nous avons ajouté aux valeurs obtenues les éléments que nous avons considérés non intégrés dans les flux du Cadrage Financier :

#### Éléments de passage - DDM

	Cadrage Financier
Déficits reportables non activés	✓
NSFR/Output floor	✓

Source : Ledouble

Pour information, l'utilisation d'un multiple de sortie de TBV en valeur terminale intègre, par construction, les déficits reportables activés comptabilisés dans les comptes consolidés de la Société ainsi que la participation résiduelle dans Coface.

Les autres éléments<sup>190</sup> sont intégrés dans les flux du Cadrage Financier.

#### viii) Synthèse de la valorisation DDM par le Cadrage Financier

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité au taux d'actualisation de la valeur intrinsèque de l'Action par le Cadrage Financier :

<u>Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)</u>				
COE				
12,00%	11,75%	11,50%	11,25%	11,00%
3,54 €	3,63 €	3,72 €	3,82 €	3,92 €

Cette analyse de sensibilité situe la valeur de l'Action entre **3,63 €** et **3,82 €**.

Nous la complétons par une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action au taux d'actualisation se basant en valeur terminale sur un multiple de sortie historique long terme de P/TBV observé sur Natixis, qui reflète le caractère cyclique des activités bancaires et la capacité de Natixis à sortir de la crise sanitaire :

<u>Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)</u>				
COE				
12,00%	11,75%	11,50%	11,25%	11,00%
3,68 €	3,71 €	3,74 €	3,77 €	3,80 €

Cette analyse de sensibilité situe la valeur de l'Action entre **3,71 €** et **3,77 €**. Par construction, la valeur de l'Action est peu sensible au taux d'actualisation, eu égard aux modalités de détermination de la valeur terminale.

#### 4.4.1.3. Consensus 2021-2023

##### i) Flux prévisionnels

Le département de la communication financière de Natixis collecte trimestriellement<sup>191</sup> auprès des analystes en charge du suivi de l'Action leurs dernières prévisions, qui sont intégrées dans un modèle interne à la Société, transmis aux analystes.

Le Consensus 2021-2023, qui regroupe les dernières prévisions de trajectoires financières des analystes en amont des résultats du quatrième trimestre 2020, correspond à la moyenne de ces prévisions concernant les principaux agrégats financiers de Natixis et de ses métiers<sup>192</sup>, notamment le résultat net part du Groupe, le ratio de CET1, les RWA, les coupons de TSS et les dividendes (§ 4.1.6).

L'année 2024 n'étant pas suffisamment couverte par les analystes, aucune trajectoire financière n'a été retenue.

<sup>190</sup> Capital Excédentaire, TSS, FRU, Coûts TEO et Coûts SDI.

<sup>191</sup> Avant chaque publication de résultat.

<sup>192</sup> Y compris les activités hors pôles.

## ii) Résultat net

Le résultat net prévisionnel du Consensus 2021-2023 intègre l'impact :

- d'une forte progression du produit net bancaire, avec une croissance moyenne annualisée de l'ordre de 4% entre 2020 et 2023 malgré l'hypothèse de non-réinvestissement des économies liées au programme de transformation et d'efficacité opérationnelle, et des coûts attachés à sa mise en place ;
- de l'amélioration du coefficient d'exploitation de l'ordre de 9% hors FRU entre 2020 et 2023, grâce aux économies du programme de transformation et d'efficacité opérationnelle<sup>193</sup> ;
- de la baisse progressive du coût du risque vers un niveau normatif de 4% du produit net bancaire à horizon 2023 *versus* 12% en 2020 ;
- d'un taux d'imposition supérieur d'environ 3% à celui retenu dans le Cadrage Financier, intégrant notamment l'hypothèse d'une remontée des taux d'imposition aux États-Unis, consécutivement à l'élection du nouveau président des États-Unis<sup>194</sup> ;
- des intérêts minoritaires et du résultat des sociétés mises en équivalence ;
- des intérêts des TSS pour un montant annuel compris entre 128 M€ et 129 M€<sup>195</sup> sur l'Horizon Explicite du Consensus 2021-2023.

Suite à nos entretiens avec la Direction, nous avons ajusté le Consensus 2021-2023 d'un impact positif sur le résultat net de l'activité Banque de Grande Clientèle à la suite de la présentation des résultats du quatrième trimestre 2020.

## iii) Contrainte de fonds propres règlementaires

La contrainte de fonds propres règlementaire a été déterminée sur la base :

- d'un ratio de CET1 cible de :
  - 10,2% pour l'année 2021, dernier objectif de CET1 cible communiqué par la Société pour la période 2020-2021<sup>196</sup> ;
  - 10,5% pour la période postérieure à 2021, ratio utilisé en « pilotage interne » du Groupe ;
- des projections de RWA sur l'Horizon Explicite du Consensus 2021-2023, qui dépassent celles du Cadrage Financier.

## iv) Flux disponibles

La méthode de détermination des flux disponibles est identique à celle présentée *supra* pour le Cadrage Financier (§ 4.4.1.2.iv).

---

<sup>193</sup> Le Consensus 2021-2023 n'inclut pas le Schéma Directeur Immobilier.

<sup>194</sup> Le taux d'imposition retenu au titre du Consensus 2021-2023 n'intègre pas la consommation des déficits reportables.

<sup>195</sup> Avant impôt sur les sociétés.

<sup>196</sup> CET1 cible communiqué lors de la publication des résultats du premier trimestre 2020.

#### v) Taux d'actualisation et taux de croissance

Le coût des fonds propres de 11,5% (§ 4.4.1.2.v) et le taux de croissance perpétuelle de 1,5% (§ 4.4.1.2.vi) sont inchangés par rapport à ceux présentés *supra* pour le Cadrage Financier.

#### vi) Valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée selon la même méthode que celle retenue pour le Cadrage Financier (§ 4.4.1.2.vi), avec en valeur centrale un multiple de sortie P/TBV de 1,00x, sur la base d'un ROTE calculé fin 2023 de 11,5% :

<b>Multiple P/TBV - Consensus 2021-2023</b>				
<b>Indicateurs</b>		<b>Max</b>	<b>Central</b>	<b>Min</b>
ROTE 2023	[a]	11,5%	11,5%	11,5%
COE	[b]	11,25%	11,50%	11,75%
LTGR	[c]	1,5%	1,5%	1,5%
<b>P/TBV</b>	<b>[a-c]/[b-c]</b>	<b>1,03x</b>	<b>1,00x</b>	<b>0,98x</b>

#### vii) Éléments de passage en évaluation intrinsèque

Dans la mise en œuvre de l'évaluation intrinsèque (DDM), nous avons ajouté aux valeurs obtenues les éléments que nous avons considérés non intégrés dans les flux du Consensus 2021-2023 :

<b>Eléments de passage - DDM</b>	<b>Consensus 2021-2023</b>
Déficits reportables non activés	✓
NSFR/ Output floor	✓

*Source : Ledouble*

Pour information, l'utilisation d'un multiple de sortie de TBV en valeur terminale intègre, par construction, les déficits reportables activés dans les comptes consolidés du Groupe ainsi que la participation résiduelle détenue dans Coface.

Les autres éléments de passage intégrés dans les flux du Consensus 2021-2023 sont identiques<sup>197</sup> à ceux présentés pour le Cadrage Financier (§ 4.4.1.2.vii).

#### viii) Synthèse de la valorisation DDM par le Consensus 2021-2023

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité au taux d'actualisation de la valeur intrinsèque de l'Action par le Consensus 2021-2023 :

<b>Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)</b>				
		<b>COE</b>		
<b>12,00%</b>	<b>11,75%</b>	<b>11,50%</b>	<b>11,25%</b>	<b>11,00%</b>
3,61 €	<b>3,70 €</b>	<b>3,79 €</b>	<b>3,89 €</b>	3,99 €

Cette analyse de sensibilité situe la valeur de l'Action entre **3,70 €** et **3,89 €**.

<sup>197</sup> À l'exception des Coûts SDI.

Nous la complétons par une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action au taux d'actualisation se basant en valeur terminale sur un multiple de sortie historique long terme de P/TBV observé sur Natixis<sup>198</sup>.

<u>Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)</u>				
COE				
12,00%	11,75%	11,50%	11,25%	11,00%
3,79 €	3,81 €	3,83 €	3,86 €	3,88 €

Cette analyse de sensibilité situe la valeur de l'Action entre **3,81 €** et **3,86 €**. Par construction, la valeur de l'Action est peu sensible au taux d'actualisation, eu égard aux modalités de détermination de la valeur terminale.

#### 4.4.2. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

La valorisation analogique de l'Action mobilise des multiples de résultat net et de capitaux propres d'un panel de comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers** »), dont le profil est présenté en **Annexe 8**.

##### 4.4.2.1. Modalités de calcul des multiples de fonds propres

Afin de mettre en œuvre l'évaluation analogique du Groupe par les Comparables Boursiers, nous avons retenu les multiples moyens de résultat et de capitaux propres suivants :

- *Price-to-earning* (« **P/E** »), rapportant le cours de bourse au résultat net par action ;
- *Price-to-book value* (« **P/BV** »), rapportant la capitalisation boursière aux capitaux propres consolidés (ANC) ;
- *Price-to-tangible book value* (« **P/TBV** »), rapportant la capitalisation boursière aux capitaux propres tangibles consolidés.

Nous nous sommes référés pour chacun de ces multiples :

- à la capitalisation boursière ou au cours moyen 1 mois<sup>199</sup>;
- aux projections de bénéfice par Action (« **EPS** ») issues du consensus *Bloomberg* pour les années 2021 et 2022, retraités le cas échéant des coupons sur les instruments *Additionnal Tier 1* (« **AT1** ») comptabilisés dans les capitaux propres comptables ;
- aux dernières *Book Value* et *Tangible Book Value* publiées au 31 décembre 2020, ajustées des instruments AT1 comptabilisés dans les capitaux propres comptables et des impôts différés actifs sur les déficits reportables.

<sup>198</sup> Comme précisé ci-avant ce niveau reflète un redressement de la rentabilité de Natixis par rapport à ses fonds propres sur un cycle (§ 4.4.1.2.viii).

<sup>199</sup> Au 26 février 2021.

Nous avons mené des analyses de régression<sup>200</sup> au sein de notre échantillon de Comparables Boursiers entre :

- la rentabilité attendue des capitaux propres (ROE) 2022 et le multiple de capitaux propres (P/BV) 2020 ;
- la rentabilité attendue des capitaux propres tangibles (ROTE) 2022 et le multiple de capitaux propres tangibles (P/TBV) 2020.

La forte corrélation entre la rentabilité des capitaux propres et les multiples observés nous a permis d'ajuster les multiples observés afin de tenir compte du différentiel de rentabilité entre le Groupe et les Comparables Boursiers.

Par ailleurs, nous notons que le poids des impôts différés actifs relatifs aux déficits reportables activés dans les capitaux propres et la capitalisation boursière est en proportion plus important pour la Société que pour les Comparables Boursiers. Pour tenir compte de cette disparité, nous avons :

- déterminé des multiples moyens de BV et TBV nettes d'IDA sur les déficits reportables et des instruments AT1 sur l'échantillon de Comparables Boursiers ;
- appliqué ces multiples aux agrégats correspondants de Natixis ;
- majoré le résultat obtenu de la valeur des IDA de Natixis au 31 décembre 2020.

Nous n'avons pas jugé nécessaire de normaliser les multiples de capitaux propres du Capital Excédentaire, dans la mesure où :

- les groupes bancaires composant nos échantillons disposent d'un niveau d'*Excess Cash* en ligne avec celui de Natixis ;
- d'un point de vue théorique, la valorisation de l'*Excess Cash* par le marché reste difficile à apprécier<sup>201</sup>.

#### 4.4.2.2. *Composition de l'échantillon de Comparables Boursiers*

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Natixis réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes de répartition d'activités et de zones d'implantation, étant précisé que le Groupe bénéficie d'une exposition limitée sur la banque de détail, contrairement à la majorité des banques européennes.

Nous avons toutefois retenu des groupes bancaires présentant des points communs avec Natixis, dont le profil est présenté en **Annexe 8**. Notre échantillon de Comparables Boursiers se compose de deux panels, constitués respectivement des banques françaises et des banques de la Zone Euro.

---

<sup>200</sup> Les analyses de régression ont été réalisées sur l'échantillon des banques de la Zone Euro.

<sup>201</sup> Il existe plusieurs approches envisageables qui vont de la valorisation du capital excédentaire à l'euro l'euro à une valorisation ajustée de la décote boursière globale supportée par la société.

### (i) Banques françaises

Nous présentons, ci-après, les capitalisations boursières (moyenne 1 mois) de notre échantillon de banques françaises :

<b>Banques Françaises</b>		
M€	Pays	Capi. 1 mois
<b>Natixis</b>	<b>France</b>	<b>10 096</b>
BNP Paribas	France	52 479
Crédit Agricole	France	28 216
Société Générale	France	13 642

Source: Bloomberg

Les multiples P/BV et P/TBV pour l'année 2020 ainsi que les multiples P/E pour les années 2021 et 2022 sont les suivants ; nous avons retenu pour le calcul de la valeur analogique de l'Action par les Comparables Boursiers les multiples moyens :

<b>Banques Françaises</b>			<b>Hors AT1</b>		<b>Hors AT1 et IDA</b>	
	P/E 2021	P/E 2022	P/BV 2020	P/TBV 2020	P/BV 2020	P/TBV 2020
M€						
BNP Paribas	8,3x	7,2x	0,51x	0,57x	0,52x	0,58x
Crédit Agricole	8,7x	7,3x	0,48x	0,68x	0,48x	0,69x
Société Générale	10,2x	5,8x	0,26x	0,30x	0,27x	0,31x
<b>Moyenne</b>	<b>9,1x</b>	<b>6,8x</b>	<b>0,42x</b>	<b>0,52x</b>	<b>0,42x</b>	<b>0,53x</b>
<b>Médiane</b>	<b>8,7x</b>	<b>7,2x</b>	<b>0,48x</b>	<b>0,57x</b>	<b>0,48x</b>	<b>0,58x</b>

Source: Bloomberg

### (ii) Banques Zone Euro

Nous présentons, ci-après, les capitalisations boursières (moyenne 1 mois) de notre échantillon de banques de la Zone Euro :

<b>Banques Zone Euro</b>		
M€	Pays	Capi. 1 mois
<b>Natixis</b>	<b>France</b>	<b>10 096</b>
BNP Paribas	France	52 479
Santander	Espagne	43 915
Intesa Sanpaolo	Italie	35 744
ING Groep	Pays-Bas	29 485
Crédit Agricole	France	28 216
Deutsche Bank	Allemagne	18 128
UniCredit	Italie	17 339
Société Générale	France	13 642
ABN Amro	Pays-Bas	7 811

Source: Bloomberg

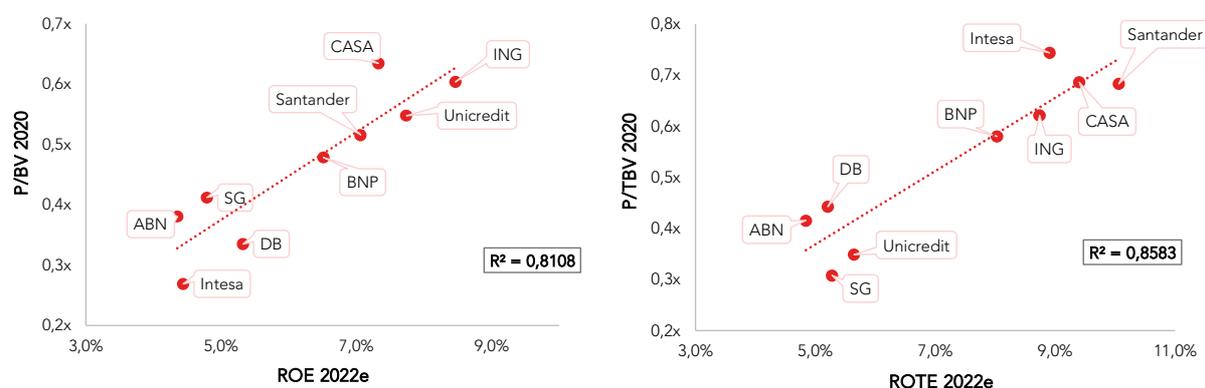
Les multiples P/BV et P/TBV pour l'année 2020 ainsi que les multiples P/E pour les années 2021 et 2022 sont les suivants<sup>202</sup> ; nous avons retenu pour le calcul de la valeur analogique de l'Action par les Comparables Boursiers les multiples moyens :

M€	Banques Zone Euro		Hors AT1		Hors AT1 et IDA	
	P/E 2021	P/E 2022	P/BV 2020	P/TBV 2020	P/BV 2020	P/TBV 2020
BNP Paribas	8,3x	7,2x	0,51x	0,57x	0,52x	0,58x
Santander	9,1x	6,8x	0,53x	0,65x	0,55x	0,68x
Intesa Sanpaolo	10,4x	8,4x	0,61x	0,71x	0,63x	0,74x
ING Groep	8,3x	7,0x	0,60x	0,62x	0,60x	0,62x
Crédit Agricole	8,7x	7,3x	0,48x	0,68x	0,48x	0,69x
Deutsche Bank	n.a	8,5x	0,37x	0,43x	0,38x	0,44x
UniCredit	9,9x	6,2x	0,33x	0,34x	0,33x	0,35x
Société Générale	10,2x	5,8x	0,26x	0,30x	0,27x	0,31x
ABN Amro	n.a	8,6x	0,41x	0,41x	0,41x	0,42x
<b>Moyenne</b>	<b>9,3x</b>	<b>7,3x</b>	<b>0,45x</b>	<b>0,52x</b>	<b>0,46x</b>	<b>0,54x</b>
<b>Médiane</b>	<b>9,1x</b>	<b>7,2x</b>	<b>0,48x</b>	<b>0,57x</b>	<b>0,48x</b>	<b>0,58x</b>

Source: Bloomberg

Les résultats des régressions linéaires réalisées sur notre échantillon de banques de la Zone Euro s'avèrent satisfaisants.

#### Analyse de régressions P/BV 2020 vs ROE 2022e et P/TBV 2020 vs ROTE 2022e



Source : Bloomberg, Société

La régression linéaire fait ainsi ressortir des coefficients de détermination  $R^2$  pour la régression P/BV 2020 versus ROE 2022e, et P/TBV 2020 versus ROTE 2022e de plus de 80%, permettant de justifier la pertinence de cette méthode et de constater que globalement les sociétés qui bénéficient des plus fortes perspectives de rentabilité affichent des multiples P/BV et P/TBV plus élevés.

<sup>202</sup> Nous ne retenons pas les multiples P/E 2021 pour les banques ABN Amro et Deutsche Bank dans la mesure où les prévisions de bénéfice par action à cet horizon ne nous semblent pas normatives.

Sur la base de ces régressions, nous aboutissons à des multiples induits de P/BV 2020 et de P/TBV 2020 respectivement de :

- > **0,42x** et **0,56x** sans retraitement des IDA sur les déficits reportables, et **0,44x** et **0,59x** après retraitement des IDA sur les déficits reportables, à appliquer aux agrégats du Cadrage Financier ;
- > **0,47x** et **0,62x** avant retraitement des IDA sur les déficits reportables, et **0,49x** et **0,66x** après retraitement des IDA sur les déficits reportables, à appliquer aux agrégats du Consensus 2021-2023.

#### 4.4.2.3. *Éléments de passage en évaluation analogique boursière*

Dans la mise en œuvre des approches analogiques fondées sur des données de marché, nous avons ajouté aux valeurs obtenues par l'application des multiples les éléments que nous avons considérés non valorisés implicitement par le marché et donc non intégrés dans les multiples boursiers :

##### Éléments de passage - Comparables Boursiers

	P/E	P/BV ou P/TBV	
		Avec IDA	Hors IDA
Déficits reportables activés	✗	✗	✓
Coûts de mise en œuvre TEO	✓	✓	✓
Participation de la Coface	✓	✗	✗

Source : Ledouble

#### 4.4.2.4. Synthèse de l'évaluation analogique par les Comparables Boursiers et le Cadrage Financier

Nous présentons, ci-après, la synthèse de nos travaux :

##### Synthèse - Comparables Boursiers - Cadrage Financier

Méthode	Valeur / action (€)		
	Min	Central	Max
<b>Banques France</b>	<b>2,1 €</b>	<b>2,2 €</b>	<b>2,4 €</b>
P/E 2021	2,2 €	2,4 €	2,7 €
P/E 2022	1,8 €	2,1 €	2,3 €
P/BV 2020 (hors AT1)	1,3 €	2,2 €	2,7 €
P/BV 2020 (hors AT1 et IDA NOL)	1,6 €	2,4 €	2,9 €
P/TBV 2020 (hors AT1)	1,2 €	2,1 €	2,7 €
P/TBV 2020 (hors AT1 et IDA NOL)	1,4 €	2,2 €	2,8 €
<b>Banques Zone Euro</b>	<b>2,1 €</b>	<b>2,3 €</b>	<b>2,6 €</b>
P/E 2021	2,2 €	2,4 €	2,7 €
P/E 2022	1,8 €	2,3 €	2,7 €
P/BV 2020 (hors AT1)	1,3 €	2,4 €	3,3 €
P/BV 2020 (hors AT1) - régression RNPG 22 / BV 20		2,2 €	
P/BV 2020 (hors AT1 et IDA NOL)	1,6 €	2,6 €	3,5 €
P/BV 2020 (hors AT1 et IDA NOL) - régression RNPG 22 / BV 20		2,5 €	
P/TBV 2020 (hors AT1)	1,2 €	2,1 €	2,9 €
P/TBV 2020 (hors AT1) - régression RNPG 22 / TBV 20		2,2 €	
P/TBV 2020 (hors AT1 et IDA NOL)	1,4 €	2,2 €	3,0 €
P/TBV 2020 (hors AT1 et IDA NOL) - régression RNPG 22 / TBV 20		2,5 €	

Sur la base de notre échantillon de banques françaises et de banques de la Zone Euro, la valeur analogique de l'Action par les Comparables Boursiers et le Cadrage Financier s'inscrit ainsi dans une fourchette<sup>203</sup> de **2,1 €** à **2,6 €** après :

- application des multiples moyens P/BV et P/TBV aux agrégats 2020, et des multiples moyens P/E aux agrégats 2021 et 2022 ;
- application des multiples induits par les analyses de régression P/BV et P/TBV sur les banques de la Zone Euro, aux agrégats 2020 ;
- prise en compte d'éléments de passage décrits *supra* (§ 4.4.2.3).

<sup>203</sup> En valeurs centrales.

