

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2020 - A. - 1 du 5 février 2020

relatif à l'augmentation de capital de La Poste souscrite par l'Etat et la Caisse des dépôts et consignations par apport de leurs participations dans CNP Assurances

La Commission,

Vu la lettre en date du 23 mai 2019 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission en vue de recueillir son avis sur la conformité avec les intérêts patrimoniaux de l'Etat des modalités de l'augmentation de capital de La Poste souscrite par l'Etat et la Caisse des dépôts et consignations (CDC) par apport de leurs participations dans CNP Assurances ;

Vu la lettre en date du 26 décembre 2019 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission afin qu'elle puisse réitérer son avis n° 2019-A.-1 du 13 juin 2019 ;

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, en particulier ses articles 26 III, 27 et 29, et le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de ladite ordonnance ;

Vu la loi n° 90-568 du 2 juillet 1990 relative à l'organisation du service public de la poste et à France Télécom, modifiée en particulier par la loi n° 2010-123 du 9 février 2010 relative à l'entreprise publique La Poste et aux activités postales et par l'article 168 de la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises ;

Vu la loi n° 2005-516 du 20 mai 2005 relative à la régulation des activités postales;

Vu le code des postes et des télécommunications électroniques ;

Vu le décret n° 2010-191 du 26 février 2010 fixant les statuts initiaux de La Poste et portant diverses dispositions relatives à La Poste ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts n°2010-A.-2 du 4 novembre 2010 relatif à l'entrée de la Caisse des Dépôts et Consignations au capital de La Poste et n°2019-A.-1 du 13 juin 2019 relatif à l'augmentation de capital de La Poste souscrite par l'Etat et la Caisse des dépôts et consignations par apport de leurs participations dans CNP Assurances ;

Vu les documents rendus publics depuis juin 2019 par La Poste et en particulier :
- communiqué de presse relatif aux résultats du premier semestre 2019 du groupe La Poste (31 juillet 2019) ;
- rapport financier semestriel 2019 ;

- présentation aux investisseurs « Le Groupe La Poste » de septembre 2019 ;

Vu les documents rendus publics depuis juin 2019 par CNP Assurances et en particulier :

- communiqué de presse relatif à l'actionnariat de CNP assurances (26 juillet 2019) ;
- communiqué de presse relatif aux résultats semestriels 2019 (29 juillet 2019) ;
- présentation aux investisseurs des résultats semestriels 2019 (juillet 2019) ;
- rapport financier semestriel 2019 (rendu public le 2 septembre 2019) ;
- communiqué de presse relatif aux indicateurs de résultat au 30 septembre 2019 (15 novembre 2019) ;
- présentation aux investisseurs de novembre 2019 ;
- communiqué de presse relatif aux accords de partenariat entre CNP Assurances et le groupe BPCE (19 décembre 2019) ;

Vu le protocole d'accord entre la République française, la Caisse des dépôts et consignations, La Poste et La Banque Postale en date du 31 juillet 2019 ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat transmise à la Commission le 30 janvier 2020 ;

Vu le projet d'arrêté transmis le 30 janvier 2020 à la Commission par l'Agence des participations de l'Etat ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 29 janvier 2020 le ministre chargé de l'économie représenté par M. Martin VIAL, commissaire aux participations de l'Etat, directeur général de l'Agence des participations de l'Etat (APE), et Mme Hélène DANTOINE, directrice générale adjointe ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

Par lettre en date du 23 mai 2019, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 III de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue de recueillir son avis sur la conformité avec les intérêts patrimoniaux de l'Etat des modalités de l'augmentation de capital de La Poste souscrite par l'Etat et la Caisse des dépôts et consignations (CDC) par apport de leurs participations dans CNP Assurances.

La Commission a émis le 13 juin 2019 l'avis n°2019-A.-1 en réponse à cette saisine. En conclusion elle estimait que « que les conditions d'ensemble de l'opération qui lui a été présentée constituent un accord équilibré qui préserve les intérêts patrimoniaux de l'Etat ».

