

Commission des participations et des transferts

Avis n° 98 - A. - 2

du 8 septembre 1998

La Commission,

Vu la lettre en date du 7 août 1998 par laquelle le ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission, en application de l'article 2 de la loi n° 93-923 du 19 juillet 1993 et de l'article 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, en vue de la mise en oeuvre de l'opération de cession de la participation minoritaire détenue par l'Etat au capital de CNP Assurances SA ;

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, relative aux modalités des privatisations ;

Vu le décret n° 93-1041 du 3 septembre 1993 modifié pris pour l'application de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 ;

Vu le décret n° 98-619 du 20 juillet 1998 pris pour l'application de la loi n° 93-923 du 19 juillet 1993 de privatisation ;

Vu l'avis relatif au projet d'entrée de plusieurs sociétés au capital de CNP Assurances SA publié au Journal officiel du 5 septembre 1998 ;

Vu le dossier adressé à la Commission le 27 août 1998 par la direction du Trésor comprenant notamment, 1°/ une première note établie par cette direction présentant les caractéristiques de l'opération envisagée; 2°/ une deuxième note présentant les accords de coopération industriels et commerciaux conclus entre la CNP et plusieurs « investisseurs partenaires », 3°/ le texte de ces accords de coopération ;

Vu les rapports d'évaluation produits par ABN Amro Rothschild, conseil de l'Etat, et Warburg Dillon Read, conseil de l'entreprise, transmis à la Commission le 31 août 1998 ;

Vu la note de la direction du Trésor en date du 28 août 1998, adressée à la Commission le 1er septembre 1998, présentant les travaux d'évaluation menés par les banques conseils de l'Etat et de l'entreprise et formulant une recommandation pour la détermination du prix minimum de cession des actions de la CNP ;

Vu les éléments complémentaires transmis à la Commission sur sa demande notamment, 1°/ un dossier établi par la direction du Trésor le 2 septembre 1998, comprenant un exemplaire des conventions au titre des relations entre la CNP et le groupe CDC, Ecureuil-Vie et le groupe CDC, la CNP et la Poste, la CNP et le Trésor public, ainsi qu'un pacte d'actionnaires entre les trois principaux actionnaires, 2°/ un rapport d'expertise de Dresdner Kleinwort Benson établi pour le compte de la CNP, comportant une évaluation de la CNP, 3°/ des éléments apportés par la CNP le 4 septembre 1998 concernant les projections d'activité, de résultat et de fonds propres de la CNP, 4°/ une note établie par Rothschild et Cie sur l'effet dilutif de l'augmentation de capital ;

.../...

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 3 septembre 1998, successivement, 1° la CNP Assurances SA, représentée par MM. Gilles BENOIST, président du directoire, Jean-Paul MARCHETTI, directeur financier, membre du directoire et Olivier MAREUSE, directeur du contrôle de gestion et de la stratégie, assistée de Warburg Dillon Read, représentée par MM. Antoine LE SOURD, executive director et Louis-David MAGNIEN ; 2° la direction du Trésor représentée par MM. Michel LAFFITTE, sous-directeur, Christophe MARCHAND, chef de bureau et Jean-Luc MOULLET, assistée de ABN Amro Rothschild, représentée par MM. Philippe GUILHEM-DUCLEON, membre du Directoire d'ABN Amro Corporate Finance France, Marc-Olivier LAURENT, associé gérant de Rothschild et Cie, Thierry LEVENQ, et Emmanuel ROTH ;

- le 4 septembre 1998, successivement, 1° le Groupe Caisse d'Epargne, représenté par M. Jean-Jacques DELAPORTE, membre du directoire du CENCEP, 2° AGRR Prévoyance, représentée par M. Jean-Louis de MOURGUES, délégué général, 3° la Compagnie suisse de réassurances, représentée par M. Michel LIES, directeur de la division Europe et Amérique Latine, 4° pour les mutuelles et organismes mutualistes de la fonction publique, la Mutuelle générale de l'éducation nationale, représentée par MM. Jean-Baptiste LE CORRE, trésorier général et la Mutuelle de l'INSEE, représentée par M. Francis CURIE, président, administrateur de PREVIMUT ;

- le 8 septembre 1998, successivement, 1° la Caisse des dépôts et consignations, représentée par MM. Daniel LEBEGUE, directeur général, Pierre SERVANT, directeur de la stratégie, et Bernard MIGUS, responsable du service des actions et président du directoire de CDC Bourse, 2° la Poste, représentée par MM. Jacques LENORMAND, directeur des clientèles financières et du réseau grand public et Michel REVEST, responsable du pôle assurance, 3° la direction du Trésor, représentée par MM. Michel LAFFITTE, sous-directeur, Christophe MARCHAND, chef de bureau et Jean-Luc MOULLET, assistée de ABN Amro Rothschild, représentée par M. Marc-Olivier LAURENT, associé gérant de Rothschild et Cie ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I - CNP Assurances SA (la CNP) est le quatrième groupe d'assurance européen, derrière AXA-UAP, ALLIANZ-AGF et GENERALI, et le premier assureur de personnes en France. Cette forte position sur le marché français de l'assurance vie résulte d'une offre de produits complète, de l'appui de réseaux de distribution puissants et s'accompagne de bonnes performances en termes d'activité, de croissance et de résultats.