#### 4.4.2.5. Synthèse de l'évaluation analogique par les Comparables Boursiers et le Consensus 2021-2023

Nous présentons, ci-après, la synthèse de nos travaux :

##### Synthèse - Comparables Boursiers - Consensus 2021-2023

Méthode	Valeur / action (€)		
	Min	Central	Max
<b>Banques France</b>	<b>2,1 €</b>	<b>2,3 €</b>	<b>2,5 €</b>
P/E 2021	2,3 €	2,5 €	2,8 €
P/E 2022	2,1 €	2,4 €	2,6 €
P/BV 2020 (hors AT1)	1,4 €	2,2 €	2,7 €
P/BV 2020 (hors AT1 et IDA NOL)	1,6 €	2,4 €	2,9 €
P/TBV 2020 (hors AT1)	1,2 €	2,1 €	2,7 €
P/TBV 2020 (hors AT1 et IDA NOL)	1,4 €	2,2 €	2,8 €
<b>Banques Zone Euro</b>	<b>2,1 €</b>	<b>2,5 €</b>	<b>2,8 €</b>
P/E 2021	2,3 €	2,6 €	2,9 €
P/E 2022	2,1 €	2,6 €	3,0 €
P/BV 2020 (hors AT1)	1,4 €	2,4 €	3,3 €
P/BV 2020 (hors AT1) - régression RNPG 22 / BV 20		2,5 €	
P/BV 2020 (hors AT1 et IDA NOL)	1,6 €	2,6 €	3,5 €
P/BV 2020 (hors AT1 et IDA NOL) - régression RNPG 22 / BV 20		2,8 €	
P/TBV 2020 (hors AT1)	1,2 €	2,1 €	2,9 €
P/TBV 2020 (hors AT1) - régression RNPG 22 / TBV 20		2,5 €	
P/TBV 2020 (hors AT1 et IDA NOL)	1,4 €	2,3 €	3,1 €
P/TBV 2020 (hors AT1 et IDA NOL) - régression RNPG 22 / TBV 20		2,7 €	

Sur la base de notre échantillon de banques françaises et de banques de la Zone Euro, la valeur analogique de l'Action par les Comparables Boursiers et le Consensus 2021-2023 s'inscrit ainsi dans une fourchette<sup>204</sup> de **2,1 €** à **2,8 €** après :

- application des multiples moyens P/BV et P/TBV aux agrégats 2020, et des multiples moyens P/E aux agrégats 2021 et 2022 ;
- application des multiples induits par les analyses de régression P/BV et P/TBV sur les banques de la Zone Euro, aux agrégats 2020 ;
- prise en compte d'éléments de passage décrits *supra* (§ 4.4.2.3).

<sup>204</sup> En valeurs centrales.

### 4.4.3. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

Nous présentons, ci-après, la valorisation de l'Action par référence aux transactions récentes intervenues dans le secteur bancaire (les « **Transactions Comparables** »), présentées en **Annexe 10**.

Les Transactions Comparables ont été analysées sur une période d'observation débutant au 1<sup>er</sup> janvier 2018 pour tenir compte du nouvel environnement réglementaire et de son impact sur la valorisation des établissements bancaires (§ 3.2.6).

Nous avons valorisé le Groupe avec des multiples moyens P/E et P/BV retraités des primes de contrôle<sup>205</sup> afférentes au pourcentage du capital acquis de la société cible.

Sur la base de notre échantillon de Transactions Comparables, les multiples moyens P/E et P/BV ressortent respectivement à **13,4x** et **0,7x**, que nous appliquons aux agrégats 2021 des Plans d'Affaires.

Nous avons ajouté aux valeurs obtenues par l'application des multiples transactionnels les éléments de passage suivants :

<u>Eléments de passage - Transactions Comparables</u>		
	P/E	P/BV
Coûts de mise en œuvre TEO	✓	✓
Participation de la Coface	✓	✗

*Source : Ledouble*

Nous présentons, ci-après, la synthèse de nos travaux :

Méthode	<u>Valeur / action (€)</u>		
	Min	Central	Max
<b>Cadrage Financier</b>	<b>3,5 €</b>	<b>3,6 €</b>	<b>3,6 €</b>
P/E - agrégat 2021		3,5 €	
BV - agrégat 2021		3,6 €	
<b>Consensus 2021-2023</b>	<b>3,7 €</b>	<b>3,7 €</b>	<b>3,7 €</b>
P/E - agrégat 2021		3,7 €	
BV - agrégat 2021		3,7 €	

La valeur analogique de l'Action s'inscrit dans une fourchette de **3,5 € à 3,7 €**.

<sup>205</sup> PwC, « Primes de contrôle », [2018](#).

## 4.5. Approches d'évaluation en SOTP

Cette méthode consiste à agréger la valeur des différentes activités du Groupe :

- la Gestion d'actifs et de fortune ;
- la Banque de Grande Clientèle ;
- l'Assurance ;
- les Paiements ;

puis à déduire les éléments du *Non-Core Business* (§ 4.1.5).

Les valorisations réalisées dans le cadre de l'évaluation en SOTP reposent sur les données contributives de chacun des métiers de Natixis et sur une allocation de capital normative. Elles ne présentent pas de la valorisation *standalone* de chacune des entités sous-jacentes ni dès lors du prix auquel ces métiers pourraient être cédés.

Nous détaillons, ci-après, la valorisation de ces quatre métiers pour chaque approche d'évaluation retenue, en distinguant les agrégats provenant du Cadrage Financier et ceux provenant du Consensus 2021-2023.

### 4.5.1. Méthodologie de valorisation du *Core Business*

#### 4.5.1.1. Valorisation intrinsèque (DDM)

Les flux distribuables pour chaque métier sur l'Horizon Explicite des Plans d'Affaires correspondent au Capital Excédentaire généré, soit la différence entre :

- les prévisions de CET1 issues de l'évolution du résultat net prévisionnel de chaque métier et des dividendes distribués ; et
- la contrainte de fonds propres réglementaires établie à partir d'un ratio CET1 cible<sup>206</sup> appliqué à une trajectoire de RWA propre à chaque métier.

À compter de l'exercice 2021, nous avons retenu une hypothèse de distribution de dividendes tenant compte d'un *pay-out ratio* de la totalité des capitaux propres disponibles.

Ces flux distribuables ont été actualisés au coût des fonds propres de chaque métier du Groupe, à partir du beta moyen endetté observé sur une période de 5 ans, sur un panel de sociétés cotées comparables à chaque métier.

Pour la détermination du coût des fonds propres par métier, nous avons retenu une prime de risque spécifique correspondant à un risque de taille estimé pour les métiers Banque de Grande Clientèle, Assurance et Paiements, afin de tenir compte du différentiel de taille existant entre ces métiers et ceux des échantillons de sociétés comparables retenus pour déterminer le coefficient beta<sup>207</sup>.

---

<sup>206</sup> Le ratio de CET1 cible retenu pour chaque métier est identique à celui retenu au niveau du Groupe.

<sup>207</sup> Duff & Phelps présente une corrélation entre la taille d'une société (capitalisation boursière) et son risque associé. Source : « 2019 Valuation Handbook – International Guide to Cost of Capital ».

En ce qui concerne le métier de la Gestion d'actifs et de fortune, une prime de risque pays a été déterminée à partir d'un différentiel constaté entre le *Credit Default Swap* (CDS) de la France<sup>208</sup> et des États-Unis<sup>209</sup>, retenus comme pays de référence, pondéré par le rapport de volatilité entre le marché actions et le marché obligataire du pays concerné.

Nous avons appliqué la prime de risque pays ainsi obtenue en fonction de la répartition géographique des actifs sous gestion gérés par Natixis.

Nous avons également rapproché les taux d'actualisation calculés par métier des taux d'actualisation moyens issus des notes d'analystes. Nos paramètres et ceux des analystes sont homogènes.

La valeur terminale pour chaque métier, calculée au-delà de l'Horizon Explicite, a été estimée par actualisation d'un flux normatif à l'infini.

#### 4.5.1.2. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers SOTP

Nous avons également mis en œuvre une évaluation SOTP par comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers SOTP** ») présentés en **Annexe 9** :

- l'activité Gestion d'actifs et de fortune a été valorisée :
  - d'une part, à partir de multiples moyens P/E 2021 et 2022 observés sur :
    - un échantillon de sociétés comparables multi-boutiques et intégrées aux États-Unis ;
    - un échantillon de sociétés comparables intégrées européennes ;
  - d'autre part, sur la base d'un multiple moyen d'actifs sous gestion (« **P/AUM** ») à partir d'analyses de régression entre le multiple P/AUM et la rentabilité moyenne<sup>210</sup> observée sur ces deux échantillons ;
  - par l'application des multiples ainsi déterminés aux agrégats de Natixis en Europe et dans le reste du monde ;
- l'activité Banque de Grande Clientèle a été valorisée à partir :
  - des multiples moyens P/E 2021 et 2022 d'un échantillon de sociétés européennes et américaines exerçant une activité de banque d'investissement et de financement auxquels nous avons appliqué une décote pour tenir compte du différentiel de taille<sup>211</sup> entre le métier de Natixis et celui des sociétés composant l'échantillon ;
  - des multiples de fonds propres alloués (P/BV) induits par l'approche *Warranted Equity Value* « **WEV** »<sup>212</sup> pour l'année 2021 et 2022 ;
- l'activité Assurance a été valorisée à partir des multiples boursiers moyens P/E 2021 et 2022 ressortant d'un échantillon de sociétés comparables exerçant une activité dans l'assurance vie et non-vie ;

<sup>208</sup> Pays dans lequel le métier exerce une partie de son activité.

<sup>209</sup> Pays dans lequel les sociétés comparables retenues pour déterminer le beta du métier exercent leur activité.

<sup>210</sup> Résultat net part du Groupe rapporté aux actifs sous gestion.

<sup>211</sup> La décote de taille appliquée est la transposition à l'évaluation analogique du risque de taille déterminée pour la BGC dans l'évaluation intrinsèque (§ 4.5.1.1).

<sup>212</sup> Également appelé « *Gordon Growth Model* » et déterminé par  $P/BV = (ROE-LTGR) / (COE-LTGR)$ .

- l'activité Paiements a été valorisée à partir d'une régression linéaire entre les perspectives de croissance de résultat net par action d'un échantillon de sociétés comparables et leur multiple P/E anticipé pour l'année 2022, les sociétés de l'échantillon générant un niveau de résultat net sensiblement supérieur à celui de l'activité Paiements sur la période 2020 à 2022.

Les agrégats utilisés pour l'évaluation SOTP sont ceux du Cadrage Financier et du Consensus 2021-2023.

#### *4.5.1.3. Valorisation analogique par les Transactions Comparables SOTP*

Nous avons valorisé chaque métier du Groupe par référence aux transactions récentes intervenues dans leur secteur d'activité respectif (les « **Transactions Comparables SOTP** »), présentées en **Annexe 10**.

Les Transactions Comparables SOTP ont été analysées sur une période d'observation débutant au 1<sup>er</sup> janvier 2018 pour tenir compte du nouvel environnement réglementaire et de son impact sur la valorisation des métiers au sein d'un établissement bancaire (§ 3.2.6).

Nous avons valorisé les métiers du Groupe avec les multiples moyens<sup>213</sup> P/E retraités des primes de contrôle<sup>214</sup> afférentes au pourcentage du capital acquis de la société cible.

Nous avons retenu comme agrégats le résultat net part du Groupe au titre de l'exercice 2020 retraité de l'impact de la crise sanitaire pour chaque métier, ainsi que le résultat net part du Groupe au titre de l'exercice 2021 du Cadrage Financier et du Consensus 2021-2023 ; nous avons ainsi déterminé une borne basse et une borne haute pour la valorisation de chaque métier.

#### *4.5.1.4. Valorisation analogique par référence aux analystes*

Nous avons également mis en œuvre une évaluation SOTP du Groupe en nous reportant à seize notes d'analystes couvrant la période précédant l'annonce des résultats du quatrième trimestre 2020, pour en retenir finalement huit :

- six analystes<sup>215</sup> développent une valorisation détaillée des métiers ;
- nous avons également exploité des éléments de valorisation issus de deux autres notes d'analystes<sup>216</sup> communiquées par la Société.

Les analystes valorisent l'ensemble des métiers avec des multiples P/E 2021, 2022 et 2023 ainsi que des multiples P/BV 2021 et 2022 pour l'activité Banque de Grande Clientèle.

L'analyse des huit notes nous a permis de valoriser les différentes activités par référence :

- à la valorisation par métier indiquée dans les notes d'analystes ;

---

<sup>213</sup> Sauf lorsque les données de l'échantillon sont trop hétérogènes ; dans ce cas nous retenons des multiples médians.

<sup>214</sup> PwC, « Primes de contrôle », PwC, [2018](#).

<sup>215</sup> Bank of America (11 janvier 2021), Crédit Suisse (18 janvier 2021), HSBC (15 décembre 2020), JP Morgan (13 janvier 2021), Keefee (14 janvier 2021) et UBS (13 janvier 2021).

<sup>216</sup> Autonomous et Kepler Cheuvreux.

- aux multiples P/E 2021, 2022 et 2023 induits par cette valorisation des métiers, que nous avons appliqués aux agrégats du Cadrage Financier et du Consensus 2021-2023.

Cette valorisation par les notes d'analystes présente néanmoins les limitations suivantes :

- nous observons que les analystes peuvent recourir à des méthodes différentes pour valoriser les métiers de Natixis. La valeur de l'Action découle en outre de prévisions et de multiples non homogènes au sein du consensus, limitant ainsi la portée de la moyenne des multiples que nous appliquons au Cadrage Financier et au Consensus 2021-2023 ;
- les éléments s'intercalant entre la valorisation des Activités *Core Business* et les objectifs de cours différent également selon les analystes<sup>217</sup>.

#### 4.5.2. Méthodologie de valorisation du *Non-Core Business*

Nous avons ajouté aux valeurs des activités obtenues par l'application des multiples, les éléments que nous avons considérés non valorisés dans les activités.

##### Eléments de passage - SOTP

Eléments retenus	Analogique	DDM	
		Cadrage Financier	Consensus 2021-2023
Capital Excédentaire	✓	✗	✗
Corporate Center	✓	✓	✓
TSS	✓	✓	✓
Déficits reportables activés	✓	✓	✓
Déficits reportables non activés	✓	✓	✓
NSFR/Output floor	✓	✓	✓
Ajustements prudentiels	✓	✓	✓
FRU	✓	✓	✓
Coûts de mise en œuvre TEO	✓	✓	✓
Coûts de mise en œuvre SDI	✓	✓	✗
Participation de la Coface	✓	✓	✓

Source : Ledouble

Il s'agit donc :

- en valorisation intrinsèque, de l'ensemble de ces éléments à l'exception du Capital Excédentaire qui est pris en compte au niveau de chaque activité ;
- en évaluation analogique, de l'ensemble des éléments détaillés *supra* (§ 4.1.5).

Par construction, le Consensus 2021-2023 n'intègre pas les Coûts SDI, contrairement au Cadrage Financier.

La valorisation :

- du Capital Excédentaire en valorisation analogique s'appuie sur les modalités de détermination détaillées *supra* (§ 4.4.1.1) ;

<sup>217</sup> Un analyste retient notamment un *discount* relatif à l'impact de la crise sanitaire.

- du Corporate Center se fonde :
  - en valorisation intrinsèque, sur l'actualisation des flux à un taux d'actualisation moyen pondéré des activités ;
  - en valorisation analogique, sur l'application d'un multiple P/E moyen calculé sur la moyenne du P/E de chacune des activités du *Core Business* ;
- du TSS a été déterminée par actualisation des flux d'intérêts prévisionnels au COE du Groupe, induisant une valeur inférieure à leur valeur nominale dans les comptes consolidés de la Société au 31 décembre 2020, de l'ordre de **0,3 €** par Action sur la base du Cadrage Financier, et **0,4 €** par Action sur la base du Consensus 2021-2023 ;
- des IDA attachés aux déficits reportables :
  - français, correspond à leur valeur actualisée (§ 4.1.4.2) ;
  - étrangers, correspond à leur valeur dans les comptes consolidés au 31 décembre 2020 (§ 4.1.4.1) ;
- du NSFR, de l'*Output Floor*, des ajustements prudentiels, des Coûts TEO et des Coûts SDI s'appuie sur une actualisation des flux de trésorerie associés ;
- de la participation résiduelle dans Coface correspond à sa valeur dans les comptes consolidés au 31 décembre 2020, soit sa valeur de marché appréciée par référence au cours de bourse de Coface.

### 4.5.3. Valorisation par métier

#### 4.5.3.1. Gestion d'actifs et de fortune

##### (i) Valorisation intrinsèque (DDM)

Nous avons retenu les trajectoires des Plans d'Affaires, dont les flux disponibles ont été actualisés au coût des fonds propres de la Gestion d'actifs et de fortune, à partir du beta moyen endetté observé sur une période de 5 ans sur un panel de sociétés cotées comparables<sup>218</sup> à cette activité, présentées en **Annexe 9**.

Le taux d'actualisation applicable à ce métier a ainsi été estimé à **10,5%** :

<u>Coût des fonds propres - Gestion d'actifs et de fortune</u>		
<u>%</u>		
Taux sans risque	[a]	-
Beta endetté	[b]	1,26
Rendement de marché		7,9%
Prime de risque	[c]	7,9%
Prime de risque pays	[d]	0,3%
<b>Coût des fonds propres calculé</b>	<b>[a+b*c+d]</b>	<b>10,2%</b>
Taux d'actualisation moyen des analystes		10,7%
<b>Coût des fonds propres retenu</b>		<b>10,5%</b>

Sources : Bloomberg, notes d'analystes

<sup>218</sup> Nous avons retenu un échantillon de sociétés comparables multi-boutiques aux États-Unis composé des sociétés suivantes : *Affiliated Managers Group*, *Artisan Partners Asset Management*, *BrightSphere Investment*, *Victory Capital Holdings*, *Virtus Investment Partners* (§ 4.5.3.1.ii).

La prime de risque pays a été déterminée selon la méthodologie présentée *supra* (§ 4.5.1.1).

Le taux de croissance perpétuelle retenu est de 1,5% en ligne avec les hypothèses de croissance intégrées dans le modèle Ledouble sous-tendant le rendement de marché.

### (ii) Valorisation analogique par les Comparables Boursiers SOTP

Nous avons retenu pour la Gestion d'actifs et de fortune :

- un échantillon de sociétés comparables intégrées européennes ;
- un échantillon de sociétés comparables multi-boutiques et intégrées aux États-Unis.

Le profil de ces sociétés comparables est présenté en **Annexe 9**. Leur capitalisation boursière moyenne 1 mois et les multiples moyens P/E que nous retenons sur ces deux panels pour les années 2021 et 2022 sont les suivants :

#### Comparables Europe - Gestion d'actifs et de fortune

M€	Pays	Capi. 1 mois	P/E 2021	P/E 2022
Amundi	France	12 999	12,4x	11,7x
Schroders	Royaume-Uni	10 365	16,9x	16,1x
Standard Life Aberdeen	Royaume-Uni	7 610	18,0x	16,5x
DWS	Allemagne	6 721	11,0x	10,3x
Azimut	Italie	2 556	9,5x	9,0x
Ninety One	Royaume-Uni	2 410	14,4x	13,1x
Jupiter Fund	Royaume-Uni	1 869	12,2x	11,3x
Anima	Italie	1 450	8,5x	8,3x
<b>Moyenne</b>			<b>12,9x</b>	<b>12,0x</b>
<b>Médiane</b>			<b>12,3x</b>	<b>11,5x</b>

#### Comparables US - Gestion d'actifs et de fortune

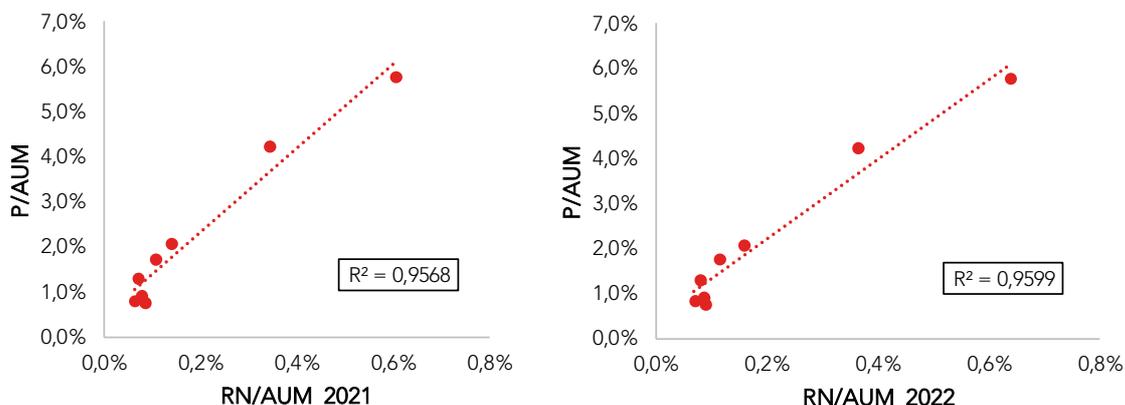
M€	Pays	Capi. 1 mois	P/E 2021	P/E 2022
BlackRock	Etats-Unis	91 131	19,5x	17,5x
T. Rowe Price	Etats-Unis	29 913	13,4x	12,8x
Franklin Resources	Etats-Unis	11 494	9,2x	8,8x
Invesco	Etats-Unis	7 912	8,2x	7,9x
Janus Henderson	Etats-Unis	4 891	9,5x	9,3x
Affiliated Managers	Etats-Unis	4 313	7,3x	6,8x
Artisan	Etats-Unis	3 382	10,8x	9,9x
AllianceBernstein	Etats-Unis	2 978	10,9x	9,9x
Federated Hermes	Etats-Unis	2 427	9,2x	9,0x
Virtus Capital	Etats-Unis	1 357	7,7x	6,5x
BrightSphere	Etats-Unis	1 346	10,2x	8,2x
Victory Capital	Etats-Unis	1 258	5,2x	5,0x
<b>Moyenne</b>			<b>10,1x</b>	<b>9,3x</b>
<b>Médiane</b>			<b>9,3x</b>	<b>8,9x</b>

Nous avons appliqué les multiples moyens P/E 2021 et 2022 de nos échantillons européen et américain, aux agrégats des Plans d'Affaires en tenant compte de la répartition géographique de l'activité.

Nous avons également évalué la Gestion d'actifs et de fortune à partir d'analyses de régression entre le multiple P/AUM et la rentabilité moyenne<sup>219</sup> observée sur les deux échantillons présentés *supra*.

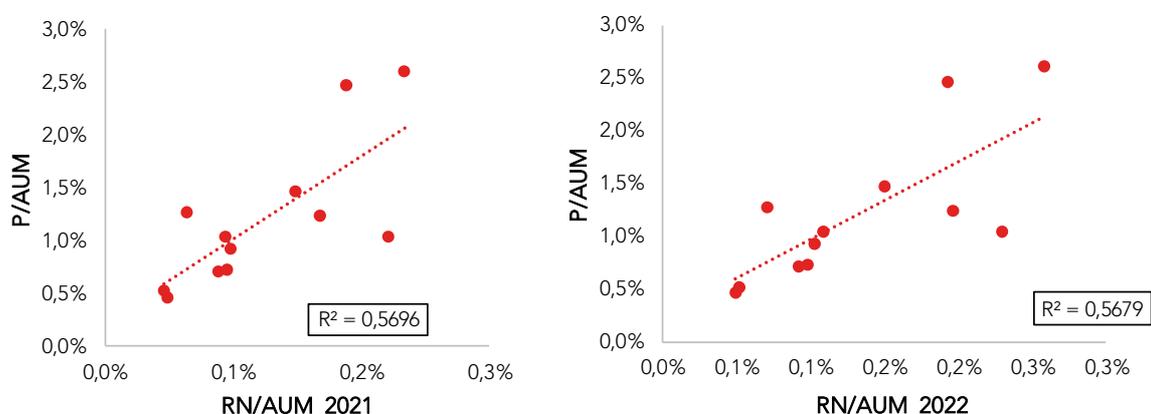
Les résultats des régressions linéaires s'avèrent relativement satisfaisants :

### Analyse de régression P/AUM 2020 vs RN/AUM 2021-22 - Europe



Sources : Bloomberg, Société

### Analyse de régression P/AUM 2020 vs RN/AUM 2021-22 – États-Unis



Sources : Bloomberg, Société

La régression linéaire fait ressortir des coefficients de détermination  $R^2$  pour la régression P/AUM *versus* RN/AUM 2021, et P/AUM *versus* RN/AUM 2022 respectivement de :

- 96% pour les comparables européens ;
- 57% pour les comparables américains.