Les parties concernées par l'opération ont signé le 31 juillet 2019 le protocole d'accord susvisé qui a été présenté à la Commission. Les pactes en cours entre BCPE, La Banque Postale, la CDC et l'Etat ont été dénoncés fin juin 2019 comme prévu, ce qui a conduit à leur caducité à compter du 1er janvier 2020.

La réalisation de l'opération nécessitait de recueillir les autorisations préalables d'autorités compétentes de différents pays en particulier dans les domaines de la concurrence et de la régulation prudentielle. La quasi-totalité de ces autorisations a désormais été recueillie, ce qui permet de prévoir une finalisation prochaine de l'opération.

L'obtention des autorisations préalables susmentionnées, ainsi que la finalisation des autres actes nécessaires à l'opération, ne pouvaient permettre de prendre l'arrêté d'autorisation d'apport de titres de CNP Assurances et de cession de titres de La Poste par l'Etat dans le délai de trente jours à compter de l'avis de la Commission, délai établi par l'art. 29, troisième alinéa, de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée.

En conséquence, le ministre chargé de l'économie a saisi à nouveau la Commission par la lettre du 26 décembre 2019 afin qu'elle puisse réitérer son avis du 13 juin 2019.

La Commission a procédé à un nouvel examen de son évaluation. Elle a également vérifié que les conditions de l'opération sont identiques à celles sur lesquelles elle a rendu son avis du 13 juin 2019.

a-Evaluation :

Dans son avis du 13 juin 2019, la Commission a estimé justifiées une valeur de La Poste de 7 milliards d'euros et une valeur de 13,73 milliards de CNP assurances,

La Commission a examiné les informations récentes sur les deux entreprises, notamment au regard de leurs comptes semestriels 2019, et sur l'évolution du contexte économique et financier de leurs activités.

S'agissant de La Poste, elle constate que les comptes du premier semestre 2019, au-delà d'une légère progression du chiffre d'affaires par rapport au premier semestre 2018 (+0,9% à périmètre et change constants), sont caractérisés par la forte dégradation des soldes de gestion : -34,7% du résultat d'exploitation et -26,4% du résultat net part du groupe. La génération de cash-flow disponible diminue de 47%. Ces résultats, comme le note le groupe, sont marqués par l'impact des taux bas très fort sur l'activité bancaire et par la poursuite de la baisse des volumes du courrier. Ils s'inscrivent dans la trajectoire économique et financière anticipée du groupe. La forte baisse des soldes de gestion est aussi due à l'intégration dans les résultats du premier semestre 2018 de la plus-value de cession de l'immeuble La Boétie.

S'agissant de CNP Assurances, la Commission constate une progression du chiffre d'affaires de 4,6 % (à périmètre et change constants), un résultat brut d'exploitation de en hausse de 6,2 % et un résultat net part du groupe en hausse de 3,3 %. La génération de cash-flow augmente de 4,6%. Le groupe observe toutefois que le taux de marge sur affaires nouvelles est impacté par la baisse des taux en Europe. Les indicateurs de résultat au 30 septembre 2019 s'inscrivent dans la même ligne. Dans un contexte peu favorable au secteur, et malgré ses résultats, CNP Assurances a connu depuis juin dernier un recul significatif de son cours de bourse qui est passé de 19,8 € à 16,7 €.

La Commission estime que ces informations financières, qui ne concernent au demeurant qu'un semestre d'activité, s'inscrivent dans les plans financiers prévisionnels des deux groupes qui ont servi de base à ses évaluations en juin 2019 et qu'en conséquence, ces évaluations demeurent valables comme base de l'opération. L'évolution du cours de bourse de CNP assurances, qui pouvait comprendre un élément spéculatif, n'est pas en l'espèce de nature à remettre en cause l'appréciation de la valeur intrinsèque de l'entreprise.

b-Conditions de l'opération :

La Commission constate que les conditions de l'opération, formalisées dans le protocole d'accord du 31 juillet 2020, sont identiques à celles sur lesquelles elle a rendu son avis du 13 juin 2019.

c-Durée de validité de l'avis :

En fonction des informations qui lui ont été communiquées sur le processus d'obtention des autorisations des autorités étrangères encore attendues, la Commission estime qu'une durée de validité de 90 jours du présent avis est appropriée.