.../...

La part de marché de la CNP dans le secteur de l'assurance vie est passée de 9 % en 1987 à 22 % au printemps 1998. Le chiffre d'affaires a triplé en 10 ans pour atteindre près de 111 milliards de francs au 31 décembre 1997. Les produits d'épargne procurent 78 % du chiffre d'affaires, les assurances en couverture de prêts 8 %, les produits d'assurance retraite et prévoyance 7 % chacun. En 1997, la compagnie disposait d'un portefeuille supérieur à 530 milliards de francs, associé à une gestion actifs-passifs prudente, et a dégagé un bénéfice net consolidé d'1,6 milliard de francs.

La CNP commercialise ses produits à travers les réseaux très importants de ses principaux partenaires, la Poste, les Caisses d'Épargne et le Trésor public (soit 27 000 points de vente), avec lesquels elle a conclu des accords de coopération et de partenariat à moyen et long terme. Ces accords prévoient que la Poste et les Caisses d'Épargne doivent augmenter leur participation au capital de la CNP.

Les analyses dont a disposé la Commission concourent à mettre en évidence qu'en contrepoint de ses atouts et des performances qu'illustre la bonne rentabilité des derniers exercices, la CNP devra, dans les prochaines années, faire face à certains enjeux: une présence à l'étranger qui reste marginale, un réseau de distribution dont elle n'a pas la propriété, la nécessité de renforcer ses fonds propres qui conditionnent son développement, l'amélioration de sa productivité, ainsi que son adaptation aux évolutions du marché de l'assurance vie.

Le capital social de la CNP est aujourd'hui ainsi réparti : Etat 42,5 %, Caisse des dépôts et consignations 30 %, la Poste 17,5 %, le groupe Caisse d'épargne 10 %. La cession de la participation de l'Etat, qui sera réduite à 1 %, fera l'objet d'une nouvelle répartition entre les principaux actionnaires actuels, d'autres partenaires privés et le public.

II - Dans l'exercice de la mission d'évaluation de la valeur au-dessous de laquelle la CNP ne saurait être légalement cédée, la Commission a procédé, conformément aux prescriptions du législateur, à une analyse "multicritère", examinant les évaluations conduites par les experts selon des méthodes objectives couramment pratiquées, et tenant compte, selon une pondération appropriée, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence des filiales et des perspectives d'avenir.

Les travaux d'évaluation adaptés au cas d'une société d'assurance, remis par les banques conseils de l'Etat et de l'entreprise, ont été établis à partir des méthodes de calcul de la valorisation intrinsèque, fondée notamment sur l'actif net réévalué et l'analyse des contrats en portefeuille, de l'actualisation des flux futurs de dividendes à partir de projections d'hypothèses d'activité et de résultats, ainsi que d'une analyse des multiples des sociétés cotées présentant des caractéristiques comparables sur la base d'un échantillon d'entreprises et de multiples pertinents.

.../...

III - Dans l'application pondérée de ces diverses méthodes, la Commission a tenu compte à la fois des éléments d'appréciation et des considérations qui précèdent, mais aussi des particularités que présente l'introduction sur le marché de la CNP, à savoir :

- la structure même de l'opération envisagée, à l'issue de laquelle le secteur public conservera 61 % du capital, tandis que le flottant des titres sera limité à environ 20 %,

- la concomitance d'une augmentation de capital d'1,5 milliard de francs destinée à renforcer des fonds propres durs du groupe, avec l'effet dilutif qui en est attendu sur la valeur de l'action,

- la récente volatilité des marchés financiers qui succède à la forte hausse qu'ont connue les valeurs boursières européennes, en particulier dans le secteur de l'assurance vie,

- l'ensemble des atouts et des performances de la CNP mentionnés ci-dessus, de nature à lui assurer à moyen terme un solide développement.

Au vu des considérations qui précèdent, la Commission statuant dans le bref délai qui lui a été imparti, estime que la valeur de la CNP, après l'application d'une décote d'introduction en bourse adaptée au cas d'espèce, ne saurait être inférieure à 18,5 milliards de francs pour les 126 880 000 actions composant le capital social avant l'augmentation de capital projetée.

Adopté dans la séance du 8 septembre 1998 où siégeaient MM. François LAGRANGE, président, André BLANC, Daniel DEGUEN, Robert DRAPE, Jean-Daniel LE FRANC, Jacques MAIRE et Jean SERISE, membres de la Commission.

Le président,

F. LAGRANGE