<sup>219</sup> Résultat net part du Groupe rapporté aux actifs sous gestion.

Nous constatons globalement que :

- les sociétés à plus forte rentabilité affichent des multiples P/AUM plus élevés ;
- les comparables américains dont le modèle opérationnel est multi-boutique se situent en retrait par rapport aux acteurs intégrés en termes de multiples P/AUM, malgré des niveaux de rentabilité supérieurs.

Nous aboutissons ainsi à des multiples P/AUM 2021 et 2022 :

- par le Cadrage Financier, respectivement de :
  - 0,75% et 0,67% pour les sociétés européennes ;
  - 0,78% et 0,66% pour les sociétés américaines.
- par le Consensus 2021-2023, respectivement de :
  - 0,75% et 0,75% pour les sociétés européennes ;
  - 0,77% et 0,80% pour les sociétés américaines.

### (iii) Valorisation analogique par les Transactions Comparables SOTP

L'échantillon de Transactions Comparables SOTP pour la Gestion d'actifs et de fortune extériorise des multiples P/E hétérogènes ; le multiple P/E médian de 12,7x<sup>220</sup> a donc été retenu :

<u>Transactions - Gestion d'actifs et de fortune</u>		
<u>Date</u>	<u>Cible</u>	<u>P/E</u>
19-sept.-19	Smith & Williamson	11,7 x
4-sept.-19	Miton Group	9,1 x
12-juil.-18	Lothbury	12,7 x
24-mai-18	Notenstein La Roche	21,7 x
13-avr.-18	Hermes Fund Managers	29,3 x
<b>Moyenne</b>		<b>16,9 x</b>
<b>Médiane</b>		<b>12,7 x</b>

Source : Mergermarket

#### 4.5.3.2. Banque de Grande Clientèle

##### (i) Valorisation intrinsèque (DDM)

Les trajectoires des Plans d'Affaires ont été actualisées au coût des fonds propres du métier de la Banque de Grande Clientèle, estimé à 12,0% avec :

- un beta moyen endetté observé sur une période de 5 ans sur un panel de sociétés comparables<sup>221</sup> à cette activité, présentées en **Annexe 9** ;
- un risque de taille de 1,7% selon l'approche détaillée *supra* (§ 4.5.1.1).

<sup>220</sup> Les multiples ressortant des transactions internes réalisées par Natixis sont en ligne avec le multiple P/E médian de notre échantillon.

<sup>221</sup> Il s'agit de l'échantillon de sociétés comparables retenu dans la valorisation analogique de ce métier par les Comparables Boursiers SOTP (§ 4.5.3.2.ii).

**Coût des fonds propres - Banque de Grande Clientèle**  
%

Taux sans risque	[a]	-
Beta endetté	[b]	1,28
Rendement de marché		7,9%
Prime de risque	[c]	7,9%
Prime de risque de taille	[d]	1,7%
<b>Coût des fonds propres calculé</b>	<b>[a+b*c+d]</b>	<b>11,8%</b>
Taux d'actualisation moyen des analystes		12,1%
<b>Coût des fonds propres retenu</b>		<b>12,0%</b>

Sources : Bloomberg, notes d'analystes

Le taux de croissance perpétuelle retenu est de 1,5% en ligne avec les hypothèses de croissance intégrées dans le modèle Ledouble sous-tendant le rendement de marché.

**(ii) Valorisation analogique par les Comparables Boursiers SOTP**

Nous avons évalué l'activité BGC à partir d'un échantillon de sociétés européennes et américaines exerçant une activité de banque d'investissement et de financement, dont le profil est présenté en **Annexe 9**. Leur capitalisation boursière moyenne 1 mois et les multiples moyens P/E que nous retenons pour les années 2021 et 2022 sont les suivants :

**Comparables - Banque Grande Clientèle**

M€	Pays	Capi. 1 mois	P/E 2021	P/E 2022
JP Morgan Chase	Etats-Unis	329 919	12,7x	11,5x
Morgan Stanley	Etats-Unis	105 974	12,4x	11,0x
Citi Group	Etats-Unis	104 312	9,1x	7,5x
HSBC Holding	Royaume-Uni	92 075	13,0x	8,0x
Goldman Sachs	Etats-Unis	83 128	9,4x	8,6x
BNP Paribas	France	52 479	8,3x	7,2x
UBS Group	Suisse	47 336	9,8x	8,2x
Crédit Agricole	France	28 216	8,7x	7,3x
Barclays	Royaume-Uni	27 342	9,3x	6,5x
Credit Suisse	Suisse	27 233	8,5x	7,2x
Deutsche Bank	Allemagne	18 128	n.a	8,5x
Société Générale	France	13 642	10,2x	5,8x
Raymonds James	Etats-Unis	11 163	12,9x	12,4x
ABN Amro	Pays- Bas	7 811	19,4x	7,7x
Commerzbank	Allemagne	7 068	n.a	12,9x
Jefferies	Etats-Unis	5 077	9,9x	9,3x
Stifel Financial Corp	Etats-Unis	4 363	12,1x	10,1x
<b>Moyenne</b>			<b>11,1x</b>	<b>8,8x</b>
<b>Médiane</b>			<b>9,9x</b>	<b>8,2x</b>

Source: Bloomberg

Nous avons appliqué une décote de l'ordre de 15%<sup>222</sup> aux multiples P/E afin de tenir compte du différentiel de taille entre le métier de Natixis et celui des sociétés composant l'échantillon.

<sup>222</sup> Cette décote a été déterminée sur la base du différentiel de valeur issue de la méthode DDM obtenu entre, d'une part, les flux disponibles actualisés à un COE ne tenant pas compte de la prime de taille, et d'autre part, les flux disponibles actualisés à un COE tenant compte de la prime de taille.

Nous avons également valorisé le métier sur la base d'un multiple de fonds propres alloués (P/BV) induit par l'approche WEV (§ 4.5.1.2) pour l'année 2021 et 2022, en fonction des hypothèses suivantes :

- une rentabilité des capitaux propres (ROE) du métier issue des Plans d'Affaires ;
- un COE de 12,0% déterminé *supra* (§ 4.5.3.2.i) ;
- un taux de croissance perpétuelle de 1,5%<sup>223</sup>.

### (iii) Valorisation analogique par les Transactions Comparables SOTP

L'échantillon de Transactions Comparables SOTP pour la Banque de Grande Clientèle extériorise un multiple P/E moyen de **7,0x** :

<b>Transactions - Banque de Grande Clientèle</b>		
Date	Cible	P/E
23-déc.-19	Norddeutsche Landesbar	n.a.
31-juil.-18	Goodbody Stockbrokers	4,2 x
29-juin-18	Rothschild & Co	9,8 x
<b>Moyenne</b>		<b>7,0 x</b>
<b>Médiane</b>		<b>7,0 x</b>

Source : Mergermarket

### 4.5.3.3. Assurance

#### (i) Valorisation intrinsèque (DDM)

Les trajectoires des Plans d'Affaires ont été actualisées au coût des fonds propres du métier de l'Assurance, estimé à **10%** avec :

- un beta moyen endetté observé sur une période de 5 ans sur un panel de sociétés cotées comparables<sup>224</sup> à cette activité, présentées en **Annexe 9** ;
- un risque de taille de 0,9 % selon l'approche détaillée *supra* (§ 4.5.1.1).

<b>Coût des fonds propres - Assurance</b>		
%		
Taux sans risque	[a]	-
Beta endetté	[b]	1,14
Rendement de marché		7,9%
Prime de risque	[c]	7,9%
Prime de risque de taille	[d]	0,9%
<b>Coût des fonds propres calculé</b>	<b>[a+b*c+d]</b>	<b>9,9%</b>
Taux d'actualisation moyen des analystes		9,8%
<b>Coût des fonds propres retenu</b>		<b>10,0%</b>

Sources : Bloomberg, notes d'analystes

<sup>223</sup> En ligne avec les hypothèses de croissance intégrées dans le modèle Ledouble sous-tendant le rendement de marché.

<sup>224</sup> Il s'agit de l'échantillon de sociétés comparables retenu dans la valorisation analogique de ce métier par les Comparables Boursiers SOTP (§ 4.5.3.3.ii).

Le taux de croissance perpétuelle retenu est de 1,5% en ligne avec les hypothèses de croissance intégrées dans le modèle Ledouble sous-tendant le rendement de marché.

### (ii) Valorisation analogique par les Comparables Boursiers SOTP

Nous avons retenu pour l'Assurance un échantillon de sociétés comparables exerçant une activité dans l'assurance vie et l'assurance non-vie, dont le profil est présenté en **Annexe 9**. Leur capitalisation boursière moyenne 1 mois et les multiples moyens P/E que nous retenons pour les années 2021 et 2022 sont les suivants :

<b>Comparables - Assurance</b>				
M€	Pays	Capi. 1 mois	P/E 2021	P/E 2022
Allianz	Allemagne	79 630	9,7x	9,2x
Axa	France	45 601	7,2x	6,6x
Generali	Italie	22 924	8,7x	8,3x
Aviva	Royaume-Uni	15 420	6,4x	5,9x
Swiss Life	Suisse	12 496	10,7x	10,2x
CNP Assuranes	France	8 837	6,4x	6,0x
Ageas	Belgique	8 527	9,0x	8,5x
<b>Moyenne</b>			<b>8,3x</b>	<b>7,8x</b>
<b>Médiane</b>			<b>8,7x</b>	<b>8,3x</b>

Source: Bloomberg

### (iii) Valorisation analogique par les Transactions Comparables SOTP

L'échantillon de Transactions Comparables SOTP pour l'Assurance extériorise un multiple moyen de **11,9x**<sup>225</sup> :

<b>Transactions - Assurance</b>		
Date	Cible	P/E
20-déc.-19	RBM Assicurazione Salute	14,6 x
16-mai-18	Vittoria Assicurazioni	10,3 x
29-mars-18	Arca Vita Spa	11,0 x
<b>Moyenne</b>		<b>11,9 x</b>
<b>Médiane</b>		<b>11,0 x</b>

Source : Mergermarket

#### 4.5.3.4. Paiements

##### (i) Valorisation intrinsèque (DDM)

Les trajectoires des Plans d'Affaires ont été actualisées au coût des fonds propres du métier de Paiements, estimé à **11,3%** avec :

<sup>225</sup> Nous notons l'annonce en février 2021 de l'opération de cession d'Aviva France au groupe Aéma, non finalisée à ce jour, réalisée à des multiples d'environ 6,3x PE 2019 et 0,8x P/BV, en retrait par rapport à ceux que nous avons retenus.

- un beta moyen endetté observé sur une période de 5 ans sur un panel de sociétés comparables<sup>226</sup> à cette activité, présentées en **Annexe 9** ;
- un risque de taille de 3,0% selon l'approche détaillée *supra* (§ 4.5.1.1).

<b>Coût des fonds propres - Paiements</b>		
<b>%</b>		
Taux sans risque	[a]	-
Beta endetté	[b]	1,05
Rendement de marché		7,9%
Prime de risque	[c]	7,9%
Prime de risque de taille	[d]	3,0%
<b>Coût des fonds propres calculé</b>	<b>[a+b*c+d]</b>	<b>11,3%</b>
Taux d'actualisation moyen des analystes		9,1%
<b>Coût des fonds propres retenu</b>		<b>11,3%</b>

Sources : Bloomberg, notes d'analystes

Le taux d'actualisation que nous retenons est supérieur à celui indiqué par les analystes, dans la mesure où il est associé à un taux de croissance perpétuelle du métier de 3,0% reflétant le fort potentiel de croissance du métier.

#### (ii) Valorisation analogique par les Comparables Boursiers SOTP

Pour le métier Paiements, l'échantillon de sociétés opérant dans ce secteur d'activité est large et constitué essentiellement de groupes de taille supérieure à Natixis.

Le profil de ces sociétés est présenté en **Annexe 9**. Leur capitalisation boursière moyenne 1 mois et leurs niveaux de rentabilité sont les suivants :

#### Comparables - Paiements

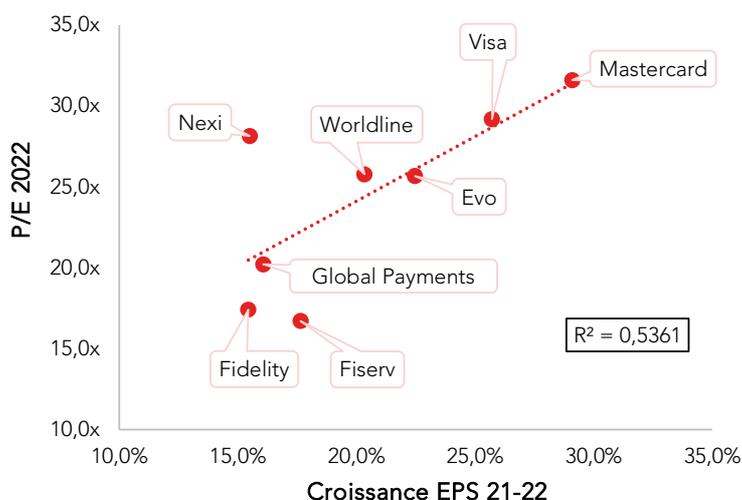
M€	Pays	Capi. 1 mois	Marge d'EBITDA		
			2020	2021	2022
Visa	Etats-Unis	400 377	68%	69%	71%
Mastercard	Etats-Unis	268 728	57%	60%	63%
Fidelity National	Etats-Unis	65 415	36%	45%	46%
Fiserv	Etats-Unis	58 573	35%	42%	43%
Global Payments	Etats-Unis	45 882	36%	47%	49%
Worldline	France	19 954	23%	23%	27%
Nexi	Italie	9 344	35%	58%	58%
Evo Payments	Etats-Unis	1 711	24%	36%	37%

Source: Bloomberg

Au vu des écarts de rentabilité importants avec le Groupe, nous avons valorisé l'activité Paiements à partir d'une analyse de régression linéaire entre les perspectives de croissance de résultat net (EPS) de l'échantillon de Comparables Boursiers SOTP et leur multiple P/E anticipé pour l'année 2022.

<sup>226</sup> Il s'agit de l'échantillon de sociétés comparables retenu dans la valorisation analogique de ce métier par les Comparables Boursiers SOTP (§ 4.5.3.4.ii).

## Analyse de régression P/E 2022 et Croissance EPS 2021-2022



Sources : Bloomberg, Ledouble

Le métier Paiements est ainsi valorisé avec un multiple induit de P/E 2022 de **24,8x** à appliquer à l'agrégat du Cadrage Financier et de **19,7x** à appliquer à l'agrégat du Consensus 2021-2023.

### (iii) Valorisation analogique par les Transactions Comparables SOTP

L'échantillon de Transactions Comparables SOTP pour les Paiements extériorise des multiples P/E hétérogènes, avec une moyenne de **19,5x** que nous retenons :

#### Transactions - Paiements

Date	Cible	P/E
3-févr.-20	Ingenico Group	27,1 x
19-déc.-19	Intesa Sanpaolo	15,0 x
22-mai-19	SafeCharge	28,2 x
18-avr.-19	Payzone Ireland	7,7 x
<b>Moyenne</b>		<b>19,5 x</b>
<b>Médiane</b>		<b>21,1 x</b>

Source : Mergermarket

#### 4.5.4. Synthèse de la valorisation SOTP

La valorisation SOTP de l'Action qui s'appuie sur la valorisation intrinsèque et analogique des métiers de Natixis ressort en valeur centrale à :

- **3,5 €** sur la base des agrégats du Cadrage Financier, dans une fourchette de **3,2 €** à **3,9 €** ;
- **3,8 €** sur la base des agrégats du Consensus 2021-2023, dans une fourchette de **3,6 €** à **4,0 €** ;

Les valeurs ainsi présentées tiennent compte d'une valeur des TSS appréciée par actualisation des flux d'intérêts prévisionnels au COE du Groupe induisant une valeur inférieure à leur valeur nominale dans les comptes consolidés de la Société au 31 décembre 2020. La prise en compte des TSS à leur valeur nominale viendrait minorer les valeurs par Action de **0,3 €** sur la base du Cadrage Financier et de **0,4 €** sur la base du Consensus 2021-2023 (§ 4.5.2).

#### 4.6. Actif net comptable corrigé

La méthode de l'ANCC consiste à réévaluer l'actif net comptable afin de tenir compte des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif et/ou au passif et de l'incidence éventuelle des engagements hors-bilan.

S'agissant du secteur financier, le passage entre l'ANC et l'ANCC résulte d'une comparaison entre les fonds propres réglementaires alloués aux métiers et la valeur de ces métiers<sup>227</sup> et se présente comme suit :

##### ➤ Cadrage Financier

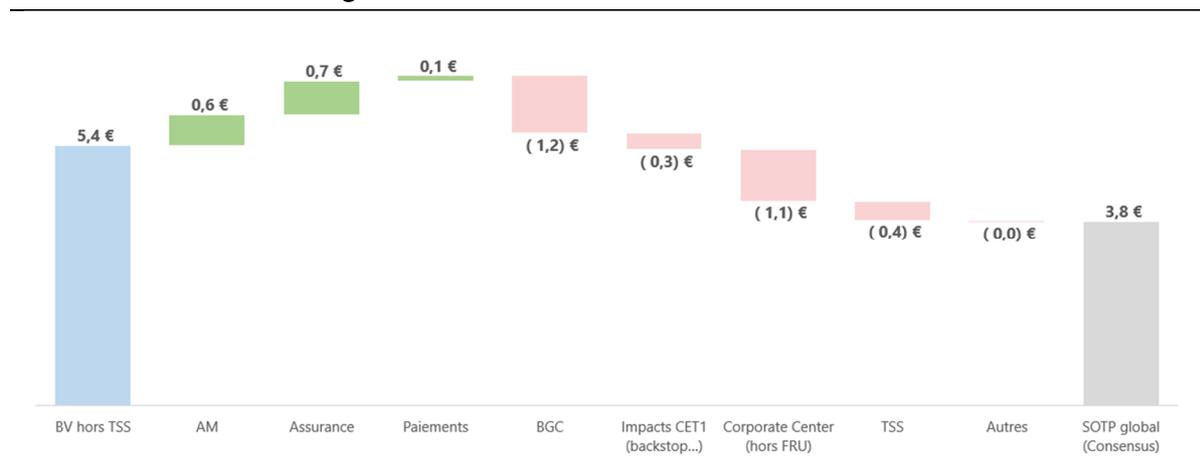
#### *Passage de l'ANC à l'ANCC – Cadrage Financier*



Source : Bloomberg, Société

<sup>227</sup> S'agissant de l'assurance, la plus-value latente identifiée est liée au bénéfice du traitement prudentiel relatif au compromis danois, diminuant les fonds propres réglementaires alloués au métier Assurance par Natixis dans son allocation normative.

### Passage de l'ANC à l'ANCC – Consensus 2021-2023



Source : Bloomberg, Société

Nous constatons que la Banque de Grande Clientèle présente une importante moins-value entre les capitaux propres alloués et sa valeur réelle en raison des fortes contraintes réglementaires auxquelles elle est soumise, son niveau d'activité ne lui permettant pas de rémunérer l'ensemble des fonds propres qui lui sont alloués.

La moins-value sur le *Corporate Center* reflète la différence entre, d'une part, le montant des fonds propres non alloués aux métiers hors Capital Excédentaire et, d'autre part, la valeur actualisée négative des frais de structure.

## 4.7. Valeur de la participation Natixis dans les livres des actionnaires

### 4.7.1. Valeur d'utilité de Natixis dans les comptes de BPCE

Au 31 décembre 2020, la valeur de la participation Natixis dans les comptes annuels<sup>228</sup> de BPCE est de **5,3 €** par Action.

BPCE souligne dans son annexe aux comptes annuels de l'exercice 2020<sup>229</sup> que cette valorisation :

- est fondée sur une notion de valeur d'utilité prenant en compte la situation spécifique de BPCE et l'intégration de Natixis au sein du mécanisme de solidarité ;
- repose en particulier sur des paramètres techniques fondés sur une vision de détention et d'appartenance au Groupe BPCE à long terme, et non pas sur des paramètres de valorisation aux bornes de Natixis ;
- si elle prenait en compte un coût du capital de 11,5% et une exigence de solvabilité en ratio de CET1 de 11%, serait de 3,66 € par Action.

<sup>228</sup> Comptes sociaux établis en application des principes comptables français.

<sup>229</sup> Dans la partie « Travaux de valorisation des titres de participation au 31 décembre 2020 ».

La valeur d'utilité pour BPCE de 5,3 € par Action est le résultat d'une évaluation DDM que nous avons également mise en œuvre (§ 4.4.1), en utilisant des prévisions similaires à celles retenues par BPCE, issues du Cadrage Financier<sup>230</sup> établi en décembre 2020, qui n'intègre pas de synergies.

Dès lors, l'écart entre la valorisation DDM (§ 4.4.1.2.viii) et la valeur d'utilité de 5,3 € par Action pour BPCE provient essentiellement d'une divergence des paramètres d'évaluation, imputable au niveau d'exigence prudentielle (niveau de CET1) et au coût du capital<sup>231</sup>.

#### 4.7.1.1. Exigence prudentielle

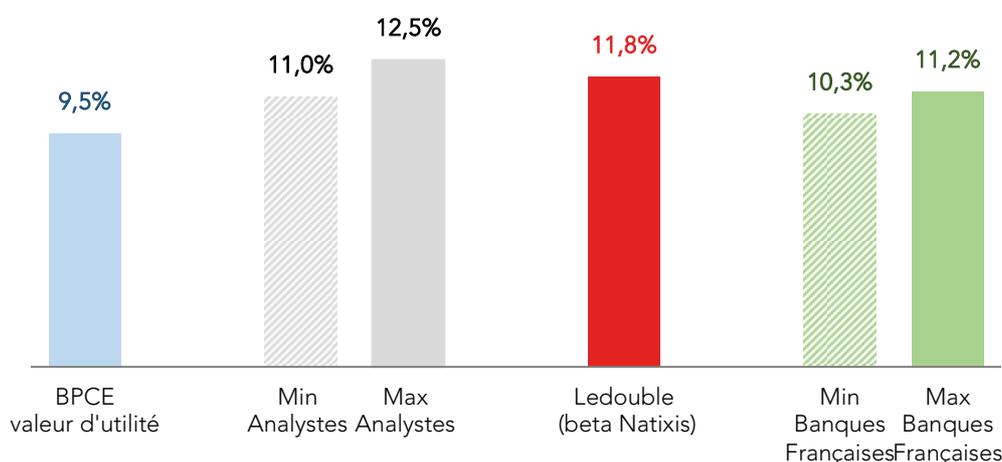
Pour apprécier la valeur d'utilité de l'Action, BPCE retient le niveau de CET1 minimum fixé par la Banque Centrale Européenne (soit 8,3% plus un coussin additionnel au titre du Pilier 2 *Guidance* ou P2G (§ 3.2.6.1)), du fait de l'affiliation de Natixis à l'organe central BPCE SA et au mécanisme de solidarité. Dans un fonctionnement autonome, Natixis, comme tous les acteurs bancaires, opère avec un coussin de fonds propres par rapport aux exigences réglementaires pour pouvoir les respecter à tout moment.