Sur ces bases, la Commission :

- est d'avis que les valeurs La Poste et de CNP assurances, énoncées dans son avis du 13 juin 2019 restent valables comme valeurs de référence de l'opération,
- confirme son avis que les conditions d'ensemble de l'opération qui lui a été présentée constituent un accord équilibré qui préserve les intérêts patrimoniaux de l'Etat,
- confirme, en tant que de besoin, l'ensemble des conclusions de l'avis du 13 juin 2019 susvisé dont le texte est joint au présent avis en annexe 1,
- émet un avis favorable au projet d'arrêté qui lui a été soumis et dont le texte est joint au présent avis en annexe 2,
- fixe à 90 jours la validité de son avis en application de l'art. 29, troisième alinéa, de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée.

Adopté dans la séance du 5 février 2020 où siégeaient M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, Mme Paquita MORELLET-STEINER, Mme Anne PERROT et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER

annexe 1**Commission des participations et des transferts****Avis n° 2019 - A. - 1 du 13 juin 2019****relatif à l'augmentation de capital de La Poste souscrite par l'Etat et la Caisse des dépôts et consignations par apport de leurs participations dans CNP Assurances**

La Commission,

Vu la lettre en date du 23 mai 2019 par laquelle le Ministre chargé de l'économie a saisi la Commission en vue de recueillir son avis sur la conformité avec les intérêts patrimoniaux de l'Etat des modalités de l'augmentation de capital de La Poste souscrite par l'Etat et la Caisse des dépôts et consignations (CDC) par apport de leurs participations dans CNP Assurances ;

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 modifiée relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, en particulier ses articles 26 III, 27 et 29, et le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de ladite ordonnance ;

Vu la loi n° 90-568 du 2 juillet 1990 relative à l'organisation du service public de la poste et à France Télécom, modifiée en particulier par la loi n° 2010-123 du 9 février 2010 relative à l'entreprise publique La Poste et aux activités postales et par l'article 168 de la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises ;

Vu la loi n° 2005-516 du 20 mai 2005 modifiée relative à la régulation des activités postales ;

Vu le code des postes et des télécommunications électroniques ;

Vu le décret n° 2010-191 du 26 février 2010 modifié fixant les statuts initiaux de La Poste et portant diverses dispositions relatives à La Poste ;

Vu l'avis de la Commission des participations et des transferts n°2010-A.- 2 du 4 novembre 2010 relatif à l'entrée de la Caisse des Dépôts et Consignations au capital de La Poste ;

Vu les documents d'information financière publiés par le groupe La Poste et en particulier :
- le communiqué de presse commun du 31 août 2018 de la CDC, La Poste et La Banque Postale relatif au projet de création d'un grand pôle financier public au service des territoires autour de la Caisse des Dépôts (CDC) et de La Poste ;

- le communiqué de presse du 21 février 2019 sur les résultats de l'exercice 2018 du groupe La Poste ;
- le communiqué de presse du 26 février 2019 sur les résultats et l'activité de l'exercice 2018 du groupe La Banque Postale ;
- le document de référence 2018 du groupe La Poste déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 15 mars 2019 sous le numéro D.19-0156 ;
- le communiqué de presse du 28 mai 2019 relatif à l'augmentation des capitaux propres de La Banque Postale de 800 millions d'euros suite à la conversion en actions des obligations AT1 émises en 2013 et intégralement détenues par La Poste ;
- le communiqué de presse commun du 4 juin 2019 de BPCE, Natixis et La Banque Postale sur le principe d'un partenariat industriel élargi ;

Vu le document de référence 2018 de CNP assurances déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 28 mars 2019 sous le numéro D.19-0214 ;