Cette position théorique prise par BPCE pour déterminer la valeur d'utilité de l'Action n'est donc pas transposable à une évaluation autonome de Natixis.

#### 4.7.1.2. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu par BPCE est de 9,5%<sup>232</sup>. Du fait du rattachement au Groupe BPCE, il est en retrait par rapport au taux retenu par le marché<sup>233</sup> et observé tant pour Natixis que pour les autres banques françaises :

#### Comparaison des taux d'actualisation



Sources : Bloomberg, Société

<sup>230</sup> Le Cadrage Financier retenu par BPCE est la version en date de décembre 2020. Nous avons obtenu une version actualisée en janvier 2021, avec des différences toutefois marginales.

<sup>231</sup> Soit le taux d'actualisation.

<sup>232</sup> Versus 11,5% retenu pour l'évaluation DDM.

<sup>233</sup> En particulier par les analystes de recherche couvrant le titre Natixis.

Le taux d'actualisation de 9,5% retenu par BPCE pour calculer la valeur d'utilité de Natixis se décompose comme suit :

- un taux sans risque de 1,1% correspondant à la moyenne historique des taux quotidiens d'obligations de l'État français sur les 9 dernières années ;
- une prime de risque historique sur très longue période de 5%, retenue par BPCE depuis plusieurs exercices<sup>234</sup> ;
- un beta sectoriel historique sur 8 ans de 1,23 se référant à des banques françaises et étrangères ;
- des primes de risque spécifique et exceptionnelle totalisant 2,25%, fixées de manière forfaitaire lors de chaque exercice de valorisation.

Nous avons écarté ces paramètres propres à BPCE, et pour certains forfaitaires, qui ne reflètent pas le rendement attendu actuel du marché français ni la situation aux bornes de Natixis ou des banques françaises. Le coût du capital de Natixis de 11,8 % est détaillé *supra* (§ 4.4.1.2.v), étant précisé que notre valorisation table sur un taux de 11,5 %.

Compte tenu de ces observations, nous écartons la valeur d'utilité de 5,3 € par Action pour BPCE, considérant qu'elle s'appuie sur des paramètres financiers non transposables à Natixis dans une valorisation *standalone*.

#### 4.7.2. Référence à la valeur de Natixis dans les comptes des Caisses Régionales

Dans les comptes consolidés établis en normes IFRS de l'ensemble des Banques Populaires et des Caisses d'Épargne, la valeur de la participation Natixis est de **3,77 €** par Action au 31 décembre 2020.

Cette valeur vénale de 3,77 € est calculée à partir :

- de la moyenne entre le cours de bourse au 11 décembre 2020 de 2,59 € et les objectifs de cours moyens d'analystes de 2,74 € par Action ;
- d'une majoration forfaitaire de 40% au titre de la prime observée sur des offres publiques en 2019.

#### 4.7.3. Synthèse

En définitive, nous relevons que l'Action a été valorisée de deux manières :

- l'une en valeur d'utilité pour les besoins de l'établissement des comptes annuels de BPCE ; et
- l'autre en valeur vénale pour l'actif net réévalué de BPCE<sup>235</sup>.

Ces deux valeurs sont le résultat de calculs intégrant des paramètres propres à BPCE qui ne peuvent être transposés aux bornes de Natixis. Nous les avons donc écartés au profit d'une évaluation multicritère de Natixis.

---

<sup>234</sup> Le détail de calcul de la prime de risque de 5% ne nous a pas été communiqué ; nous comprenons qu'elle n'intègre notamment pas l'incidence de la crise sanitaire ni du contexte actuel des marchés financiers.

<sup>235</sup> Dans les comptes de ses actionnaires.

#### 4.8. Synthèse de l'Évaluation Multicritère et appréciation des primes induites par le Prix de l'Offre

Les valeurs de l'Action à l'issue de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le tableau ci-dessous, qui mentionne le niveau de prime induit par le Prix de l'Offre de 4,00 € sur l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation que nous avons retenus :

Synthèse Méthode	Cadrage Financier			Consensus 2021-2023			Prime vs valeur centrale	
	Valeur / action (€)			Valeur / action (€)			Cadrage Financier	Consensus 2021-2023
	Min	Central	Max	Min	Central	Max		
<b>Références boursières</b>								
Spot au 5 février 2021		3,5 €			3,5 €			16%
20 séances		3,2 €			3,2 €			26%
60 séances		2,8 €			2,8 €			40%
120 séances		2,5 €			2,5 €			62%
180 séances		2,4 €			2,4 €			66%
250 séances		2,4 €			2,4 €			65%
12 mois		2,5 €			2,5 €			62%
Cours cible	2,1 €	3,0 €	3,7 €	2,1 €	3,0 €	3,7 €		35%
<b>Approches intrinsèques</b>								
Valeur terminale - Gordon Growth	3,6 €	3,7 €	3,8 €	3,7 €	3,8 €	3,9 €	7%	5%
Valeur terminale - x sortie 10Y	3,7 €	3,7 €	3,8 €	3,8 €	3,8 €	3,9 €	7%	4%
<b>Approches analogiques</b>								
Comparables Boursiers - France	2,1 €	2,2 €	2,4 €	2,1 €	2,3 €	2,5 €	80%	74%
Comparables Boursiers - Zone Euro	2,1 €	2,3 €	2,6 €	2,1 €	2,5 €	2,8 €	70%	59%
Transactions Comparables	3,5 €	3,6 €	3,6 €	3,7 €	3,7 €	3,7 €	12%	8%
<b>Approche SOTP</b>								
Multicritère	3,2 €	3,5 €	3,9 €	3,6 €	3,8 €	4,0 €	13%	4%

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous notons que :

- le Prix de l'Offre extériorise une prime sur les valeurs ressortant de l'ensemble de nos critères et méthodes d'évaluation ;
- les évaluations se fondant sur des données boursières (CMPV, cours cible et valorisation analogique par les Comparables Boursiers) extériorisent les primes les plus significatives, de **60%** et **80%**, car elles intègrent la situation actuelle de forte décote du secteur bancaire par rapport à ses agrégats BV et TBV ;
- les évaluations intrinsèques par l'actualisation de flux de trésorerie, qui intègrent pleinement les effets de cycle inhérents au secteur bancaire sur longue période en tablant sur une valeur de sortie à l'horizon 2023-2024 équivalente à la TBV, extériorisent des primes comprises entre **4%** et **7%** ;
- les évaluations SOTP, qui se fondent sur le scénario théorique de cession individuelle de l'ensemble des activités en considérant leur complète autonomie, extériorisent des primes de **4%** à **13%** ;
- l'évaluation analogique par les Transactions Comparables extériorise des primes de **8%** à **12%**, mais est à relativiser en raison d'un échantillon limité.

L'économie éventuelle de coûts de cotation qui serait liée à la radiation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris après mise en œuvre, le cas échéant, du retrait obligatoire, n'est pas significative par rapport au montant de l'opération.<sup>236</sup>

En outre, aucune autre synergie n'a été spécifiquement identifiée dans le cadre de l'Offre<sup>237</sup>.

## 5. Analyse des éléments de valorisation de l'Action par l'Établissement Présentateur

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation réalisés par JP Morgan en sa qualité d'Établissement Présentateur, à la lecture de son rapport d'évaluation et des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre inclus dans le Projet de Note d'Information<sup>238</sup>, qui en sont la synthèse.

Les méthodes d'évaluation que nous avons mises en œuvre sont globalement comparables à celles de l'Établissement Présentateur. La comparaison des travaux de valorisation respectifs fait apparaître principalement les points suivants.

### 5.1. Nombre d'Actions

L'Établissement Présentateur décompte un nombre d'Actions dilué de 3.160.704.696 Actions dans le Projet de Note d'Information, par référence au 31 décembre 2020 ; nous recensons 3.161.524.806 Actions, compte tenu des mouvements intervenus depuis lors sur le capital de la Société.

### 5.2. Références boursières

Comme l'Établissement Présentateur, nous avons retenu dans l'analyse du cours de bourse la référence au 5 février 2021, qui correspond à la date précédant des mouvements importants sur le titre Natixis. Nous avons également présenté les CMPV au 11 janvier 2021, date à laquelle une hypothèse de rachat des minoritaires de Natixis par BPCE a été relancée par voie de presse, et au 8 février 2021, date correspondant au dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre.

Par ailleurs, l'Établissement Présentateur présente les CMPV de clôture<sup>239</sup>, tandis que nous retenons les CMPV intra-journaliers, à l'exception des cours spot.

---

<sup>236</sup> Les coûts annuels, directs et indirects, induits par les contraintes juridiques liées à la cotation des Actions n'ont, d'après les informations dont nous disposons, pas d'incidence matérielle sur la valeur de l'Action.

<sup>237</sup> Les éventuelles synergies d'intégration fiscale n'ont pas été chiffrées par BPCE, car estimées marginales.

<sup>238</sup> Projet de Note d'Information, § 3 « Éléments d'appréciation du Prix de l'Offre », pp. 27-40.

<sup>239</sup> CMPV 60 jours, CMPV 120 jours et CMPV 180 jours.

## 5.3. Valorisation globale

### 5.3.1. Valorisation intrinsèque (DDM)

L'examen comparé de l'application de la méthode DDM met en avant essentiellement les différences suivantes :

- l'Établissement Présentateur n'a pas retenu la trajectoire financière du Cadrage Financier, mais uniquement celle du Consensus 2021-2023 ;
- les seules différences notables relatives à la construction des flux disponibles à partir du Consensus 2021-2023 concernent la prise en compte, dans notre modélisation :
  - d'une correction positive que nous avons opérée sur le résultat net du métier de la Banque de Grande Clientèle au titre de l'exercice 2021 ;
  - d'un ratio de CET1 cible à compter de 2022 de 10,5% *versus* 10,5% / 11,0% / 11,5% pour l'Établissement Présentateur ; et
  - de l'impact des éléments de solvabilité sur le CET1 ;
- à la différence de l'Établissement Présentateur, nous avons tenu compte pour la valorisation de l'Action de l'économie fiscale attachée aux déficits reportables non activés au sein du périmètre France ;
- la valeur terminale calculée par l'Établissement Présentateur a été déterminée sur la base d'un multiple de capital alloué normatif *versus* un multiple TBV normatif en ce qui nous concerne. Cette différence méthodologique n'induit toutefois pas d'écart significatif sur la valeur terminale calculée de part et d'autre.

### 5.3.2. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Nous avons constitué un échantillon de groupes bancaires français et européens<sup>240</sup> identique à celui de l'Établissement Présentateur, et sélectionné d'après des critères de répartition d'activités et de zone géographique.

Pour la mise en œuvre de l'évaluation analogique, nous avons, comme l'Établissement Présentateur, retenu des multiples P/E, P/BV et P/TBV associés à des analyses de régression entre la rentabilité attendue des capitaux propres et le multiple de capitaux propres<sup>241</sup>.

Les modalités de mise en œuvre de la valorisation analogique par les Comparables Boursiers divergent principalement sur les points suivants :

- la capitalisation boursière en moyenne 1 mois retenue pour déterminer les multiples de Comparables Boursiers a été arrêtée au 5 février 2021 par JP Morgan et au 26 février 2021<sup>242</sup> par Ledouble ;
- l'Établissement Présentateur détermine les multiples P/BV, P/TBV 2020 par référence aux informations du troisième trimestre 2020, tandis que nous nous sommes positionnés à la fin de l'année 2020<sup>243</sup> ;

<sup>240</sup> Groupes bancaires rattachés à la Zone Euro.

<sup>241</sup> Cette analyse a également été menée avec les capitaux propres tangibles.

<sup>242</sup> Dernier jour de bourse du mois de février 2021.

<sup>243</sup> Nous avons ainsi pu prendre en compte la publication des résultats annuels 2020 de l'ensemble des groupes bancaires de notre panel de Comparables Boursiers.

- nous avons mobilisé des multiples P/BV et P/TBV retraités des impôts différés actifs liés aux déficits reportables, afin de tenir compte des déficits reportables propres à Natixis (§ 5.3.1) ;
- nous ajoutons divers éléments décrits *supra* (§ 4.4.2.3) dans le passage entre les capitaux propres induits par les multiples boursiers et la valeur des capitaux propres du Groupe, alors que l'Établissement Présentateur n'en tient pas compte.

Les différences relevées sur les agrégats prévisionnels des Comparables Boursiers proviennent des bases de données utilisées : *Factset* pour JP Morgan, *Bloomberg* pour Ledouble ; elles n'induisent cependant pas d'écart significatif sur les multiples.

### 5.3.3. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

L'Établissement Présentateur a écarté cette méthode.

## 5.4. Valorisation SOTP

### 5.4.1. Valorisation intrinsèque (DDM)

L'Établissement Présentateur n'a pas mis en œuvre la méthode DDM en valorisation SOTP.

### 5.4.2. Valorisation analogique

Nous avons réalisé une valorisation analogique en SOTP par :

- les Comparables Boursiers ;
- les Transactions Comparables ;
- les références aux notes d'analystes (valeur des métiers et multiples induits par métier).

L'Établissement Présentateur ne retient qu'une seule valorisation SOTP en se référant, selon les métiers, aux comparables boursiers<sup>244</sup> ou aux notes d'analystes<sup>245</sup>, et n'a pas recours aux transactions comparables.

#### 5.4.2.1. Comparables Boursiers

Nous recensons, ci-après, les principales divergences sur la valorisation par les Comparables Boursiers.

- Gestion d'actifs et de fortune :
  - l'Établissement Présentateur a constitué un seul échantillon regroupant les acteurs européens et américains, tandis que nous retenons deux échantillons<sup>246</sup>, en distinguant les acteurs européens et les acteurs américains, afin de refléter la répartition géographique de ce pôle d'activité ;

<sup>244</sup> Pour la Gestion d'actifs et de fortune et l'Assurance.

<sup>245</sup> Pour la Banque de Grande Clientèle et les Paiements.

<sup>246</sup> Un échantillon de sociétés comparables intégrées européennes, d'une part, et un échantillon de sociétés comparables multi-boutiques et intégrées aux États-Unis, d'autre part.

- en complément de la valorisation par les multiples P/E (méthode retenue à la fois par l'Établissement Présentateur et par Ledouble), nous déterminons la valeur de la Gestion d'actifs et de fortune sur la base d'un multiple P/AUM à partir d'analyses de régression entre le multiple P/AUM et la rentabilité moyenne observée sur nos deux échantillons précités ;
  - nous retenons<sup>247</sup>, en sus des entités composant le panel de l'Établissement Présentateur, la société Invesco qui est un acteur intégré de l'*Asset Management* aux États-Unis ;
  - l'Établissement Présentateur applique un multiple P/E 2022 à l'agrégat du Consensus 2021-2023, tandis que nous appliquons les multiples P/E 2021 et 2022 aux agrégats du Cadrage Financier et du Consensus 2021-2023.
- Banque de Grande Clientèle :
- l'Établissement Présentateur ne valorise pas ce métier par les comparables boursiers ;
  - nous avons réalisé une valorisation de la BGC en recourant à des multiples moyens P/E 2021 et 2022 issus d'un échantillon de sociétés comparables après prise en compte d'une décote de taille, que nous appliquons aux agrégats du Cadrage Financier et du Consensus 2021-2023.
- Assurance :
- JP Morgan et Ledouble ont sélectionné des comparables boursiers exerçant une activité dans le secteur de l'assurance vie et non-vie. Toutefois, nous incluons dans notre panel les sociétés présentant un minimum d'activité et d'exposition au marché français ; pour cette raison, en comparaison avec l'échantillon de l'Établissement Présentateur, nous avons exclu les sociétés NN Group, M&G et ASR et, à l'inverse, nous avons ajouté les sociétés Allianz et Axa (§ 4.5.3.3.ii) ;
  - l'Établissement Présentateur applique un multiple P/E 2022 à l'agrégat du Consensus 2021-2023, tandis que nous appliquons les multiples P/E 2021 et 2022 aux agrégats du Cadrage Financier et du Consensus 2021-2023.

#### 5.4.2.2. Notes d'analystes

Nous recensons, ci-après, les principales différences sur la valorisation de la Banque de Grande Clientèle et des Paiements par référence aux notes d'analystes<sup>248</sup>.

- Banque de Grande Clientèle :
- comme l'Établissement Présentateur, nous avons évalué ce métier à partir d'un multiple de fonds propres alloués induit de l'approche WEV ; à ce titre, l'Établissement Présentateur se réfère au COE moyen retenu par les analystes, tandis que nous retenons le COE déterminé *supra* (§ 4.5.3.2.i) ;
  - en complément, l'Établissement Présentateur utilise un multiple moyen de fonds propres alloués induit de la valorisation de la BGC par les analystes.

<sup>247</sup> Dans notre échantillon de sociétés comparables outre-Atlantique.

<sup>248</sup> Pour mémoire, l'Établissement Présentateur valorise les deux autres pôles d'activité (Gestion d'actifs et de fortune et Assurance) exclusivement par les comparables boursiers.

- Paiements :
  - l'Établissement Présentateur a valorisé ce métier à partir du multiple P/E moyen induit des valorisations SOTP des analystes ;
  - nous avons valorisé les Paiements à partir d'une analyse de régression linéaire entre les perspectives de croissance de résultat net d'un échantillon de sociétés comparables que nous avons constitué et leur multiple P/E anticipé pour l'année 2022.

#### 5.4.2.3. *Éléments de passage*

Nous ajoutons divers éléments, décrits *supra* (§ 4.5.2), entre la valeur de l'ensemble des Activités *Core Business* et la valeur des capitaux propres du Groupe. Parmi ces éléments, l'Établissement Présentateur, ne retient que :

- la valeur actualisée des coupons relatifs aux TSS sur la base d'un COE à 11,5% et d'une hypothèse de croissance long terme nulle ;
- les impacts réglementaires relatifs au NSFR et à l'*Output Floor* ;
- la contribution au FRU évaluée sur la base des flux futurs sur la période 2021 à 2023 actualisés au COE de 11,5% ;
- les Coûts TEO évalués sur la base des flux futurs sur la période 2021 à 2023 actualisés au COE de 11,5%.

## 5.5. Synthèse

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Établissement Présentateur est exposée ci-après<sup>249 250</sup> :

---

<sup>249</sup> Seules les valeurs relatives au Consensus 2021-2023 sont présentées en synthèse, dans la mesure où l'Établissement Présentateur ne retient pas la trajectoire du Cadrage Financier.

<sup>250</sup> Pour information, nous n'avons pas repris les résultats issus de l'évaluation intrinsèque mise en œuvre par l'Établissement Présentateur sur la base d'un CET1 à 11,0% et 11,5%, étant précisé que ces hypothèses font *de facto* ressortir une valeur par Action inférieure à celle indiquée sur la base d'un CET1 à 10,5%.

Synthèse	Établissement Présentateur						Ledouble					
	Valeur / action (€)			Prime (%)			Valeur / action (€)			Prime (%)		
	Min	Central	Max	Min	Central	Max	Min	Central	Max	Min	Central	Max
<b>Références boursières</b>												
Spot au 5 février 2021		3,5 €			16%			3,5 €			16%	
20 séances								3,2 €			26%	
60 séances		2,9 €			40%			2,8 €			40%	
120 séances		2,5 €			62%			2,5 €			62%	
180 séances		2,4 €			66%			2,4 €			66%	
250 séances								2,4 €			65%	
12 mois								2,5 €			62%	
Cours cible	2,1 €	2,9 €	3,7 €	93%	36%	8%	2,1 €	3,0 €	3,7 €	90%	35%	8%
<b>Approches intrinsèques</b>												
Valeur terminale - Gordon Growth	3,2 €		3,7 €	24%		8%	3,7 €	3,8 €	3,9 €	8%	5%	3%
Valeur terminale - x sortie 10Y							3,8 €	3,8 €	3,9 €	5%	4%	4%
<b>Approches analogiques</b>												
<b>Comparables Boursiers - France</b>												
P/E 2021							2,3 €	2,5 €	2,8 €	73%	58%	41%
P/E 2022		2,5 €			63%		2,1 €	2,4 €	2,6 €	95%	68%	56%
P/BV 2020 (hors AT1)		2,3 €			75%		1,4 €	2,2 €	2,7 €	192%	81%	47%
P/BV 2020 (hors AT1 et IDA NOL)							1,6 €	2,4 €	2,9 €	150%	68%	39%
P/TBV 2020 (hors AT1)		2,2 €			86%		1,2 €	2,1 €	2,7 €	240%	92%	46%
P/TBV 2020 (hors AT1 et IDA NOL)							1,4 €	2,2 €	2,8 €	187%	80%	41%
<b>Comparables Boursiers - Zone Euro</b>												
P/E 2021							2,3 €	2,6 €	2,9 €	73%	55%	39%
P/E 2022		2,7 €			49%		2,1 €	2,6 €	3,0 €	95%	56%	33%
P/BV 2020 (hors AT1)		2,4 €			66%		1,4 €	2,4 €	3,3 €	192%	65%	22%
P/BV 2020 (hors AT1) - régression RNPG 22 / BV 20		2,7 €			49%			2,5 €			59%	
P/BV 2020 (hors AT1 et IDA NOL)							1,6 €	2,6 €	3,5 €	150%	53%	15%
P/BV 2020 (hors AT1 et IDA NOL) - régression RNPG 22 / BV 20								2,8 €			45%	
P/TBV 2020 (hors AT1)		2,1 €			91%		1,2 €	2,1 €	2,9 €	240%	90%	39%
P/TBV 2020 (hors AT1) - régression RNPG 22 / TBV 20		2,7 €			49%			2,5 €			60%	
P/TBV 2020 (hors AT1 et IDA NOL)							1,4 €	2,3 €	3,1 €	187%	76%	30%
P/TBV 2020 (hors AT1 et IDA NOL) - régression RNPG 22 / TBV 20								2,7 €			46%	
<b>Transactions Comparables</b>												
P/E - agrégat 2021								3,7 €			8%	
BV - agrégat 2021								3,7 €			8%	
<b>Approche SOTP</b>												
Multicritère	3,0 €	3,1 €	3,3 €	35%	27%	20%	3,6 €	3,8 €	4,0 €	12%	4%	(0)%

## 6. Appréciation de l'incidence des Accords et Opérations Connexes

Nous avons pris connaissance du contenu des Accords et Opérations Connexes, à l'examen de la documentation suivante, dont il nous a été confirmé qu'elle constitue l'intégralité des dispositions juridiques prises par Natixis et BPCE dans le cadre de l'Offre :

- Contrats de Liquidité à conclure<sup>251</sup> entre BPCE et les acquéreurs ou attributaires de plans d'attribution d'Actions Gratuites en cours d'acquisition ou en période de conservation (§ 6.1) ;
- présentation au Conseil d'Administration de Natixis du 15 mars 2021 de modifications des conditions de performance afférentes à certains plans d'Actions Gratuites, consécutives à l'Offre et qui ont été arrêtées par le Comité des rémunérations du 8 mars 2021 (§ 6.2).