Vu le document de présentation de l'opération transmis par l'Agence des Participations de l'Etat (APE) le 19 mai 2019 ;

Vu le dossier transmis le 26 mai 2019 par l'APE à la Commission et comprenant une note de ladite Agence, le rapport pour la Commission de Société générale, banque conseil de l'Etat et une note intitulée « Gouvernance » ;

Vu le rapport adressé à la Commission le 28 mai 2019 par Lazard et Perella Weinberg Partners, banques conseils de la CDC ;

Vu la note remise par la CDC à la Commission en séance le 28 mai 2019 ;

Vu le Protocole entre la République française, la Caisse des dépôts et consignations, La Poste et La Banque Postale en date du 11 juin 2019 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 20 mai 2019 :

- le Ministre chargé de l'économie représenté par M. Charles SARRAZIN, directeur de participations à l'Agence des participations de l'Etat (APE) et Mme Nathalie DIERYCKXVISSCHERS ;

- le 22 mai 2019 :

- le groupe La Poste représenté par MM. Philippe WAHL, président de La Poste, Rémy WEBER, président du directoire de La Banque Postale et Yves BRASSARD, directeur général adjoint ;

- le 28 mai 2019 successivement :

1/ la Caisse des dépôts et consignations (CDC) représentée par MM. Eric LOMBARD, directeur général, Olivier SICHEL, Loïc BONHOURE et Rémi FOURNIAL, assistée de ses banques conseils, Lazard représenté par MM. Jean-Louis GIRODOLLE, associé gérant, et Nicolas-David KERSEN, Perella Weinberg Partners représenté par M. David AZEMA, associé, et Mme Céline ANTHOINE ;

2/ le Ministre chargé de l'économie représenté par M. Charles SARRAZIN, directeur de participations à l'Agence des Participations de l'Etat (APE), M. Schwan BADIROU-GAFARI et Mme Stéphanie PETARD, assisté de sa banque conseil, Société générale, représentée par MM. Gregory GOSSE, Managing Director secteur industriel, François FAYOLLE, Thomas CANIAUX et George POTTER ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 23 mai 2019, le Ministre chargé de l'économie a saisi la Commission en vue de recueillir son avis sur la conformité avec les intérêts patrimoniaux de l'Etat des modalités de l'augmentation de capital de La Poste souscrite par l'Etat et la Caisse des dépôts et consignations (CDC) par apport de leurs participations dans CNP Assurances :

« Cette opération s'opérant entre personnes morales de la sphère publique, sa réalisation n'est pas conditionnée à une saisine obligatoire de la Commission des participations et des transferts (CPT). Toutefois, en raison des enjeux financiers de cette opération et dans la mesure où la CPT avait été consultée sur l'opération par laquelle la CDC était entrée au capital de La Poste en 2010, je sollicite, en application de l'article 26-III de l'ordonnance n°2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, l'avis de votre Commission sur la conformité des modalités de cette opération, en particulier la valorisation du groupe La Poste, avec les intérêts patrimoniaux de l'Etat. »

Le principe de l'opération soumise à la Commission a été annoncé par le Ministre de l'économie et des finances ainsi que par les institutions et sociétés intéressées (CDC, La Poste et CNP assurances) le 31 août 2018. L'opération supposait pour sa réalisation une modification des dispositions législatives relatives à La Poste (loi du 2 juillet 1990 susvisée), en particulier celles concernant la détention de son capital, la composition de son conseil d'administration et la désignation de ses organes dirigeants. Cette modification a été opérée par l'article 151 de la loi du 22 mai 2019 susvisée qui établit en particulier que le capital de La Poste « est intégralement public. Il est détenu par l'Etat et la Caisse des dépôts et consignations. [...] une part du capital peut être détenue au titre de l'actionnariat des personnels » (art. 1er-2 I modifié de la loi du 2 juillet 1990).

Le 12 juin 2019, le Ministre a transmis à la Commission le Protocole d'accord entre la République française, la Caisse des dépôts et consignations, La Poste et La Banque Postale en date du 11 juin 2019.

L'opération ayant lieu exclusivement entre des personnes publiques, les règles constitutionnelles relatives au transfert d'actifs publics au secteur privé ne s'appliquent pas. Toutefois, les modalités de l'opération doivent être conformes à la jurisprudence du Conseil d'Etat relative aux transferts entre personnes publiques.

La Commission est saisie sur la base de l'article 26 III de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée qui prévoit que la Commission « peut être saisie par le ministre chargé de l'économie de toute autre opération de cession par l'Etat ». Les dispositions des articles 27 I et III et 29 troisième alinéa s'appliquent. L'opération consistant en une augmentation de capital contre apport en nature, l'évaluation de la Commission porte sur la parité (art. 27 I deuxième alinéa).

II.- La Poste est une société anonyme depuis mars 2010. Son caractère de service public national est reconnu par l'article 151 de la loi du 19 mai 2019 (« loi Pacte »). La régulation du secteur postal a été confiée par la loi du 20 mai 2005 à l'Autorité de Régulation des Communications Electroniques et de la Poste (ARCEP).

Le capital de La Poste est actuellement détenu à 73,68 % par l'État et à 26,32 % par la Caisse des dépôts et consignations. Le groupe La Poste est, après l'Etat, le premier employeur de France avec 251 000 collaborateurs, dont près de 15 % hors de France.

Le groupe La Poste a réalisé en 2018, en données consolidées, un chiffre d'affaires de 24,7 milliards d'euros, un résultat d'exploitation de 892 millions et un résultat net de 798 millions. Il est organisé autour de cinq branches :

- la branche Services-Courier-Colis (45,6 % des produits opérationnels consolidés externes) regroupe les activités de collecte, tri, transport et distribution du courrier relationnel et publicitaire, de la presse et des colis postaux. Elle offre également des solutions de livraison de courrier et petits paquets à l'international. Elle se développe sur le marché des nouveaux services de proximité ainsi que sur le marché des services aux personnes âgées (« Silver économie ») ;

- GeoPost (29,6 % des produits opérationnels consolidés) filiale à 100 % de La Poste, fortement implantée à l'étranger (deuxième réseau de distribution de colis en Europe, spécialement présent en Allemagne et au Royaume-Uni), porte l'activité de colis express du groupe en France et à l'international, avec pour cœur de métier le transport routier des colis en délai rapide. GeoPost offre des solutions de livraison à valeur ajoutée tant aux entreprises qu'aux particuliers sur le dernier kilomètre ;

- La Banque Postale (22,5 % des produits opérationnels consolidés), filiale à 100 % de La Poste a été créée en 2006 et est présente dans trois domaines : la banque de détail en France, l'assurance et la gestion d'actifs. Elle détient 18,14 % de CNP assurances. La Banque Postale

compte 10,3 millions de clients particuliers actifs et de près de 365 000 clients personnes morales ;

- le Réseau La Poste regroupe les 17 264 points de contact de La Poste qui commercialisent les produits et services postaux, financiers et téléphoniques auprès du grand public en France. Il est opéré en propre (bureaux de poste) ou assuré en partenariat avec des collectivités locales et des commerçants ;

- la branche Numérique (2,2 % des produits opérationnels du Groupe) produit et commercialise les solutions et services numériques du groupe. Elle porte également la transformation numérique du groupe dans un environnement de plus en plus digitalisé.

A ces cinq branches opérationnelles s'ajoutent les secteurs Immobilier et Supports-Structures. Certaines charges, notamment liées à la contribution à l'aménagement du territoire et à l'accessibilité, n'étant pas refacturées aux branches opérationnelles, constituent le « non-affecté ».