### 6.1. Contrats de Liquidité

Natixis a mis en place plusieurs plans d'attribution gratuite d'Actions entre 2017 et 2020, portant à ce jour sur l'attribution d'un nombre maximum de 6.083.355 Actions<sup>252</sup>, dont les périodes d'acquisition respectives sont en cours.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'attribution d'Actions Gratuites<sup>253</sup> :

<b>Caractéristiques des Actions Gratuites en cours d'acquisition</b>			
<b>Plan</b>	<b>Date d'acquisition</b>	<b>Date de disponibilité</b>	<b>AGA en période d'acquisition</b>
PAGA CDG 2017	23-mai-21	23-mai-23	75 085
PMP 2018 - Tranche 1	13-avr.-21	13-avr.-23	223 081
PMP 2018 - Tranche 2	13-avr.-23	13-avr.-25	223 081
PAGA CDG - 2018	23-mai-22	23-mai-24	78 188
PAGA 2019 - Tranche 2	1-mars-22	1-mars-24	1 650 321
PAGA CDG - 2019	28-mai-23	28-mai-25	98 192
PAGA 2020 - Tranche 1	1-mars-22	1-oct.-22	1 161 575
PAGA 2020 - Tranche 2	1-mars-23	1-oct.-23	2 323 229
PAGA CDG - 2020	20-mai-24	20-mai-24	250 603
<b>Total</b>			<b>6 083 355</b>

Source : Société

<sup>251</sup> BPCE nous a confirmé que la matrice de Contrat de Liquidité qui nous a été remise et qui sera déclinée à l'ensemble des bénéficiaires d'Actions Gratuites et titulaires d'Actions Indisponibles ne donnera lieu à aucune modification matérielle avant signature, qui interviendra postérieurement à l'émission du Rapport ; les stipulations du Contrat de Liquidité, et notamment la formule de prix d'exercice, sont donc d'ores et déjà définitives.

<sup>252</sup> Projet de Note d'Information, § 2.5 « Situation des bénéficiaires de droits à recevoir des actions gratuites et des titulaires d'Actions Indisponibles », p. 12. Depuis le dépôt du Projet de Note d'Information, qui fait état de 8.767.857 Actions Gratuites en période d'acquisition, des Actions Gratuites ont été acquises, et d'autres annulées en raison du départ ou de la mobilité internationale d'attributaires.

<sup>253</sup> Les dates d'acquisition grisées se rapportent aux plans d'attribution d'Actions Gratuites qui seront acquises à la date estimée de clôture de l'Offre (1<sup>er</sup> mars 2022) et qui, dès lors, sont visées par l'Offre, pour un total de 298.166 Actions Gratuites (§ 2.3.1).

Les principes sous-tendant l'établissement du Contrat de Liquidité (§ 2.6.3) à conclure avec les bénéficiaires des plans d'attribution d'Actions Gratuites en cours d'acquisition et les détenteurs d'autres Actions Indisponibles sont les suivants :

- le nombre maximum d'Actions Gratuites visées par le Mécanisme de Liquidité représente un total de 10.954.684 Actions (§ 2.6.1 et § 2.6.2) comprenant :
  - l'enveloppe de 6.083.355 Actions Gratuites **en période d'acquisition** ;
  - 99.913 Actions Gratuites **déjà émises** et soumises à des obligations de conservation additionnelle ;
  - 4.771.416 Actions Gratuites **déjà émises** en attente de l'expiration d'un délai de détention fiscale ;
- la liquidité de l'ensemble de ces Actions sera assurée par BPCE, qui consentira une promesse d'achat aux bénéficiaires des plans d'attribution d'Actions Gratuites encore en période d'acquisition à la date estimée de la clôture de l'Offre et aux détenteurs d'autres Actions Indisponibles, ces deux catégories consentant pour leur part une promesse de vente à BPCE ;
- le prix d'exercice des Promesses (le « **Prix d'Exercice** ») sera déterminé par l'application d'une formule qui affecte le Prix de l'Offre d'un coefficient combinant, comme retranscrit ci-après dans la formule :
  - au numérateur le cumul des résultats nets part du groupe<sup>254</sup> de BPCE des trois derniers exercices à la date de disponibilité des Actions ; et
  - au dénominateur le cumul des résultats nets part du groupe<sup>255</sup> de BPCE des exercices 2020, 2019 et 2018 ;

étant précisé que les distributions<sup>256</sup> qui interviendront entre la date de signature du Contrat de Liquidité et la date d'exercice des Promesses seront portées en déduction du Prix d'Exercice ainsi déterminé ;

- la formule du Prix d'Exercice est ainsi la suivante :

$$\text{Prix d'exercice} = P_0 \times \frac{\text{RNPG (N)} + \text{RNPG (N-1)} + \text{RNPG (N-2)}}{\text{RNPG (2020)} + \text{RNPG (2019)} + \text{RNPG (2018)}} - D$$

où :

- P0 est égal au Prix de l'Offre ;
- RNPG (N) est égal au résultat net part du groupe<sup>257</sup> de BPCE pour l'exercice N, « N » correspondant au dernier exercice clos à la Date de Disponibilité des Actions ;
- D est égal au montant de l'intégralité des distributions par Action Gratuite de la Société entre la date de conclusion du Contrat de Liquidité et la date du transfert de propriété de l'Action Gratuite.

<sup>254</sup> Qualifié de « sous-jacent » *i.e.* résultat net part du groupe retraité d'éléments spécifiques (non récurrents ou exceptionnels).

<sup>255</sup> Qualifié de « sous-jacent » *i.e.* résultat net part du groupe retraité d'éléments spécifiques (non récurrents ou exceptionnels).

<sup>256</sup> Notamment de dividendes.

<sup>257</sup> Qualifié de « sous-jacent » *i.e.* résultat net part du groupe retraité d'éléments spécifiques (non récurrents ou exceptionnels).

Après examen de l'application de la formule du Prix d'Exercice, nous constatons que :

- le coefficient est variable dans le temps et affecté par la période de crise sanitaire<sup>258</sup> ;
- le coefficient appliqué au Prix de l'Offre sera de un jusqu'à la clôture de l'exercice 2021, de sorte que toute acquisition d'Actions Gratuites, en cas d'exercice de l'une ou l'autre des Promesses, intervenant avant l'arrêté des comptes de l'exercice 2021 sera réalisée au Prix de l'Offre ;
- le calcul du coefficient pour l'année 2022 et l'année 2023, en fonction des prévisions de résultat net part du groupe<sup>259</sup> de BPCE qui nous ont été communiquées et en tablant sur une détention par BPCE de la totalité du capital de Natixis à l'issue de l'Offre, conduirait à un prix d'acquisition des Actions Gratuites inférieur au Prix de l'Offre ; la prévision de résultat net part du groupe de BPCE pour l'année 2024, qui est la dernière projection dont nous disposons, aboutirait à un prix d'acquisition des Actions Gratuites supérieur au Prix de l'Offre, sous réserve d'un retour, à cet horizon moyen terme, à un niveau de résultat net sensiblement supérieur à la situation antérieure à la crise sanitaire. Nous soulignons qu'aucun risque de non-réalisation des prévisions des trois prochains exercices n'a été pris en compte dans ce calcul.

En conséquence :

- le Contrat de Liquidité ne peut être assimilé à une garantie de liquidité à un prix prédéterminé, dans la mesure où les conditions de sa mise en œuvre restent soumises à aléas ;
- le Prix d'Exercice sera équivalent au Prix de l'Offre jusqu'à la clôture des comptes de l'exercice 2021.

## 6.2. Présentation au Conseil d'Administration de modifications des conditions de performance consécutives à l'Offre

Suite à la réunion du 8 mars 2021 du Comité des rémunérations de Natixis, il sera proposé au Conseil d'Administration du 15 mars 2021 de faire évoluer les indicateurs de performance qui permettent l'acquisition d'Actions Gratuites aux bénéficiaires des plans d'attribution gratuite d'Actions (§ 2.6.4).

En effet certains indicateurs de performance :

- ne seront plus utilisables en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire ;
- portent sur des données financières qui pourraient ne plus être disponibles en cas de mise en œuvre, à l'issue de l'Offre, d'éventuelles réorganisations mises à l'étude par BPCE.

Une étude a été menée par le cabinet Mercer<sup>260</sup> afin de revoir ces indicateurs de performance.

---

<sup>258</sup> Pour les exercices postérieurs à l'exercice 2019.

<sup>259</sup> Aucun retraitement du résultat net part du groupe n'a été pratiqué pour le calcul.

<sup>260</sup> Propositions Mercer du 8 février 2021.

Il sera proposé au Conseil d'Administration :

- pour les plans d'attribution gratuite d'Actions<sup>261</sup>, hors Plan Métiers Paiements et CDG, non encore acquis à la date estimée de la clôture de l'Offre, de conserver les conditions de performance sous réserve de la disponibilité des données financières postérieurement à l'Offre ; à défaut, une formule de performance appliquée au niveau de BPCE serait retenue ;
- pour le Plan Métier Paiements<sup>262</sup>, de maintenir les conditions prévues initialement ;
- pour les plans d'attribution gratuite d'Actions au CDG<sup>263</sup> :
  - de cristalliser les droits concernant les tranches annuelles échues par l'appréciation des deux conditions de performance existantes puis, à partir de 2021, de fonder les critères de performance sur l'atteinte du résultat net part du groupe de BPCE de l'année tel qu'inscrit au budget annuel voté par le Conseil de Surveillance de BPCE ;
  - les droits à recevoir des actions gratuites seront converties en quotité de *Phantom shares*<sup>264</sup> dénouées en numéraire à l'échéance pour un montant déterminé selon la même formule que celle prévue par le Contrat de Liquidité<sup>265</sup>.

Les Actions Gratuites acquises seront couvertes par le Contrat de Liquidité ou traitées selon les mêmes modalités pour les actions fantômes susmentionnées.

Ces modifications ne peuvent être considérées comme :

- la garantie d'un prix prédéterminé, dans la mesure où les conditions de performance et de liquidité restent soumises à aléas ;
- un complément de prix qui serait octroyé aux bénéficiaires des plans d'Actions Gratuites.

### 6.3. Synthèse

En définitive, nous n'avons pas relevé dans les Accords et Opérations Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre.

---

<sup>261</sup> PAGA 2019 Tranche 2 et PAGA 2020 Tranche 1 et Tranche 2.

<sup>262</sup> PMP 2018 Tranche 2.

<sup>263</sup> PAGA CDG 2018, PAGA CDG 2019 et PAGA CDG 2020.

<sup>264</sup> La conversion en actions fantômes interviendra uniquement pour les actions en cours d'acquisition au plus tard au moment du retrait obligatoire et dès la mise en œuvre éventuelle d'une procédure de retrait obligatoire.

<sup>265</sup> Le montant total alloué au titre des *Phantom shares* devra permettre de neutraliser la perte de l'avantage fiscal dont aurait bénéficié le titulaire d'Actions Gratuites, par l'application d'une majoration d'environ 30%.

## 7. Perception de l'Offre par les Actionnaires Minoritaires

À compter du 10 février 2021, plusieurs Actionnaires Minoritaires nous ont contactés directement pour nous faire part de leurs observations sur l'Offre, par voie de courriels, courriers ou demandes d'entretiens :

- 40<sup>266</sup> actionnaires individuels se sont exprimés par des courriels<sup>267</sup> et des courriers qui nous ont été adressés<sup>268</sup> ;
- nous avons échangé avec les deux actionnaires<sup>269</sup> ayant sollicité un entretien avec l'Expert Indépendant.

Par ailleurs :

- Natixis et BPCE nous ont transmis le contenu de 153 courriels reçus d'actionnaires individuels<sup>270</sup> ;
- l'AMF nous a transmis le contenu de 11 courriels et de 2 courriers reçus d'actionnaires individuels.

Nous avons examiné et apprécié, au regard des conditions financières de l'Offre, les arguments d'ordre financier qui ont été portés à notre connaissance par écrit et/ou verbalement par les Actionnaires Minoritaires.

Nous précisons que les problématiques évoquées par nos interlocuteurs ne relèvent que partiellement de nos attributions, dans la mesure où, aux termes de l'article [262-1](#) I du règlement général de l'AMF, « *l'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières<sup>271</sup> de l'Offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF* » ; en sont exclus notamment les sujets liés :

- à l'information financière publiée par la Société ou par l'Initiateur ;
- à la gouvernance au sein du Groupe ;
- à la politique de dividendes qui ont été versés par la Société aux actionnaires ;
- aux conventions réglementées ;
- aux questions de nature juridique ou fiscale ;
- aux situations personnelles et spécifiques des Actionnaires Minoritaires et aux questions concernant exclusivement l'Initiateur ; nous rappelons à cet égard que :
  - nous apprécions le Prix de l'Offre par rapport à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs titres, en particulier lors de l'offre au public dans le cadre de la création de Natixis ;

---

<sup>266</sup> Situation arrêtée au 12 mars 2021.

<sup>267</sup> De nombreux courriels sont rédigés à l'identique.

<sup>268</sup> 39 courriels et 1 courrier.

<sup>269</sup> Les noms des Actionnaires Minoritaires que nous avons auditionnés à leur demande figure en **Annexe 4**.

<sup>270</sup> 136 courriels reçus par Natixis et 17 courriels reçus par BPCE.

<sup>271</sup> Souligné par nous.

- la date de l'annonce de l'Offre relève du seul choix de l'Initiateur ; il ne nous appartient pas d'en juger l'opportunité.

Les sujets soumis à notre attention, concernant la Mission et susceptibles d'avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre, sont mentionnés ci-après, ainsi que les réponses que nous y apportons.

### 7.1. Indépendance de Ledouble et cadre de la mission de l'Expert Indépendant

Comme mentionné en introduction, le Rapport est établi en application de l'article [262-1](#) du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°[2006-07](#) et AMF n°[2006-08](#) ainsi que de la recommandation AMF n°[2006-15](#) (§ 1.1).

Nous avons confirmé notre indépendance (§ 1.2) :

- vis-à-vis des parties prenantes à l'Offre, plus particulièrement de la Cible et de l'Initiateur, de leurs actionnaires et des Conseils ainsi que de l'Établissement Présentateur ;
- au sens des articles [261-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF ; conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Offre, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission.

Dans ces conditions, notre indépendance ne saurait être remise en cause.

### 7.2. Niveau du ratio de CET1 appliqué à Natixis

L'établissement Présentateur se réfère à une fourchette de ratio de CET1 à compter de 2022 de 10,5% à 11,5%<sup>272</sup>, avec un cas central à 11,0%.

Nous avons privilégié pour l'évaluation Multicritère un CET1 cible de 10,5% à compter de 2022 correspondant au niveau de CET1 utilisé par Natixis pour la préparation du Plan Stratégique et dans le cadre de son pilotage interne, pour l'allocation normative de capital. Ce taux est en retrait par rapport à celui des établissements bancaires français retenus par l'Établissement Présentateur (§ 5.3.1), ce qui, toutes choses égales par ailleurs, accroît la valeur de l'Action ressortant de l'évaluation Multicritère.

### 7.3. Réalisation d'une évaluation en « somme des parties » par référence aux Transactions Comparables

L'Établissement Présentateur n'a pas retenu la méthode des multiples transactionnels, consistant à évaluer une entreprise en appliquant à ses agrégats financiers les multiples extériorisés lors d'opérations d'achat de sociétés.

Nous avons mené cette analyse à partir d'un échantillon de transactions observées sur chacun des métiers de Natixis depuis 2018 (§ 4.5.3).

---

<sup>272</sup> Projet de Note d'Information, § 3.3.2 « Ratio de CET1 cible », pp. 31-32.

L'un des actionnaires que nous avons auditionnés nous a remis une liste de transactions, dont certaines antérieures à 2018, portant sur les métiers de la Gestion d'actifs et de fortune et des Paiements, que nous avons examinée et rapprochée de notre propre recensement des Transactions Comparables en **Annexe 10**.

Nous avons écarté les transactions antérieures à 2018, en raison des nouvelles contraintes réglementaires propres à la mise en œuvre de Bâle 4 qui, depuis fin 2017, ont induit une hausse des RWA et des contraintes de fonds propres (§ 3.2.6.1). Le tableau ci-dessous ne reprend donc, parmi les transactions qui nous ont été soumises, que celles postérieures à 2017.

#### Transactions 2018-2020 soumises à l'Expert Indépendant

Date	Cible	Acquéreur	Pays de la cible	Multiple	Retenu (✓) Ecarté (✗)
<b>Gestion d'actifs et de fortune</b>				<b>14,7x</b>	
3-déc.-20	Waddell & Reed Financial	Macquarie	Etats-Unis	13,0x	✗
8-oct.-20	Eaton Vance	Morgan Stanley	Etats-Unis	16,1x	✗
18-févr.-20	Legg Mason	Franklin	Etats-Unis	13,3x	✗
17-févr.-20	Merian Global Investor	Jupiter	Royaume-Uni	8,7x	✗
30-sept.-19	Oaktree	Brookfield	Etats-Unis	23,9x	✗
4-sept.-19	Miton Group	Premier Asset Management	Royaume-Uni	15,9x	✓
23-août-19	TT International	Sumitomo Mitsui Financial	Royaume-Uni	8,4x	✗
31-oct.-18	Colonial First State Global	Mitsubishi UFJ	Australie	16,6x	✗
18-oct.-18	OppenheimerFunds	Invesco	Etats-Unis	13,7x	✗
24-sept.-18	Sofidy	Tikehau Capital	France	15,3x	✗
13-avr.-18	Hermes Fund Managers	Federated Investors	Royaume-Uni	17,1x	✓
<b>Paiements</b>				<b>38,8x</b>	
28-oct.-20	Ingenico Group	Worldline	France	40,4x	✓
17-sept.-20	Global Payments	Total System Services	Etats-Unis	37,1x	✗

Source : un Actionnaire Minoritaire

Nous avons retenu dans nos travaux les transactions concernant :

- Hermes Fund Managers et Miton Group<sup>273</sup>, pour la Gestion d'actifs et de fortune (§ 4.5.3.1.iii) ;
- Ingenico Group pour les Paiements (§ 4.5.3.4.iii).

En revanche, nous avons écarté les transactions :

- américaines (Waddell & Reed Financial, Eaton Vance, Legg Mason, Oaktree et Oppenheimer Funds), ou anglaises (Merian Global Investor et TT International), dont les caractéristiques précises ne peuvent être fiabilisées au moyen de nos bases de données<sup>274</sup> ;
- dont la zone géographique ne correspond pas à l'implantation de Natixis (Colonial First State Global) ;
- exerçant une activité jugée trop éloignée des métiers du Groupe :

<sup>273</sup> Avec toutefois un écart sur le multiple P/E pour ce qui concerne Hermes Fund Managers et Miton Group que nous ne sommes pas parvenus à résoudre.

<sup>274</sup> S&P Capital IQ et Mergermarket.

- Sofidy est une société d'investissement spécialisée dans l'immobilier, dont l'activité ne peut être rapprochée directement de la Gestion d'actifs et de fortune exercée par Natixis ;
- Global Payments fournit principalement des cartes bancaires, ce qui n'est pas représentatif de l'activité Paiements du Groupe.

#### 7.4. Prise en compte de la valeur individuelle de la Gestion d'actifs et de fortune dans l'Évaluation Multicritère

La valeur du métier de Gestion d'actifs et de fortune de Natixis est intégrée dans l'ensemble de nos évaluations, et isolée plus spécifiquement dans celles réalisées en SOTP (§ 4.5.3.1).

L'évaluation en SOTP consiste à évaluer indépendamment les quatre métiers de Natixis, dont la Gestion d'actifs et de fortune, puis à ajouter la valeur des éléments non attribuables à un métier (§ 4.1.5).

Cette méthode a permis d'isoler la valeur attribuée au pôle Gestion d'actifs et de fortune<sup>275</sup> (§ 4.5.1 et § 4.5.3.1) en recourant à :

- une évaluation intrinsèque fondée sur les prévisions de rentabilité sur l'Horizon Explicite des Plans d'Affaires ;
- une évaluation analogique reflétant la cotation de sociétés cotées exerçant une activité comparable, les transactions observées dans ce secteur, la valeur de l'activité telle qu'appréciée par les analystes de la Société et les multiples de valorisation de l'activité induits des travaux des analystes.

#### 7.5. Prise en compte de la cession de Coface et H2O dans l'Évaluation Multicritère

Les effets de la cession par Natixis de ses participations dans Coface et H2O sont exposés dans l'annexe aux comptes consolidés du Groupe au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2020, au chapitre « Événements significatifs »<sup>276</sup>.

Nous avons également exploité :

- la présentation au Comité d'Audit<sup>277</sup> de l'arrêté des comptes consolidés au 31 décembre 2020 ;
- l'*Amendment to the share purchase agreement* en date du 31 août 2020, ainsi que le *Share purchase agreement* en date du 25 février 2020, portant sur la cession de 29,5% du capital de Coface ;
- le *Transaction agreement* en date du 29 janvier 2021, concernant la cession de la participation de 50,01% du capital de H2O.

Comme indiqué par Natixis, le résultat de cession de ces deux participations a été comptabilisé au 31 décembre 2020, de sorte que le Groupe n'en attend plus d'effet sur les exercices suivants. Les données prévisionnelles auxquelles nous nous référons dans

<sup>275</sup> En activité multi boutiques.

<sup>276</sup> Comptes consolidés au 31 décembre 2020, § 1.2.1 « Événements significatifs » (§ 1.2.1 « Coface » et § 1.2.2 « H2O »).

<sup>277</sup> Présentation du 9 février 2021, partie relative aux cessions de Coface et H2O.

l'Évaluation Multicritère, par construction, n'intègre donc pas l'impact de ces cessions qui sont d'ores et déjà effectives au 31 décembre 2020.

La quote-part résiduelle de la participation de Natixis dans Coface (12,7%) a été appréhendée dans la valorisation de Natixis en fonction notamment de sa valeur boursière (§ 4.1.5).

## 7.6. Prise en compte du dividende non versé en 2020 dans l'Évaluation Multicritère

Compte tenu de l'absence de distribution de dividendes en 2020, le résultat de l'exercice 2019 est maintenu en capitaux propres et concourt ainsi au Capital Excédentaire de la Société au 31 décembre 2020.

Par construction, le dividende non versé en 2020 est donc bien intégré dans l'Évaluation Multicritère.

## 7.7. Niveau du cours de bourse de Natixis avant la crise sanitaire

Certains Actionnaires Minoritaires font référence à des cours de bourse de l'Action antérieurs à la crise sanitaire<sup>278</sup>.

Les cours de bourse de l'Action sur la période comprise entre fin 2016 et le 28 février 2020, date marquant l'impact sur le cours de la crise sanitaire, sont les suivants ; nous présentons successivement les analyses de cours avec (CMPV ajustés) et sans (CMPV non ajustés) retraitement des dividendes versés, tels que restitués par nos bases de données :

### Analyse des CMPV ajustés

€	Analyse historique pré-crise sanitaire				
	31-déc.-16	31-déc.-17	31-déc.-18	31-déc.-19	28-févr.-20
Spot (clôture)	4,03 €	5,25 €	3,46 €	3,96 €	3,67 €
120 séances	3,27 €	5,20 €	4,51 €	3,79 €	3,95 €
12 mois	3,14 €	4,79 €	4,99 €	3,84 €	3,89 €
Plus haut 12 mois	4,14 €	5,57 €	5,89 €	4,46 €	4,46 €
Plus bas 12 mois	2,31 €	3,87 €	3,34 €	3,38 €	3,38 €
Min <i>intraday</i>	2,25 €	3,81 €	3,29 €	3,26 €	3,26 €
Max <i>intraday</i>	4,18 €	5,60 €	5,93 €	4,50 €	4,50 €

Source : Bloomberg

### Analyse des CMPV non ajustés

€	Analyse historique pré-crise sanitaire				
	31-déc.-16	31-déc.-17	31-déc.-18	31-déc.-19	28-févr.-20
Spot (clôture)	5,36 €	6,60 €	4,12 €	3,96 €	3,67 €
120 séances	4,35 €	6,54 €	5,37 €	3,79 €	3,95 €
12 mois	4,31 €	6,15 €	6,08 €	4,10 €	4,04 €
Plus haut 12 mois	5,50 €	7,00 €	7,40 €	5,30 €	5,30 €
Plus bas 12 mois	3,06 €	5,14 €	3,97 €	3,38 €	3,38 €
Min <i>intraday</i>	2,99 €	5,06 €	3,92 €	3,26 €	3,26 €
Max <i>intraday</i>	5,55 €	7,04 €	7,45 €	5,35 €	5,35 €

Source : Bloomberg

<sup>278</sup> Les cours auxquels il est fait référence sont notamment de 4,5 € début 2020, 6 € avant la crise sanitaire et 7,8 € fin 2018.

Nous avons par ailleurs relevé, sur l'ensemble de la période, les cours minimum et maximum observés au cours d'une journée de cotation. Il en ressort :

- une borne haute de 5,93 € le 1<sup>er</sup> février 2018, ainsi qu'une borne basse de 2,25 € le 6 juillet 2016, par référence au cours de bourse ajusté ;
- une borne haute de 7,45 € le 1<sup>er</sup> février 2018, ainsi qu'une borne basse de 2,99 € le 6 juillet 2016, par référence au cours de bourse non ajusté.

### 7.8. Situation boursière de Natixis à la date d'annonce de l'Offre et hausse du cours de l'Action sur les jours précédant l'Offre

Comme nous l'avons observé (§ 4.3.1), l'évolution du cours de l'Action depuis le 11 janvier 2021 est décorrélée de celle des titres des autres banques françaises.

Cette évolution fait suite à la publication le 11 janvier 2021 d'un article<sup>279</sup> mentionnant une hypothèse de rachat des minoritaires de Natixis par BPCE relayée le 13 janvier 2021 par des notes d'analystes qui ont réhaussé significativement<sup>280</sup> leurs objectifs de cours, et confortées le 8 février 2021, veille de l'annonce de l'Offre, avec une hausse de 7% du cours de bourse en une seule séance (§ 4.3.1).

Nous constatons, entre le 11 janvier 2021 et début mars 2021, une progression hétérogène des cours de bourse au sein des banques françaises :

- l'Action Natixis enregistre une hausse d'environ 44%, avec une stabilisation de son cours légèrement au-dessus du Prix de l'Offre ;
- les titres des autres banques françaises affichent des progressions plus limitées : environ + 14% pour Crédit Agricole et BNP Paribas et + 21% pour Société Générale.

### 7.9. Référence à l'actif net comptable comme référence pour le Prix de l'Offre (TBV et BV)

Au 31 décembre 2020 :

- l'actif net comptable consolidé IFRS hors TSS (BV) de Natixis est de 5,37 € par Action (§ 4.2.1) ;
- la TBV se situe entre 4,08 € et 4,19 € par Action suivant les méthodes de calcul retenues (§ 4.2.1).

Nous avons étayé notre appréciation du Prix de l'Offre par rapport à ces deux niveaux de capitaux propres (§ 4.2.1).

---

<sup>279</sup> Posté sur le site Betaville : <https://www.betaville.co.uk/tags/natixis/>

<sup>280</sup> JP Morgan : + 14% (3,2 € *versus* 2,8 €) ; UBS + 18% (3,3 € *versus* 2,8 €).

À ce titre, nous rappelons que l'instruction AMF n°[2006-07](#) prévoit, en son article 2, que :

*« Lorsque l'offre est déposée par un actionnaire détenant déjà ou venant à détenir directement ou indirectement, seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée, l'initiateur doit également justifier, le cas échéant, des raisons pour lesquelles le prix ou la parité proposés font ressortir une valeur inférieure à l'actif net comptable ; [...] ».*

Le rapport du groupe de travail de l'AMF soumis à consultation publique le [16 septembre 2019](#), soulignait à ce sujet<sup>281</sup> que : « À ce titre, les membres du groupe de travail ont analysé les différentes références de valorisation susvisées et ont reconnu que leur utilisation systématique comme prix plancher s'avèrerait souvent peu pertinente, complexe en pratique, et en tout état de cause, impossible à appliquer de façon mécanique à tous les secteurs d'activité. Par exemple, l'application d'un critère lié à l'actif net comptable (ANC) ne serait pas pertinent s'il était appliqué indifféremment pour des sociétés telles que des banques<sup>282</sup>, un holding de participations ou à une société du secteur des biotechnologies. En effet, alors que ce critère est pertinent pour les holdings de participation, il l'est beaucoup moins pour le secteur bancaire actuellement. »

Les décisions rendues par l'AMF le [10 février 2020](#) suite à la consultation publique, ainsi que les modifications réglementaires qui s'en sont suivies, dont découle la dernière version de l'instruction AMF n°[2006-07](#) précitée, n'ont de ce point de vue pas remis en cause la spécificité des banques. À la différence des CMPV 60 jours, 120 jours et 180 jours à la date de l'annonce de l'Offre<sup>283</sup>, qui en l'espèce sont très inférieurs au Prix de l'Offre (§ 4.3.1), l'ANC ne constitue pas un prix plancher dans la perspective d'un retrait obligatoire<sup>284</sup>.

La situation de la cotation des banques françaises par rapport à leur actif net comptable a considérablement évolué depuis la mise sur le marché de Natixis, et plus spécifiquement depuis le renforcement des règles prudentielles issues de la crise de 2008 puis à la fin de l'année 2017 (§ 3.2.6).

Le graphique, ci-après, expose sur la période de 2006 jusqu'à ce jour les multiples de BV prévisionnelle ressortant de la cotation des quatre banques françaises de référence (Natixis, Crédit Agricole SA, BNP Paribas et Société Générale). Nous observons que ces multiples, supérieurs à 1,5x au moment de l'offre au public dans le cadre de la création de Natixis en 2006, se situent désormais entre 0,3x et 0,5x :

---

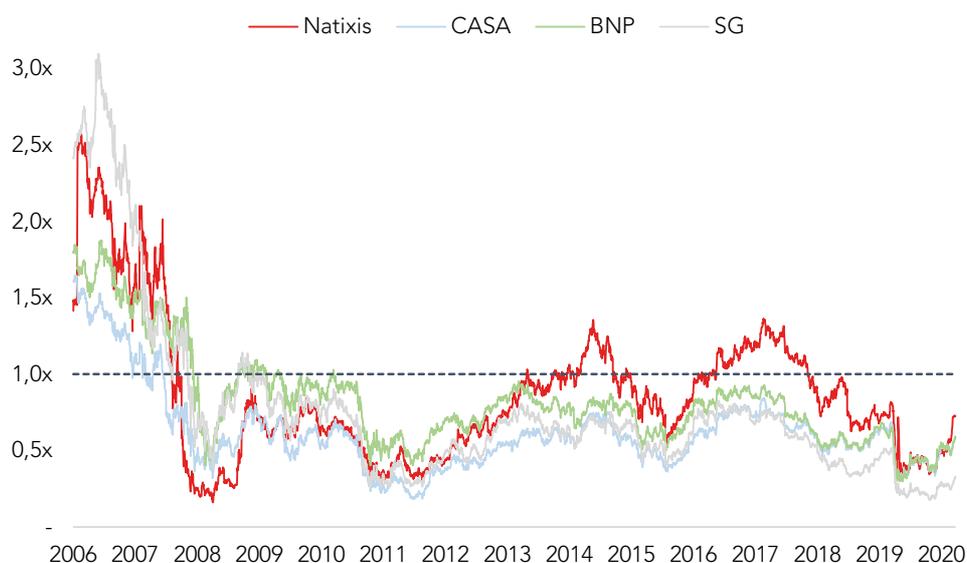
<sup>281</sup> Source : Rapport du Groupe de Travail de l'AMF sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques, § 2.7 « Clarifier et mieux justifier les conditions de fixation du prix », proposition 7, p. 20 : « Lorsque le prix d'offre s'établit en deçà de l'actif net comptable (ANC), [...], l'initiateur devrait expliquer les raisons pour lesquelles ces références ne sont pas retenues lorsqu'il envisage de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre publique. [...] ».

<sup>282</sup> Souligné par nous.

<sup>283</sup> CMPV 60 jours = 2,90 € par Action ; CMPV 120 jours = 2,50 € par Action ; CMPV 180 jours = 2,43 € par Action.

<sup>284</sup> Source : Retour de consultation publique sur un projet de modification de la réglementation à la suite du rapport du groupe de travail sur le retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques, § 1 « Renforcer la protection des actionnaires minoritaires », I.7 « Retour de consultation sur la proposition n° 7 (conditions de prix) », pp. 7-8 : « L'AMF estime que le comply or explain instauré représente une information utile pour les actionnaires minoritaires sans aucune déperdition de droits pour ces derniers. Concernant les critiques émises à l'encontre des seuils proposés pour les « prix plancher », lesquelles sont inhérentes à la création de seuils, l'AMF a décidé de ne pas abaisser les seuils, à l'exception de celui concernant la moyenne de cours pondérée par les volumes sur 250 jours, qui est supprimé. En outre, il est proposé de rendre ces dispositions applicables à toutes les offres dans lesquelles la société est contrôlée à plus de 50%, puisque très fréquemment, ces offres sont « l'antichambre » d'un retrait obligatoire à venir. ».

## P/BV prévisionnelle



Source : Capital IQ

### 7.10. Valeur de la participation Natixis dans les livres de BPCE

La valeur de la participation Natixis au 31 décembre 2020 est de :

- 5,3 € en valeur d'utilité dans les comptes annuels<sup>285</sup> de BPCE ;
- 3,77 € en valeur vénale dans les comptes consolidés en normes IFRS de l'ensemble des Banques Populaires et des Caisses d'Épargne.

Comme nous l'avons exposé ci-avant (§ 4.7), nous constatons que :

- la valeur d'utilité de 5,3 € par Action pour BPCE a été déterminée sur la base d'un Cadrage Financier en date de décembre 2020, qui n'intègre pas de synergies, BPCE nous ayant confirmé ne pas en attendre<sup>286</sup> (§ 2.2.1) ;
- l'écart observé entre la valeur d'utilité pour BPCE et une valeur vénale ou de marché provient de deux paramètres de valorisation déterminés aux bornes du groupe BPCE, *i.e.* à une strate du Groupe BPCE qui n'est pas transposable à l'évaluation de Natixis en tant que groupe autonome :
  - un niveau de CET1 fixé au seuil minimum requis par la Banque Centrale Européenne (soit 8,3% plus un coussin additionnel au titre du P2G), fondé exclusivement sur le mécanisme de solidarité de BPCE, qui explique le différentiel par rapport à notre taux cible de 10,5% (§ 4.7.1) ;
  - un coût du capital de 9,5% (§ 4.7.1) ;

<sup>285</sup> Comptes sociaux établis en application des principes comptables français.

<sup>286</sup> À l'exception des coûts de cotation de Natixis en cas de retrait de cote, et de la fiscalisation de la quote-part de frais et charges qui serait amendée du fait de l'entrée de Natixis dans le groupe fiscal BPCE ; le total de ces deux montants n'est pas significatif sur la valeur de l'Action.

- la valeur vénale de 3,77 € par Action dans les comptes consolidés en normes IFRS de l'ensemble des Banques Populaires et des Caisses d'Épargne a été déterminée par référence au cours de bourse majoré d'une prime de 40% destinée à refléter les niveaux de primes observées sur des offres publiques.

L'Initiateur précise dans son annexe aux comptes annuels de l'exercice 2020 dans la partie « Travaux de valorisation des titres de participation au 31 décembre 2020 »<sup>287</sup> :

*« Les principales filiales bancaires de BPCE sont valorisées à partir de prévisions pluriannuelles actualisées des flux de dividendes attendus (Dividend Discount Model). Les prévisions des flux de dividendes attendus s'appuient sur les projections financières à moyen terme préparées par les entités concernées dans le cadre de la procédure budgétaire annuelle du Groupe BPCE et établies pour les besoins du pilotage du Groupe.*

*Ces valorisations sont fondées sur la notion de valeur d'utilité. En conséquence, elles prennent en compte la situation spécifique de BPCE, l'appartenance de ces participations au Groupe BPCE et leur intégration au sein du mécanisme de solidarité, leur intérêt stratégique pour BPCE et le fait qu'elles sont détenues dans un objectif de long terme.*

*Ces valorisations reposent sur des paramètres techniques fondés sur une vision de détention et d'appartenance au Groupe à long terme et non sur des paramètres de valorisation à leurs bornes. En particulier :*

➤ *taux d'actualisation :*

- *la détermination des taux d'actualisation au 31 décembre 2020 pour l'ensemble des entités reflète (i) la poursuite de la baisse des taux d'intérêt à long terme observé en zone euro et plus particulièrement en France et (ii) une hypothèse de prime de risque actions stable par rapport à l'an dernier (prime historique long terme de 5 %),*
- *ces évolutions se traduisent par une baisse de l'ordre de 50 points de base des taux d'actualisation retenus par rapport à fin 2019,*
- *s'agissant de Natixis, le taux d'actualisation retenu est de 9,5% ; il reflète l'appartenance au Groupe BPCE et est dès lors en retrait par rapport au taux retenu par le marché (en particulier par les analystes de recherche couvrant le titre) ;*

➤ *exigences prudentielles :*

- *les travaux de valorisation par DDM reposent sur les exigences de capital (CET1 capital) applicables aux différentes entités concernées reflétant leur affiliation à l'organe central BPCE SA. Celles-ci sont inférieures aux niveaux observés ou cibles sur le marché dans un contexte où les acteurs bancaires opèrent, à leur niveau, avec un coussin de fonds propres par rapport aux exigences fixées par la Banque Centrale Européenne ;*
- *l'abaissement des exigences prudentielles, en particulier la baisse voire l'annulation – s'agissant des expositions françaises – des coussins contra-cycliques ainsi que la décision de la BCE d'avril 2020 visant à amender la composition du Pilier II réglementaire (P2R), ont également conduit à une réduction des exigences de fonds propres des différentes entités retenues pour les valorisations.*

---

<sup>287</sup> En note 4.4.1 « Évolution des participations, parts dans les entreprises liées et autres titres détenus à long terme ».

*Ces différents paramètres feront l'objet d'une révision annuelle, selon l'évolution des perspectives des différentes entités, mais également de l'environnement macroéconomique et réglementaire. S'agissant plus particulièrement des critères retenus pour la détermination de la valorisation de Natixis, ils seront enrichis pour tenir compte de la réalisation du projet d'offre publique décrit à la note 1.4. »*

Dans les analyses de sensibilité aux différents paramètres, BPCE précise en outre :

*« Au cas particulier de Natixis, à titre illustratif, la prise en compte d'un coût du capital de 11,5 % et d'une exigence de solvabilité de 11,0 % (ratio CET1) ramènerait la valeur de la participation à 8 173 millions d'euros pour 70,6% (soit 3,66 € / action). En complément, à titre informatif, la juste valeur des titres BPCE telle que retenue dans les comptes consolidés IFRS de ses actionnaires a été établie en retenant une juste valeur des titres Natixis de 3,77 € par action. Cette juste valeur est fondée sur le cours de bourse au 31 décembre 2020 et sur les objectifs de cours (après prise en compte d'une prime de contrôle). »*

### 7.11. Actifs immobiliers du Groupe

Natixis nous a communiqué la liste des biens immobiliers détenus par le Groupe, complétée des valeurs d'expertises y afférentes.

Nous constatons que les valeurs d'expertises ressortent globalement à un montant négligeable par rapport au total du bilan du Groupe, et qu'en outre, elles sont en ligne avec la valeur nette comptable des actifs immobiliers figurant dans les comptes consolidés de Natixis au 31 décembre 2020.

### 7.12. Référence à l'offre publique CIC

Un Actionnaire Minoritaire fait référence dans ses observations aux modalités de l'offre publique CIC<sup>288</sup> de juin 2017.

Les critères et méthodes d'évaluation que nous avons retenus pour apprécier les conditions financières de l'Offre intègrent toutes celles qui avaient été mises en œuvre par l'expert indépendant ayant confirmé l'équité de l'offre publique CIC<sup>289</sup>. Les paramètres d'évaluation ont été actualisés en fonction des données de marché à ce jour, qui sont différentes de celles de 2017. Comme pour l'offre publique CIC, nous constatons dans le cas présent que le Prix de l'Offre extériorise une prime sur l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation considérés comme pertinents.

---

<sup>288</sup> Offre publique d'achat simplifiée sur les actions de CIC initiée par Banque Fédérative Crédit Mutuel et Mutuelles Investissement.

<sup>289</sup> Source : Note en réponse établie par Crédit Industriel et Commercial visée par l'AMF sous le n°17-363 en date du [18 juillet 2017](#).

## 8. Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.1), nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable du Prix de l'Offre au regard de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation Multicritère, dans la perspective d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire, dans le cas où, à l'issue de l'Offre, les actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de Natixis ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société ;
- l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Nous rappelons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs titres.

À titre indicatif, les dividendes versés par la Société depuis l'offre au public dans le cadre de la création de Natixis en 2006 extériorisent un rendement globalement supérieur à celui des banques françaises de référence<sup>290</sup> (§ 4.3.1).

Nous constatons que :

- l'Offre permet aux Actionnaires Minoritaires de bénéficier d'une liquidité de leurs Actions à un prix induisant une décote sur la *Book Value* (BV) et la *Tangible Book Value* (TBV) sensiblement inférieure à la décote actuelle de la Société, des autres banques françaises et de manière générale des autres banques européennes (§ 4.2.1) ;
- l'analyse boursière situe les CMPV, dont notamment ceux constatés sur les « *60 jours, 120 jours et 180 jours de négociation précédant l'annonce ou le fait générateur de l'offre*<sup>291</sup> », et les cours cible des analystes à la date de l'annonce de l'Offre, en net retrait par rapport au Prix de l'Offre (§ 4.3.1 et § 4.3.3) ;
- la valeur fondamentale de l'Action au travers de son évaluation intrinsèque (DDM) ou analogique (Comparables Boursiers et Transactions Comparables), qu'elle résulte de la valorisation globale du Groupe ou par métier, à partir des projections du Cadrage Financier ou du Consensus 2021-2023, confirme l'existence d'une prime induite par le Prix de l'Offre sur l'ensemble des approches de valorisation mises en œuvre (§ 4.8) ;
- la valeur de la participation Natixis dans les livres de BPCE, ainsi que des Banques Populaires et des Caisses d'Épargne, procède d'évaluations internes qui se fondent sur des paramètres propres à BPCE et ne peuvent être transposés aux bornes de Natixis ; pour ces raisons, nous ne reprenons pas ces références à notre compte dans l'Évaluation Multicritère de l'Action (§ 4.7).

---

<sup>290</sup> Société Générale, BNP Paribas, Crédit Agricole.

<sup>291</sup> Article 2 de l'instruction AMF n°[2006-07](#).

Par ailleurs :

- aucune opération réalisée par l'Initiateur sur le capital de la Société au cours des 18 mois<sup>292</sup> précédant l'annonce de l'Offre n'a été portée à notre connaissance (§ 4.3) ;
- nous avons obtenu la confirmation que :
  - comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'attend pas de synergies de coûts du fait de l'Offre (§ 2.2.1) ;
  - l'Initiateur n'a reçu aucune offre sur les titres de la Société à un prix supérieur au Prix d'Offre.

Nous avons répondu dans le Rapport aux observations que des Actionnaires Minoritaires nous ont adressées, directement ou indirectement, verbalement ou par écrit (§ 7) :

- nous rappelons, à toutes fins utiles, que nos travaux ont été réalisés en toute indépendance à l'égard des parties prenantes à l'Offre (§ 7.1) ;
- nous avons couvert, dans nos diligences, les sujets techniques qui nous ont été soumis (§ 7.2 à § 7.12) et, en réponse aux questions soulevées, relevons en particulier que :
  - les effets de la crise sanitaire, dont l'horizon de sortie reste incertain et qui a pesé sur le cours de l'Action (§ 7.7), sont tempérés dans l'Évaluation Multicritère par l'utilisation :
    - en valorisation intrinsèque, d'un taux d'actualisation intégrant un beta moyen 5 ans du Groupe, d'un taux de croissance perpétuel antérieur à la survenance de la pandémie et d'un multiple de sortie P/TBV 10 ans pour tenir compte de la cyclicité du secteur bancaire ;
    - en valorisation analogique par métier *via* les Transactions Comparables, de résultats nets 2020 par métier retraités des effets de la crise sanitaire, auxquels sont appliqués les multiples transactionnels constatés avant crise ;
  - à l'issue de la publication le 11 janvier 2021 d'un article relançant les rumeurs d'offre sur Natixis, relayées le 13 janvier 2021 par une partie des analystes qui ont réhaussé significativement leurs objectifs de cours, le titre Natixis a évolué en bourse de façon décorrélée par rapport à celui des autres banques françaises précitées (§ 7.8) ;
  - l'actif net comptable du Groupe ne peut être retenu actuellement comme critère d'évaluation compte tenu de l'incidence, en termes de décote sur la *Book Value*, du renforcement depuis plusieurs années des règles prudentielles, et par conséquent des fonds propres réglementaires des banques non disponibles pour les actionnaires (§ 7.9) ;
- leur situation personnelle au regard du prix de leur entrée au capital de Natixis (indépendamment de la politique de dividendes) est fréquemment mise en avant, notamment pour ceux qui, ayant souscrit au capital lors de l'offre au public dans le cadre de la création de Natixis et conservé leurs titres depuis lors, enregistrent une perte ; pour autant, comme indiqué ci-avant, ce constat ne peut être mis en regard de l'équité du Prix de l'Offre qu'il nous appartient d'apprécier dans le contexte actuel du marché et de la réglementation.

Les Accords et Opérations Connexes n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre.

---

<sup>292</sup> Article 2 de l'instruction AMF n°[2006-07](#).

## 9. Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action :

- nous sommes en mesure de conclure que le Prix de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre, et dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire ;
- nous n'avons pas identifié, dans les Accords et Opérations Connexes, de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de Natixis dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 15 mars 2021

LEDOUBLE SAS

Sébastien SANCHO

Associé

Agnès PINIOT

Présidente, Associée

## ANNEXES

- Lettre de mission Annexe 1
- Programme de travail et rémunération de Ledouble Annexe 2
- Principales étapes de l'expertise Annexe 3
- Principaux interlocuteurs de Ledouble Annexe 4
- Principales sources d'information exploitées Annexe 5
- Composition de l'équipe Ledouble Annexe 6
- Expertises financières réalisées par Ledouble Annexe 7
- Présentation des Comparables Boursiers Annexe 8
- Performances des Comparables Boursiers SOTP Annexe 9
- Présentation des Transactions Comparables Annexe 10
- Évolution récente de la réglementation bancaire Annexe 11
- Principes de la revue qualité Annexe 12

## ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION



Direction Générale

Madame Agnès Piniot  
Monsieur Sébastien Sancho  
Ledouble SAS  
8, rue Halévy  
75009 Paris

Paris, le 9 février 2021

Chère Madame, Cher Monsieur,

Natixis (la « Société »), filiale du groupe BPCE<sup>1</sup>, est un établissement financier français de dimension internationale spécialisé dans la gestion d'actifs et de fortune, la banque de financement et d'investissement, l'assurance et les paiements. Natixis est aujourd'hui une société cotée dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris.