La Poste est investie de quatre missions de service public (loi du 2 juillet 1990) :

- le service universel postal qui lui a été attribué par la loi pour une durée de 15 ans à compter de 2011 (art. L2 du code des postes et des télécommunications électroniques). L'ARCEP exerce un contrôle sur les tarifs des prestations relevant du service universel ;

- le transport et la distribution de la presse à des tarifs privilégiés, le coût étant partiellement compensé par une contribution annuelle de l'Etat ;

- l'accessibilité bancaire qui oblige La Banque Postale à fournir gratuitement les services bancaires de base, notamment au bénéfice de la clientèle la plus fragile. Conformément à la loi, La Banque Postale perçoit une rémunération à ce titre ;

- la contribution à l'aménagement du territoire oblige La Poste à conserver un réseau d'au moins 17 000 points de contact avec des exigences de proximité. Cette mission est financée en partie par un allègement de fiscalité locale, sous le contrôle de l'ARCEP.

Un contrat d'entreprise, signé entre l'État et La Poste, fixe les objectifs en matière de missions de service public. Le contrat en cours couvre les années 2018 à 2022.

III.- Depuis plus de dix ans, La Poste a connu une transformation historique de son activité tant du fait de l'ouverture à la concurrence des services postaux, en application des directives européennes, que du recul constant et rapide de son cœur de métier, le courrier, affecté par l'explosion des communications électroniques. Le volume du courrier a ainsi diminué de moitié en dix ans.

La Poste a réagi à cette évolution en menant une stratégie active de développement des activités de colis et bancaires ainsi que de réduction des coûts. Cette stratégie a notamment donné lieu à deux plans d'entreprise :

- « Ambition 2015 » qui a couvert les années 2010 à 2015,
- « La Poste 2020 : Conquérir l'avenir » présenté en janvier 2014.

Cette stratégie comporte les grandes lignes suivantes pour les trois grandes branches opérationnelles d'activité :

- Services-Courrier-Colis :

En réponse à une anticipation de la poursuite de la baisse du courrier et de la presse sur les prochaines années ainsi que de la forte croissance du colis porté par le e-commerce, le groupe a défini trois lignes stratégiques :

- . stimuler les moteurs de croissance du colis en France et à l'international grâce notamment aux marques Colissimo et Asendia ;
- . valoriser le courrier et la livraison de la presse en proposant notamment des services additionnels ;
- . conquérir le marché des services de proximité autour du domicile ;

- GeoPost, dans son activité de transport de colis express et rapides fait face à une forte pression tarifaire du fait du développement des capacités des opérateurs qui a accompagné celui du marché et du fait du pouvoir de négociation élevé des grands clients qui peuvent se trouver, dans l'e-commerce, être à la fois ses clients et ses concurrents au moins potentiels. Les coûts liés à la livraison aux particuliers pèsent de plus sur les marges.

Dans ce cadre, GeoPost s'est fixé trois priorités stratégiques :

- . développer des solutions innovantes sur le « dernier kilomètre » en milieu urbain, segment en forte expansion,
- . développer ses positions dans le monde sur son cœur de marché (« dernier kilomètre » et flux transfrontaliers),
- . investir dans les nouveaux segments porteurs du marché : e-commerce alimentaire (Chronofresh), courses urgentes, marché de la santé, logistique urbaine ;

- banque et assurances :

La Banque Postale a, depuis sa création, élargi progressivement son activité à l'ensemble des services bancaires, tant en faveur des particuliers que des entreprises et institutions. Comme l'ensemble du secteur, elle doit faire face au contexte des taux d'intérêts historiquement bas, à l'évolution rapide des comportements des clients et des technologies et à l'émergence de nouveaux acteurs. La persistance de taux d'intérêts bas affecte particulièrement La Banque Postale du fait de sa forte liquidité.

Le plan de développement de La Banque Postale met la priorité sur le développement commercial auprès de toutes les clientèles, particuliers comme personnes morales, tout en consolidant et développant les pôles Gestion d'actifs et Assurances qui soutiennent sa stratégie de diversification.

IV.- Le groupe La Poste a rendu publics le 26 février 2019 ses résultats consolidés de l'exercice 2018 qui se traduisent par une augmentation du chiffre d'affaires (+ 1,2 %) et un recul du résultat d'exploitation (- 12,2 %) et du résultat net (- 4,2 %). Sur les quatre dernières années, le chiffre d'affaires a progressé de 4 % et le résultat d'exploitation de 2%.