BPCE a annoncé ce jour le dépôt d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de Natixis que BPCE ne détient pas à date. Si, à l'issue de l'offre, BPCE venait à détenir plus de 90% du capital et des droits de vote de Natixis, BPCE solliciterait la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Dans ce cadre, le conseil d'administration de la Société, sur proposition du comité *ad hoc* composé des administrateurs indépendants de la Société, souhaite vous désigner en qualité d'expert indépendant conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») et de l'article 1 de l'instruction n°2006-08.

### **Cadre réglementaire de la mission**

Vos diligences seront effectuées conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1<sup>o2</sup>, 2<sup>o3</sup>, 4<sup>o4</sup> et II<sup>5</sup> du règlement général de l'AMF en vigueur, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

<sup>1</sup> BPCE détient à ce jour approximativement 70,57% du capital et 70,69% des droits de vote de Natixis.

<sup>2</sup> Natixis étant contrôlée par BPCE, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.

<sup>3</sup> Les dirigeants de la Société ayant conclu des accords avec BPCE susceptible d'affecter leur indépendance.

<sup>4</sup> Compte tenu de l'existence d'accords et d'opérations connexes à l'offre, susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'offre.

<sup>5</sup> Dans la perspective du retrait obligatoire, dans le cas où BPCE viendrait à détenir plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société.

### Objectif de la mission

Conformément à la réglementation de l'AMF, l'expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre.

Il a été convenu que vos travaux comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

- des entretiens réguliers avec les membres du comité *ad hoc*, les dirigeants, responsables opérationnels et responsables financiers au sein de la Société, les représentants de l'initiateur, les conseils de la Société, du comité *ad hoc* et de l'initiateur, l'établissement présentateur de l'offre, les représentants de la Direction des émetteurs au sein de l'AMF et le cas échéant, les commissaires aux comptes de la Société et de l'initiateur ;
- l'analyse des éléments prévisionnels de la Société (budget, cadrage 2024, consensus 2021-2023) ;
- l'évaluation des titres de la Société en application de la réglementation applicable ;
- la prise de connaissance et analyse des travaux de l'établissement présentateur de l'offre ;
- l'analyse des accords connexes à intervenir dans le cadre de l'opération ;
- la gestion des éventuels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF ; et
- la rédaction de votre rapport.

### Méthodologie d'évaluation

L'évaluation sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour valoriser une société comme Natixis.

Nous nous engageons à vous fournir un accès aux données nécessaires à l'accomplissement de votre mission étant toutefois précisé que la Société n'a pas établi de plan d'affaires pour les besoins du projet d'offre et qu'un nouveau plan stratégique doit être annoncé à l'été 2021.

Dans cette attente, le conseil d'administration de la Société a approuvé l'hypothèse du management de la Société selon laquelle les principaux indicateurs consolidés du consensus 2021-2023 constituent une borne haute par rapport aux indicateurs cibles consolidés 2024 attendus dans le cadre du plan stratégique devant être annoncé en juin 2021.

### Calendrier

Le calendrier de l'Offre prévoit le dépôt de la note d'information de BPCE ce jour et de la note en réponse de la Société au plus tard le 11 mars 2021<sup>6</sup>.

L'article 262-1 II du règlement général prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa

<sup>6</sup> En application de l'article 231-26 2° du règlement général de l'AMF : « Par exception, lorsqu'un expert indépendant est désigné en application de l'article 261-1, la société visée dépose le projet de note en réponse au plus tard le vingtième jour de négociation suivant le début de la période d'offre. »

disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

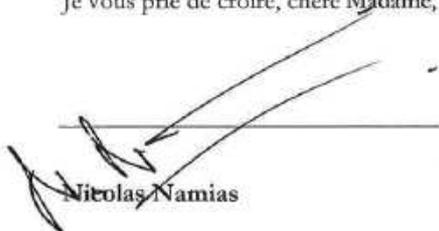
#### **Conflit d'intérêt**

Nous avons compris qu'Agnès Piniot, Sébastien Sancho et le cabinet Ledouble sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et à l'article 1 de l'instruction 2006-08 prise en application du titre VI du livre II du règlement général de l'AMF.

#### **Budget**

Il est enfin indiqué que vos honoraires seront acquittés par la Société.

Je vous prie de croire, chère Madame, cher Monsieur, en l'expression de nos salutations distinguées,



Nicolas Namias

## ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

### > Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse et recherches documentaires
- Entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc, ainsi que les représentants de l'Initiateur, des Conseils et de l'Établissement Présentateur
- Examen des informations publiques relatives à la Société et à l'Initiateur
- Analyse de l'Offre et de son cadre juridique
- Examen du Projet de Note d'Information
- Revue des procès-verbaux du Conseil d'Administration et des Assemblées Générales
- Étude de marché et du positionnement de Natixis
- Suivi de la cotation de l'Action depuis l'offre au public dans le cadre de la création de Natixis
- Exploitation des notes d'analystes
- Requêtes documentaires

### > Travaux de valorisation

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants du Groupe
- Analyse des comptes consolidés annuels de la Société (2016 à 2020)
- Examen des rapports de valorisation établis par les Conseils financiers et l'Établissement Présentateur
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
- Exploitation des réponses aux requêtes documentaires
- Examen du Cadrage Financier
- Étude du Consensus 2021-2023
- Constitution de panels de Comparables Boursiers et de Transactions Comparables pour l'évaluation analogique globale et SOTP du Groupe
- Examen des observations formulées par des Actionnaires Minoritaires
- Évaluation Multicritère et analyses de sensibilité sur les paramètres d'évaluation (DDM)
- Analyse de la valeur de l'Action dans les livres de BPCE ainsi que des Banques Populaires et Caisses d'Épargne
- Comparaison de l'Évaluation Multicritère avec les éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur
- Modélisation du Mécanisme de Liquidité

## ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE (suite)

### ➤ **Élaboration du Rapport**

- Réunions physiques et à distance et entretiens téléphoniques
- Rédaction de la lettre de mission
- Soumission de lettres de représentation à la Direction et à l'Initiateur
- Rédaction du Rapport
- Administration et supervision de la Mission

### ➤ **Rémunération**

Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 650.000 € hors taxes et débours, en fonction du temps consacré à la réalisation de la Mission, qui correspond à une enveloppe d'environ 2.700 heures.

## ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

### > Janvier 2021

- Contacts en amont de la désignation de l'Expert Indépendant avec la Direction, les membres du Comité Ad-Hoc, les représentants de BPCE, des Conseils et de l'Établissement Présentateur
- Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société et à l'Initiateur
- Examen du corpus juridique de l'Offre
- Requêtes documentaires
- Analyse de l'historique du cours de bourse de l'Action
- Exploitation des informations comptables et financières de la Société
- Examen du Cadrage Financier et étude du Consensus 2021-2023
- Exploitation des bases de données
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers et de Transactions Comparables
- Exploitation des notes d'analystes sur les banques françaises
- Accès à la *data room*

### > Février 2021

- Désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration (9 février 2021)
- Rédaction de la lettre de mission
- Examen du Projet de Note d'Information (10 février 2021)
- Revue juridique
- Mise en œuvre de l'Évaluation Multicritère
- Analyse de la valeur de l'Action dans les livres de BPCE ainsi que des Banques Populaires et Caisses d'Épargne
- Requêtes documentaires complémentaires
- Réunions et entretiens avec les membres du Comité Ad-Hoc, les représentants de BPCE, des Conseils et de l'Établissement Présentateur
- Réunions avec les responsables de chaque métier de Natixis
- Examen des rapports d'évaluation des Conseils et de l'Établissement Présentateur
- Analyse des Accords et Opérations Connexes et modélisation du Mécanisme de Liquidité
- Examen des observations formulées sur l'Offre par des Actionnaires Minoritaires
- Audition d'Actionnaires Minoritaires
- Rédaction du projet de Rapport
- Revue qualité

## ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE (suite)

### > Mars 2021

- Examen des observations formulées sur l'Offre par des Actionnaires Minoritaires
- Finalisation du projet de Rapport
- Levée des suspens
- Revue qualité
- Réception des lettres de représentation de la Direction et de l'Initiateur
- Examen du Projet de Note d'Information en Réponse
- Présentation du Rapport au Comité Ad Hoc puis au Conseil d'Administration du 15 mars 2021 avant le dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information en Réponse

## ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

### > Société

#### Natixis

- Laurent MIGNON Président du Conseil d'Administration
- Nicolas NAMIAS *CEO*
- Nathalie BRICKER *CFO*
- Jean RABY *CEO NIM<sup>293</sup>*
- Christophe LANNE *CT & TO Asset & Wealth Management NIM*
- Cyril MARIE *CFO NIM*
- Anne-Christine CHAMPION *Co-Head BGC*
- Mohamed KALLALA *Co-Head BGC*
- Francois CODET *CEO Assurance*
- Nathalie BROUTELE Directeur Général Assurance
- Pierre-Antoine VACHERON *CEO Paiements*
- Marjorie COZAS *CFO Paiements*

#### Comité Ad Hoc

- Catherine PARISET Présidente du comité Ad Hoc
- Anne LALOU Membre du comité Ad Hoc
- Bernard OPPETIT Membre du comité Ad Hoc
- Diane de SAINT VICTOR Membre du comité Ad Hoc
- Nicolas de TAVERNOST Membre du comité Ad Hoc
- Henri PROGLIO Censeur du Conseil d'Administration

### > Initiateur

#### BPCE

- Jean-François LEQUOY Directeur général, membre du Directoire, Finance et Stratégie
- Sylvain PETIT Directeur de la stratégie
- Pierre FOUCRY Directeur du pilotage de la performance
- Stéphanie CLAVIÉ Directrice des Comptabilités Groupe

---

<sup>293</sup> Natixis *Investment Managers*.

## ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE (suite)

### ➤ Commissaires aux comptes de BPCE

#### Deloitte

- Marjorie BLANC-LOURME Associée signataire

#### Mazars

- Charles de BOISRIOU Associé signataire
- Laurence KARAGULIAN Associée

#### PwC

- Emmanuel BENOIST Associé signataire
- Nicolas MONTILLOT Associé signataire

### ➤ Conseils juridiques

#### Bredin Prat

- Patrick DZIEWOLSKI *Partner*
- Barthélémy COURTEAULT *Partner*
- Jean-Benoît DEMARET *Associate*
- Apolline VANACKERE *Associate*

#### Simmons & Simmons

- Thierry GONTARD *Partner*
- Nicolas FOURNIER *Of Counsel*
- Antoine MELCHIOR *Associate*

#### Darrois Villey Maillot Brochier

- Bertrand CARDI *Partner*
- Laurent GAUTIER *Partner*

### ➤ Conseils financiers

#### Morgan Stanley

- Guillaume GABAIX *Head of FIG EMEA, Managing Director*
- Frédéric PROUST *Managing Director*
- Diane HOLLINGER *Executive Director*
- Thibault LHERITIER *Associate*
- Loic ESPITALIER-NOEL *Analyst*
- Hubert DESBONNETS *Analyst*

## ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE (suite)

### ➤ Conseils financiers (suite)

#### Lazard

- Charles-Henri FILIPPI *Managing Director, Co-chair of Investment Banking in France*
- Corso BAVAGNOLI *Managing Director*
- Raphaël ROCH-CHARDET *Director*
- Xavier FRANÇOIS *Associate*
- Guillaume CHEVILLARD *Analyst*

#### Rothschild

- Cyril de MONT-MARIN *Associé gérant*
- Anne-Catherine PHILIPPEAU *Managing Director*
- Tom LEMOINE *Assistant Director*
- Thomas GERMAIN *Associate*
- Jean RIMAILHO *Analyst*

### ➤ Établissement Présentateur

#### JP Morgan

- Joël CHAPELLIER *Managing Director*
- Pierre-Alexis SCHIEPAN *Executive Director*
- Damien GARDACH *Associate*

### ➤ Actionnaires Minoritaires

#### CIAM

- Vincent VALLDECABRES *Co-CIO – Head of Investment Research*

#### Actionnaire individuel

- Alain LE MEUR

## ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

### > Documentation relative à l'Offre

#### Informations juridiques

- Projet de Note d'Information
- Projet de Note d'Information en Réponse
- Mécanisme de Liquidité
- Contrats de Liquidité
- Propositions Mercer (8 février 2021)
- Présentation de l'Offre au Conseil d'Administration (janvier 2021)
- Présentation de l'Offre à l'AMF (janvier 2021)
- Procès-verbaux du Comité Ad Hoc
- Autorisations réglementaires requises pour l'Offre

#### Informations financières

- Rapports de valorisation des Conseils financiers
- Rapport de valorisation de l'Établissement Présentateur

### > Documentation relative à Natixis

#### Informations juridiques

- Kbis
- Statuts
- Procès-verbaux des Conseils d'Administration (2018 à 2021)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales (2018 à 2020)
- Répartition du capital et des droits de vote
- Organigramme
- Synthèse des conventions réglementées en vigueur
- Exigences prudentielles de capital fixées par la BCE
- Communiqués de presse
- Synthèse des principaux litiges en cours et des passifs éventuels

#### Informations comptables

- États financiers consolidés et annuels au 31 décembre 2020 (projet)
- Tests d'*impairment* au 31 décembre 2020
- Rapport financier semestriel (2020)
- Documents de référence/d'enregistrement universel (2006 à 2019)
- Présentation des résultats (2015 à 2020)
- Comptes rendus des comités d'audit (novembre et décembre 2020)
- Traitement comptable de Coface et de H2O au 31 décembre 2020

## ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

### Informations comptables (Natixis) (suite)

- Ventilation des déficits activés et non activés par entité au 31 décembre 2020 et calendrier de consommation des déficits
- Liste des biens immobiliers détenus par le Groupe

### Informations financières

- Plan Stratégique 2024, point d'étape (Cadrage Financier et Consensus 2021-2023), Conseil d'Administration (février 2021)
- Présentation globale du budget au Conseil d'Administration (2019 et 2020)
- Suivi de l'exécution budgétaire (2017 à 2020)
- *Amendment to the share purchase agreement* (31 août 2020) et *Share purchase agreement* (25 février 2020), portant sur la cession de 29,5% du capital de Coface
- *Transaction agreement* concernant la cession de la participation de 50,01% du capital de H2O (29 janvier 2021)
- Informations relatives à des transactions internes au Groupe
- Etudes des économistes de Natixis sur les hypothèses macro-économiques retenues dans le cadre de l'établissement du Plan Stratégique

## > Documentation relative à BPCE

### Informations juridiques

- Rapport de gestion au titre de l'exercice 2020
- Présentation des commissaires aux comptes au comité d'audit pour la clôture au 31 décembre 2020 concernant la participation dans Natixis
- Exigences prudentielles de capital fixées par la BCE
- Communiqués de presse

### Informations comptables

- États financiers consolidés et annuels au 31 décembre 2020
- Tests d'*impairment* au 31 décembre 2020 relatifs à Natixis
- Valeur de l'Action dans les livres de BPCE
- Valeur de l'Action dans les livres des Banques Populaires et Caisses d'Épargne
- Document d'enregistrement universel (2019)

### Informations financières

- Prévisions de résultat net part du groupe (2021 à 2024)

## ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

### ➤ Documentation sectorielle et financière

- AFG, « Statistiques mensuelles des OPC de droit français », novembre 2020
- AFGES, « Le coussin de fonds propres contra-cyclique sera de 0,25 à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2019 », [janvier 2019](#)
- AGEFI, « Les BFI européennes luttent contre l'érosion de leur rentabilité », [décembre 2020](#)
- AGEFI, « Les banques d'investissement européennes restent à la traîne », [septembre 2020](#)
- Argus de l'assurance « Classement 2019 des dix premiers acteurs de l'assurance-vie », [juillet 2020](#)
- Boston Consulting Group, « Global payments 2019 », [septembre 2019](#)
- Boston Consulting Group, « Global Asset Management 2020. Protect, Adapt and Innovate », [mai 2020](#)
- Boston Consulting Group, « Global payments 2020 », [octobre 2020](#)
- CNBC, « Job market ends 2019 with disappointing 145,000 growth in payrolls », [10 janvier 2020](#)
- Duff & Phelps, « *Valuation Handbook – International Guide to Cost of Capital* », 2019.
- EFAMA, « Asset Management in Europe », [novembre 2020](#)
- FFA, « Assurance vie : Collecte nette positive en décembre 2020 », [25 janvier 2021](#)
- FSB, « 2020, list of global systemically important banks (G-SIBs) », [2020](#)
- Institutional Investor, « Covid-19 Expected to Shrink Asset Management Industry by Almost \$2 Trillion », [août 2020](#)
- JP Morgan, « European Life Insurance », janvier 2021
- Le Figaro, « Coronavirus : suppression pour les banques du coussin de fonds propres « contra-cyclique », [mars 2020](#)
- Les Échos, « L'Observatoire des nouvelles mobilités », [mars 2019](#)
- Les Échos, « Le paiement, champion indétrônable de la fintech française », [décembre 2019](#)
- Les Échos, « Fintech : la croissance des levées de fonds marque le pas avec la crise », [décembre 2020](#)
- Les Échos, « La rentabilité des banques d'investissement pourrait être divisée par deux », [février 2021](#)
- Oliver Wyman, « Steering through the next cycle », [2020](#)
- ONU Info, « Le changement climatique, moteur du doublement des catastrophes naturelles au cours des 20 dernières années », [octobre 2020](#)
- PwC, « Lettre d'actualité réglementaire banque, 13<sup>ème</sup> édition, [janvier 2018](#)
- Revue banque, « BFI européennes : un retard qui n'est pas insurmontable », [janvier 2021](#)

## ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

### > Documentation sectorielle et financière (suite)

- Statista, « Quaterly consumer spending in the United States from 2017 to 2019 », [1<sup>er</sup> décembre 2020](#)
- Wix eCommerce, « 2020 : L'année du eCommerce », [décembre 2020](#)
- Xerfi, « Le marché bancaire en France », août 2020
- Xerfi, « Le marché bancaire face à la crise », février 2021
- Xerfi, « Les assureurs face à la crise », février 2021
- Notes d'analystes de Natixis et des Comparables Boursiers

### > Sites d'informations<sup>294</sup>

#### *Parties prenantes à l'Offre*

- Natixis, <https://www.natixis.com/natixis/fr/>
- BPCE, <https://groupebpce.com/>

#### *Comparables Boursiers<sup>295</sup>*

- ABN Amro, <https://www.abnamro.com/app#/en/investor-relations/overview>
- Banco Santander, <https://www.santander.com/en/shareholders-and-investors>
- BNP Paribas, <https://invest.bnpparibas.com/>
- Crédit Agricole, <https://www.credit-agricole.com/finance/finance>
- Deutsche Bank, [https://www.db.com/ir/index\\_en.htm](https://www.db.com/ir/index_en.htm)
- ING Groep, <https://www.ing.com/Investor-relations.htm>
- Intesa Sanpaolo, <https://group.intesasanpaolo.com/en/investor-relations>
- Société Générale, <https://investors.societegenerale.com/fr>
- UniCredit, <https://www.unicreditgroup.eu/en/investors.html>

#### *Autres sites*

- AMF, <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France, <https://www.banque-france.fr/>
- Euronext, <https://live.euronext.com/>
- Legifrance, <https://www.legifrance.gouv.fr/>
- PwC, [https://www.pwc.fr/fr/assets/files/pdf/2018/01/pwc\\_etude\\_primes\\_controle\\_ja\\_nv%202018.pdf](https://www.pwc.fr/fr/assets/files/pdf/2018/01/pwc_etude_primes_controle_ja_nv%202018.pdf)

---

<sup>294</sup> Liens Web au 15 mars 2021.

<sup>295</sup> En Approche Directe (évaluation globale du Groupe).

## ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

- **Bases de données**
  - Bloomberg
  - Mergermarket
  - S&P Capital IQ
  - Xerfi

## ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2014 à 2020) figurent en **Annexe 7**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

### > **Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Expert près la Cour d'Appel de Paris
- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Présidente de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)

### > **Sébastien SANCHO, Associé**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière », Université Paris IX – Dauphine, MSTCF Paris IX – Dauphine
- Certifié « Islamic Qualification »
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)

### > **Jonathan NILLY, Directeur de mission**

- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
- École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Grade de Master en Ingénierie
- Membre de la SFEV

### > **Thomas WOESTELANDT, Manager**

- Université Paris V-Descartes – Master Comptabilité, Contrôle, Audit (CCA)
- Membre de la SFEV

## ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

- **Marjory BRUCHON, CFA, Responsable de mission**
  - IAE Grenoble – Master Finance d'entreprise et des Marchés
  - Membre du CFA Society France
  - Membre de la SFEV
- **Maximilien TRISTANT, Responsable de mission**
  - European Business School – Master en Finance
  - Membre de la SFEV
- **Vincent GUEZENEC, Analyste**
  - EM Lyon – Master spécialisé en Ingénierie Financière
- **Inès MEFLAH, Analyste**
  - NEOMA Business School – Master en Finance d'entreprise
- **Tatiana VELANDIA ARDILA, Analyste**
  - IESEG School of Management – Master Grande Ecole, spécialisation Gestion d'Actifs
  - Universidad Externado de Colombia – Licence en Finance d'Entreprise et Affaires Internationales
- **Olivier CRETTE, Associé, Revue indépendante**

Olivier CRETTE n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 3-12 de l'instruction AMF n°[2006-08](#), et selon les principes exposés en **Annexe 12**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de la Commission Évaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

## ANNEXE 7 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE<sup>296</sup>

Année	Société	Établissement(s) présentateur(s)
2021	EPC Groupe	Natixis
2021	Selectirente	Natixis
2021	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2020	EasyVista	Natixis
2020	Lafuma	Société Générale
2020	Ingenico	BNP Paribas, Morgan Stanley, Natixis, Société Générale
2019	Terreïs (2)	Goldman Sachs Paris Inc. et Cie, Natixis
2019	Terreïs	Goldman Sachs Paris Inc. et Cie, Natixis
2019	MBWS	*
2019	Selectirente	Rothschild Martin Maurel
2019	Locindus	Natixis
2018	Baccarat	Société Générale
2018	Aufeminin (2)	Rothschild
2018	Direct Energie	Lazard Frères Banque, Société Générale CIB
2018	Altamir	CA-CIB
2018	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2018	Business & Decision	Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	A2micile	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paribas, Société Générale
2017	CGG	*
2017	Eurosic	Deutsche Bank, Natixis
2017	Etam Développement	Natixis, Rothschild
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	*
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	*
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild

\*: Restructuration financière / Augmentation de capital réservée

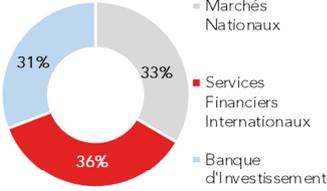
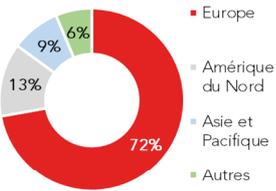
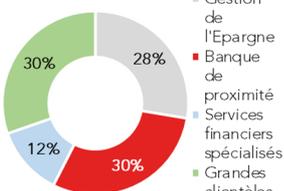
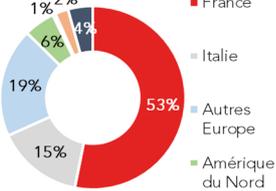
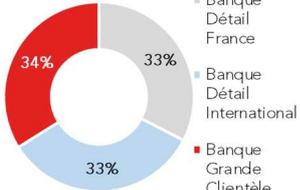
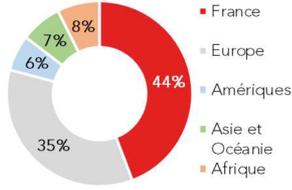
<sup>296</sup> Depuis 2014.

## ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS<sup>297</sup>

### > Groupe

#### ▪ Banques françaises

##### Descriptif de comparables Boursiers - Banques France

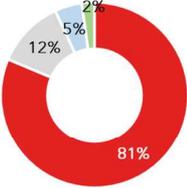
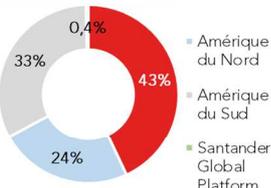
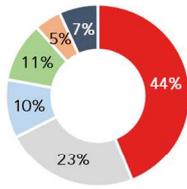
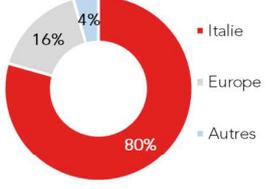
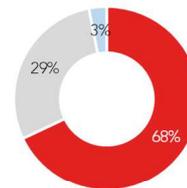
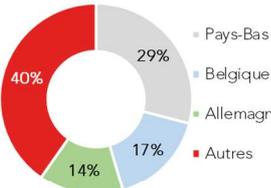
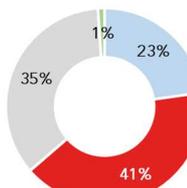
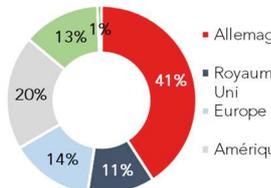
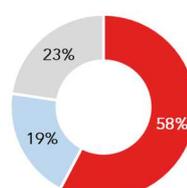
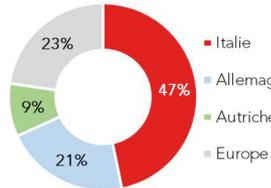
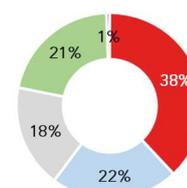
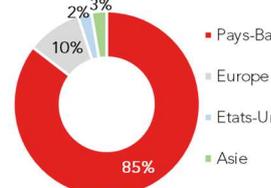
Société	Pays	Description	Cap. boursière (M€)	PNB (M€)	Répartition du PNB par activité	Répartition du PNB par région
BNP Paribas		Né en 2000 après la prise de contrôle de Paribas (première banque d'investissement française) par BNP, le Groupe fournit actuellement une large gamme de services bancaires et financiers majoritairement en Europe (72%). Il opère à travers de la banque de détail et de services, et de la banque des entreprises et des institutions.	52 479	39 588	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Marchés Nationaux</li> <li>Services Financiers Internationaux</li> <li>Banque d'Investissement</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Europe</li> <li>Amérique du Nord</li> <li>Asie et Pacifique</li> <li>Autres</li> </ul>
Crédit Agricole		Fondé en 1894, le Groupe Crédit Agricole se compose d'une quarantaine de banques régionales françaises et fournit des services de gestion d'actifs, de banque d'investissement, des marchés de capitaux et de l'assurance. Crédit Agricole exploite également Le Crédit Lyonnais (LCL), l'une des plus grandes banques de détail en France.	28 216	17 969	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Gestion de l'Épargne</li> <li>Banque de proximité</li> <li>Services financiers spécialisés</li> <li>Grandes clientèles</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>France</li> <li>Italie</li> <li>Autres Europe</li> <li>Amérique du Nord</li> </ul>
Société Générale		Fondée en 1864, Société Générale sert environ 29 M de clients dans plus de 60 pays et propose des services de banque de détail ainsi que de banque privée, de gestion d'actifs et des produits d'assurance. Elle génère environ 80 % de son chiffre d'affaires en Europe, dont 44% en France.	13 642	18 827	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Banque Détail France</li> <li>Banque Détail International</li> <li>Banque Grande Clientèle</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>France</li> <li>Europe</li> <li>Amériques</li> <li>Asie et Océanie</li> <li>Afrique</li> </ul>

<sup>297</sup> Source : S&P Capital IQ, Bloomberg et documents de présentation des Comparables Boursiers. Les capitalisations boursières sont exprimées au 26 février 2021 en moyenne 1 mois.

## ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS<sup>298</sup> (suite)

### ■ Banques Zone Euro hors banques françaises

#### Descriptif de comparables Boursiers - Banques Zone Euro (hors France)

Société	Pays	Cap. boursière (M€)	PNB (M€)	Répartition du PNB par activité	Répartition du PNB par région
Santander		43 915	31 840	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Banque de Détail</li> <li>Banque d'Investissement</li> <li>Gestion de Fortune</li> <li>Santander Global Platform</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Europe</li> <li>Amérique du Nord</li> <li>Amérique du Sud</li> <li>Santander Global Platform</li> </ul>
Intesa Sanpaolo		35 744	14 809	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Banca dei Territori</li> <li>Banque d'Investissement</li> <li>Banques internationales</li> <li>Banque Privée</li> <li>Gestion d'Actifs</li> <li>Assurance</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Italie</li> <li>Europe</li> <li>Autres</li> </ul>
ING Groep		29 485	14 962	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Banque de Détail</li> <li>Banque Grande Clientèle</li> <li>Banque d'Entreprise</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Pays-Bas</li> <li>Belgique</li> <li>Allemagne</li> <li>Autres</li> </ul>
Deutsche Bank		18 128	22 236	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Banque d'Affaires</li> <li>Banque d'Investissement</li> <li>Banque Privée</li> <li>Gestion d'Actifs</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Allemagne</li> <li>Royaume-Uni</li> <li>Europe</li> <li>Amériques</li> </ul>
UniCredit		17 339	10 778	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Banque Commerciale</li> <li>Europe Centrale et de l'Ouest</li> <li>Banque d'Investissement et Financement</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Italie</li> <li>Allemagne</li> <li>Autriche</li> <li>Europe</li> </ul>
ABN Amro		7 811	5 612	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Banque de Détail</li> <li>Banque Commerciale</li> <li>Banque Privée</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Pays-Bas</li> <li>Europe</li> <li>Etats-Unis</li> <li>Asie</li> </ul>

<sup>298</sup> Source : S&P Capital IQ, Bloomberg et documents de présentation des Comparables Boursiers. Les capitalisations boursières sont exprimées au 26 février 2021 en moyenne 1 mois.

## ANNEXE 9 : PERFORMANCE DES COMPARABLES BOURSIERS SOTP<sup>299</sup>

### ➤ Gestion d'actifs et de fortune

#### ▪ Sociétés européennes

##### Comparables Europe - Gestion d'actifs et de fortune

M€	Pays	Croissance chiffre d'affaires			RN/AUM 2020		
		2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Amundi	France	9,4%	4,9%	4,1%	0,07%	0,07%	0,07%
Schroders	Royaume-Uni	9,2%	4,8%	5,3%	0,11%	0,12%	0,13%
Standard Life Aberdeen	Royaume-Uni	3,3%	3,4%	3,9%	0,07%	0,08%	0,09%
DWS	Allemagne	5,5%	4,1%	6,0%	0,08%	0,09%	0,09%
Azimut	Italie	(1,0%)	(8,4%)	19,7%	0,61%	0,64%	0,76%
Ninety One	Royaume-Uni	(2,8%)	8,3%	5,9%	0,14%	0,16%	0,17%
Jupiter Fund	Royaume-Uni	(10,2%)	4,2%	4,8%	0,34%	0,36%	0,37%
Anima	Italie	(6,2%)	1,7%	1,2%	0,09%	0,09%	0,09%
<b>Médiane</b>		<b>1,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,1%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,11%</b>
<b>Moyenne</b>		<b>0,9%</b>	<b>2,9%</b>	<b>6,4%</b>	<b>0,19%</b>	<b>0,20%</b>	<b>0,22%</b>

Source: Bloomberg

#### ▪ Sociétés américaines

##### Comparables US - Gestion d'actifs et de fortune

M€	Pays	Croissance chiffre d'affaires			RN/AUM 2020		
		2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
BlackRock	Etats-Unis	12,7%	7,9%	7,4%	0,07%	0,07%	0,08%
T. Rowe Price	Etats-Unis	17,7%	4,3%	0,1%	0,19%	0,19%	0,20%
Franklin Resources	Etats-Unis	42,7%	(0,8%)	(6,0%)	0,10%	0,10%	0,10%
Invesco	Etats-Unis	10,4%	1,8%	(8,9%)	0,09%	0,09%	0,09%
Janus Henderson	Etats-Unis	10,5%	1,9%	(7,9%)	0,16%	0,17%	0,16%
Affiliated Managers	Etats-Unis	10,5%	1,4%	0,9%	0,10%	0,10%	0,10%
Artisan	Etats-Unis	30,8%	8,9%	(5,6%)	0,23%	0,25%	0,22%
AllianceBernstein	Etats-Unis	13,4%	6,4%	n.d	0,05%	0,05%	n.d
Federated Hermes	Etats-Unis	(2,9%)	2,7%	4,0%	0,05%	0,05%	0,05%
Virtus Capital	Etats-Unis	4,8%	14,1%	2,5%	0,19%	0,22%	0,22%
BrightSphere	Etats-Unis	(2,0%)	9,1%	3,0%	0,08%	0,09%	0,09%
Victory Capital	Etats-Unis	9,2%	2,7%	1,5%	0,22%	0,23%	0,23%
<b>Médiane</b>		<b>10,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,10%</b>	<b>0,10%</b>
<b>Moyenne</b>		<b>13,1%</b>	<b>5,0%</b>	<b>(0,8%)</b>	<b>0,13%</b>	<b>0,14%</b>	<b>0,14%</b>

Source: Bloomberg

<sup>299</sup> Source : Bloomberg.

## ANNEXE 9 : PERFORMANCE DES COMPARABLES BOURSIERS SOTP<sup>300</sup> (suite)

### > Banque de Grande Clientèle

#### Comparables - Banque Grande Clientèle

M€	Pays	Croissance chiffre d'affaires			ROE		
		2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
JP Morgan Chase	Etats-Unis	(10,4%)	3,0%	3,8%	12,6%	13,3%	15,5%
Morgan Stanley	Etats-Unis	(3,5%)	3,3%	1,7%	11,0%	11,7%	12,2%
Citi Group	Etats-Unis	(21,8%)	3,5%	2,7%	7,3%	8,4%	8,8%
HSBC Holding	Royaume-Uni	(26,8%)	3,0%	3,9%	4,4%	6,3%	7,3%
Goldman Sachs	Etats-Unis	(24,8%)	1,8%	2,0%	12,2%	12,3%	12,1%
BNP Paribas	France	(26,1%)	2,4%	3,2%	5,9%	6,5%	7,1%
UBS Group	Suisse	(20,8%)	3,4%	2,0%	8,0%	8,8%	9,3%
Crédit Agricole	France	(46,2%)	3,1%	2,7%	5,8%	6,3%	7,0%
Barclays	Royaume-Uni	(25,2%)	2,4%	2,3%	5,2%	6,4%	7,1%
Credit Suisse	Suisse	(27,9%)	3,2%	4,3%	7,7%	8,4%	9,3%
Deutsche Bank	Allemagne	(25,0%)	0,4%	0,9%	0,7%	3,9%	4,9%
Société Générale	France	(35,9%)	1,9%	2,6%	2,6%	4,2%	5,5%
Raymonds James	Etats-Unis	8,4%	5,1%	5,7%	14,5%	14,4%	18,2%
ABN Amro	Pays-Bas	(29,2%)	(1,2%)	0,1%	2,2%	5,1%	6,4%
Commerzbank	Allemagne	(4,7%)	0,8%	0,2%	(0,7%)	2,2%	4,0%
Jefferies	Etats-Unis	(12,0%)	(2,6%)	n.d	7,3%	6,4%	n.d
Stifel Financial Corp	Etats-Unis	(0,3%)	6,5%	4,3%	12,8%	12,6%	11,3%
<b>Médiane</b>		<b>(24,8%)</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,6%</b>	<b>7,3%</b>	<b>6,5%</b>	<b>8,0%</b>
<b>Moyenne</b>		<b>(19,5%)</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,7%</b>	<b>7,0%</b>	<b>8,1%</b>	<b>9,1%</b>

Source: Bloomberg

### > Assurance

#### Comparables - Assurance

M€	Pays	Croissance chiffre d'affaires			ROE		
		2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Allianz	Allemagne	27,3%	3,5%	3,7%	10,4%	10,4%	10,6%
Axa	France	5,7%	3,7%	0,8%	10,0%	10,4%	12,8%
Generali	Italie	2,2%	2,9%	3,5%	9,3%	9,6%	9,6%
Aviva	Royaume-Uni	(15,8%)	40,5%	2,6%	11,2%	11,4%	n.d
Swiss Life	Suisse	7,3%	3,5%	1,8%	7,8%	8,1%	8,4%
CNP Assurances	France	(19,1%)	4,5%	4,9%	7,7%	7,9%	8,3%
Ageas	Belgique	22,4%	3,4%	5,0%	7,9%	8,1%	8,5%
<b>Médiane</b>		<b>5,7%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,1%</b>
<b>Moyenne</b>		<b>4,3%</b>	<b>8,9%</b>	<b>3,2%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,7%</b>

Source: Bloomberg

<sup>300</sup> Source : Bloomberg.

## ANNEXE 9 : PERFORMANCE DES COMPARABLES BOURSIERS SOTP<sup>301</sup> (suite)

### > Paiements<sup>302</sup>

#### Comparables - Paiements

M€	Pays	Croissance chiffre d'affaires			Marge d'EBITDA		
		2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Visa	Etats-Unis	6,4%	18,1%	13,3%	68,9%	71,4%	72,1%
Mastercard	Etats-Unis	18,0%	17,9%	18,9%	59,7%	62,9%	62,0%
Fidelity National	Etats-Unis	8,7%	9,5%	9,1%	44,6%	46,2%	47,9%
Fiserv	Etats-Unis	3,2%	7,3%	5,6%	42,2%	43,2%	43,1%
Global Payments	Etats-Unis	2,4%	9,6%	7,8%	47,4%	48,7%	49,4%
Worldline	France	9,3%	(0,4%)	14,9%	22,8%	27,3%	28,7%
Nexi	Italie	7,4%	20,1%	(10,0%)	57,6%	58,0%	65,4%
Evo Payments	Etats-Unis	11,2%	11,8%	10,1%	35,8%	37,0%	37,2%
<b>Médiane</b>		<b>7,4%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,1%</b>	<b>47,4%</b>	<b>48,7%</b>	<b>49,4%</b>
<b>Moyenne</b>		<b>7,9%</b>	<b>11,7%</b>	<b>8,5%</b>	<b>49,0%</b>	<b>51,1%</b>	<b>52,7%</b>

Source: Bloomberg

<sup>301</sup> Source : Bloomberg.

<sup>302</sup> Le chiffre d'affaires 2020 de la société Worldline tient compte de la contribution d'Ingenico.

## ANNEXE 10 : PRÉSENTATION DES TRANSACTIONS COMPARABLES<sup>303</sup>

### > Groupe

#### Transactions - Groupe

Date	Cible	Description	Pays	Acquéreur	% acquis	xP/E	xP/BV
17-févr.-20	UBI Banca	Activité bancaire	Italie	Intesa Sanpaolo	99,9%	16,8 x	0,4 x
21-déc.-18	Nordea AB	Activité bancaire	Suède	Cevian Capital	2,3%	9,9 x	0,9 x
10-avr.-18	Raiffeisen Bank Polska	Activité bancaire	Pologne	BNP Paribas Bank Polska	100,0%	n.a.	0,7 x
<b>Moyenne</b>						<b>13,4 x</b>	<b>0,7 x</b>
<b>Médiane</b>						<b>13,4 x</b>	<b>0,7 x</b>

Source : Merger Market

### > Gestion d'actifs et de fortune

#### Transactions - Gestion d'actifs et de fortune

Date	Cible	Description	Pays	Acquéreur	% acquis	P/E
19-sept.-19	Smith & Williamson	Gestion de fortune, gestion d'actifs	Royaume-Uni	Tilney Group	100%	11,7 x
4-sept.-19	Miton Group	Gestion d'actifs	Royaume-Uni	Premier Miton Group	100%	9,1 x
12-juil.-18	Lothbury	Gestion d'actifs	Royaume-Uni	Nomura Real Estate	75%	12,7 x
24-mai-18	Notenstein La Roche	Gestion de fortune, gestion d'actifs	Suisse	Vontobel Holding	100%	21,7 x
13-avr.-18	Hermes Fund Managers	Gestion d'actifs	Etats-Unis	Federated Hermes	60%	29,3 x
<b>Moyenne</b>						<b>16,9 x</b>
<b>Médiane</b>						<b>12,7 x</b>

Source : Mergermarket

### > Banque de Grande Clientèle

#### Transactions - Banque de Grande Clientèle

Date	Cible	Description	Pays	Acquéreur	% acquis	P/E
23-déc.-19	Norddeutsche Landesbank	Banque d'investissement	Allemagne	State of Saxony-Anhalt	100%	n.a.
31-juil.-18	Goodbody Stockbrokers	BFI et gestion d'actifs	Irlande	Bank of China	100%	4,2 x
29-juin-18	Rothschild & Co	BFI et Private Equity	France	Rothschild & Co	6%	9,8 x
<b>Moyenne</b>						<b>7,0 x</b>
<b>Médiane</b>						<b>7,0 x</b>

Source : Mergermarket

### > Assurance

#### Transactions - Assurance

Date	Cible	Description	Pays	Acquéreur	% acquis	P/E
20-déc.-19	RBM Assicurazione Salute	Assurance santé	Italie	Intesa Sanpaolo	50%	14,6 x
16-mai-18	Vittoria Assicurazioni	Assurance vie et non vie	Italie	Acutis family	41%	10,3 x
29-mars-18	Arca Vita Spa	Assurance généraliste	Italie	UnipolSai Assicurazioni	63%	11,0 x
<b>Moyenne</b>						<b>11,9 x</b>
<b>Médiane</b>						<b>11,0 x</b>

Source : Mergermarket

### > Paiements

#### Transactions - Paiements

Date	Cible	Description	Pays	Acquéreur	% acquis	P/E
3-févr.-20	Ingenico Group	Services et terminaux de paiement	France	Worldline	100%	27,1 x
19-déc.-19	Intesa Sanpaolo	Traitement des paiements	Italie	Nexi	100%	15,0 x
22-mai-19	SafeCharge	Services de paiements	Royaume-Uni	Nuvei	100%	28,2 x
18-avr.-19	Payzone Ireland	Services de paiements	Irlande	AIB / First Data Corporation	96%	7,7 x
<b>Moyenne</b>						<b>19,5 x</b>
<b>Médiane</b>						<b>21,1 x</b>

Source : Mergermarket

<sup>303</sup> Source : Mergermarket et S&P Capital IQ.

## ANNEXE 11 : ÉVOLUTIONS RÉCENTES DE LA RÉGLEMENTATION BANCAIRE

### Calendrier d'application des réformes "Bâle 4"

Réformes	Date	Description
Approche standard du risque de crédit	2023	Amélioration de la sensibilité au risque de l'approche existante
Approche fondée sur les notations internes pour le risque de crédit	2023	Limitation de l'utilisation de certains modèles internes, en particulier pour les portefeuilles à faible risque de défaut
Révision de la CVA	2023	Révision du mode de calcul
Révision du risque opérationnel	2023	Révision du mode de calcul
Révision du risque de marché	2023	Révision du mode de calcul
Révision du ratio de levier	2018	Définition existante des expositions
	2023	Définition révisée des expositions et coussin supplémentaire pour les G-SIBs lié au ratio de levier
Plancher de capital ( <i>output floor</i> )	2023 : 50% 2024 : 55% 2025 : 60% 2026 : 65% 2027 : 70% 2028 : 72,5%	Garantit la supériorité des RWA issus des modèles internes des banques à 72,5% des RWA tels que calculés selon l'approche standard

Sources : PwC, Ledouble

## ANNEXE 12 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITÉ

L'article 3-12 de l'instruction AMF n°[2006-08](#) prévoit que le rapport d'expertise comporte « *une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie* ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport, ainsi que des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- est intervenu pour :
  - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans la lettre de mission de la Société en **Annexe 1** ;
  - procéder à l'examen des points de saisine de Ledouble ;
  - s'assurer, dans le contexte de la Mission, de la prise en compte des dispositions du règlement général de l'AMF, de l'instruction AMF n°2006-07, de l'instruction AMF n°2006-08 et de la recommandation AMF n°2006-15 ;
  - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
  - s'informer de la nature de la documentation exploitée au cours de la Mission ;
  - questionner les signataires du Rapport sur les hypothèses et paramètres structurant l'évaluation de l'Action, leur appréciation de l'incidence des Accords et Opérations Connexes, ainsi que la synthèse de leurs échanges avec les interlocuteurs de Ledouble en **Annexe 4** ;
  - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'évaluation de l'Action ;
  - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires, par la formalisation de « questions-réponses » ;
  - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et en conclusion l'Attestation d'Équité.



## NATIXIS

### OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE SUIVIE LE CAS ÉCHÉANT D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE ADDENDUM À L'ATTESTATION D'ÉQUITÉ EN DATE DU 15 MARS 2021

Le présent addendum à notre rapport d'expertise indépendante en date du 15 mars 2021 (le « **Rapport** ») est motivé par la modification des conditions financières de l'Offre.

Initialement de 4,00 € par Action dividende attaché, le Prix de l'Offre est désormais fixé à 4,00 € par Action dividende<sup>1</sup> détaché.

Le versement par Natixis du dividende en amont de l'Offre vient majorer marginalement les primes induites par le Prix de l'Offre présentées au § 4.8 du Rapport.

Dès lors, nous réitérons, ci-après, l'attestation d'équité en conclusion du Rapport :

« À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action :

- nous sommes en mesure de conclure que le Prix de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre, et dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire ;
- nous n'avons pas identifié, dans les Accords et Opérations Connexes, de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de Natixis dont les titres sont visés par l'Offre. »

Paris, le 14 avril 2021

LEDOUBLE SAS

Sébastien SANCHO

Associé

Agnès PINIOT

Présidente, Associée

---

<sup>1</sup> Le calendrier de l'Offre prévoit un détachement du dividende de 0,06 € proposé au vote des actionnaires de Natixis lors de la prochaine assemblée générale du 28 mai 2021, avant l'ouverture de l'Offre.



**8. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ**

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du RGAMF, elles seront disponibles sur le site internet de Natixis ([www.natixis.com](http://www.natixis.com)) et de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de Natixis, 30, avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**9. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE**

*« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données figurant dans la note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »*

**Nicolas Namias** – Directeur général de Natixis

Le 15 avril 2021

---