Le chiffre d'affaires (y inclus le PNB de La Banque Postale) s'est élevé à 24,7 milliards d'euros. Dans la ligne des évolutions de moyen terme, il a été porté par la forte croissance de l'activité de GeoPost (+8,6 %) et le relatif maintien de la branche Services-Courrier-Colis (-1,4 %) grâce au soutien du colis (+4,7 %) et à la compensation partielle de la baisse du volume du courrier (-7,3 %) par la hausse des tarifs (+4,7 % en moyenne au 1^{er} janvier 2018). Il a été affecté par le recul du produit net bancaire de La Banque Postale (-2,1 %) dû à des éléments non récurrents (notamment le versement en 2017 d'un rattrapage pour 2016 de la compensation des missions d'intérêt général) ; hors cet élément, le PNB a progressé de 0,7 %.

Le résultat d'exploitation s'est élevé à 892 millions. Son recul de 12,2 % est dû à celui des trois grandes branches opérationnelles. La branche Services-Courrier-Colis a enregistré une baisse de 19 % due à l'évolution défavorable du volume du courrier, à des éléments externes (dont la baisse du CICE) et à des surcoûts du colis liés à la saturation de ses capacités de production. GeoPost a reculé de 17,7 % en raison notamment du contexte très fortement concurrentiel en Allemagne et à la dépréciation d'actifs à laquelle il a dû être procédé en Russie. Le résultat d'exploitation de La Banque Postale est en baisse de 6,6 % pour la raison précédemment mentionnée.

Le résultat net s'est élevé à 798 millions, en baisse de 4,2 %.

Au 31 décembre 2018, les capitaux propres du groupe s'élèvent à 12,21 milliards d'euros et la dette nette à 3,44 milliards. La hausse des capitaux propres a notamment bénéficié de l'émission en avril 2018 de titres subordonnés hybrides perpétuels.

V.- CNP assurances est un des deux leaders du marché de l'assurance-vie en France. Son chiffre d'affaires de 32,4 milliards d'euros en 2018 est réparti en deux segments :

- épargne/retraite : 25,7 milliards
- prévoyance/protection : 6,6 milliards.

Le modèle d'affaires du groupe est basé sur des partenariats de long terme. Il distribue ses produits d'assurance en France via deux partenaires historiques : La Banque Postale et le groupe BPCE (Banques Populaires et Caisses d'Épargne). CNP assurances a étendu son activité dans d'autres pays européens (16 % du chiffre d'affaires) et en Amérique latine (17 %).

En 1998, lors de l'introduction en bourse, a été signé un pacte d'actionnaires entre La Poste, le groupe Caisses d'Épargne (BCPE), la Caisse des dépôts et consignations et l'État. Ce pacte a été reconduit en dernier lieu en 2017 jusqu'au 31 décembre 2019.

Le 21 février 2019, le groupe CNP assurances a rendu publics ses résultats consolidés pour l'exercice 2018 :

- le chiffre d'affaires de 32,4 milliards d'euros enregistre une augmentation de 0,7 % (+4,1 % à périmètre et change constants), porté par une forte croissance en Europe et en Amérique latine et malgré le recul en France (-5,5 %), différencié selon le partenaire (-7,4 % avec La Banque Postale, -10,8 % avec BPCE) ;

- le résultat brut d'exploitation de 2,9 milliards est en hausse de 1,2 % (+7,2 % à périmètre et change constants) ;
- le résultat net part du Groupe de 1,37 milliard progresse de 6,4 % (+8,6 % à périmètre et change constants).

VI.- Le 31 août 2018, le Gouvernement, dans le cadre des débats parlementaires sur le projet de « loi Pacte », annonçait le projet de création d'un grand pôle financier public au service des territoires autour de la Caisse des dépôts et consignations et de La Poste.

L'opération comprend :

- l'apport par l'Etat et la CDC de leurs participations dans CNP assurances (respectivement 1,11% et 40,87%) à La Poste qui les transfère à La Banque Postale, sa filiale intégrale ;
- l'acquisition par la CDC d'actions de La Poste auprès de l'Etat ;
- l'exercice par La Banque Postale de son call sur 2% des titres CNP assurances (soit 13 833 334 actions) sur les 18% détenus par BPCE. La société holding Sopassure, qui rassemblait les participations de La Banque Postale et de BPCE sera dissoute.

Au terme de ces opérations, la CDC détiendra 66 % du capital de La Poste et La Banque Postale, toujours filiale intégrale de La Poste, possèdera environ 65 % du capital de CNP assurances. L'Etat détiendra 34 % de La Poste.

La mise en œuvre de ces différents éléments nécessite certaines autorisations, en particulier une dérogation accordée par l'Autorité des marchés financiers à l'obligation d'une offre publique sur les titres de CNP assurances.

Les discussions entre l'Etat et la CDC ont abouti début juin 2019 à la conclusion d'un accord. Les conditions financières de l'opération sont consignées dans une annexe financière au Protocole qui a été transmis à la Commission. Il en résulte que :

- la CDC apporte à La Poste la totalité de sa participation de 40,87 % dans CNP assurances ;
- l'Etat apporte à La Poste sa participation de 1,11 % dans CNP assurances ;
- la CDC achète à l'Etat en numéraire 131 729 136 actions de La Poste.

Ces opérations sont effectuées sur les bases suivantes :

- la valeur de La Poste est fixée à 7 milliards d'euros (soit 7,37 € par action) ;
- la valeur de CNP assurances est fixée à 20 € par action.

Le Protocole acte de plus l'accord des parties sur le complément de prix dû par la CDC à l'Etat au titre de l'accord de 2011 conclu lors de l'entrée de la CDC au capital de La Poste. La Commission avait émis un avis sur cette opération le 4 novembre 2010.

VII.- La Commission a disposé d'un rapport de la banque conseil de l'Etat, Société générale.

a.- Evaluation de La Poste

La banque conseil présente la valorisation par parties des différents métiers de La Poste selon les méthodes financières usuelles :

- la branche Services-Courrier-Colis :

La banque a évalué séparément les segments Services-Courrier et Colis.

. Services-Courrier est évalué uniquement selon la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie faute de comparable jugé adéquat. La séquence des flux est reprise du plan d'affaires de La Poste établi jusqu'en 2023. Un taux de décroissance perpétuel du chiffre d'affaires de 2% est appliqué à l'année normative défini par la banque. Les flux sont actualisés au coût moyen pondéré du capital estimé à 7,25% ;

. Colis est évalué :

. selon la méthode DCF dans les mêmes conditions que Services-Courrier mais avec un taux de croissance perpétuel de 2%,

. selon les multiples boursiers : trois comparables sont retenus (DPDHL, FedEx et UPS) et sont privilégiées les moyennes des multiples EBIT et REX 2019 et 2020,

. selon les multiples de sept transactions dans le secteur en Europe (avec une référence spéciale à l'acquisition en 2016 de TNT par Fedex) : le multiple utilisé est EV/EBITDA ;

- la branche GeoPost :

Elle est évaluée dans les mêmes conditions que le segment Colis :

. selon la méthode DCF avec un taux d'actualisation de 7,5%,

. selon les multiples des comparables boursiers : la banque estime que GeoPost se distingue par sa forte internationalisation par rapport aux comparables qui ont une forte dominante sur leurs marchés respectifs,

. selon les multiples des transactions comparables ;

- la Banque Postale :

La banque conseil utilise cinq méthodes d'évaluation :

. les comparables boursiers : les multiples, en particulier P/E 2020 (price/earnings) sont étudiés pour 12 banques françaises et européennes,

. l'application des multiples utilisés par les analystes pour valoriser la banque de détail des banques françaises,

. l'analyse de régression linéaire P/BV (price/book value) 2020 versus ROE 2020 (return on equity) pour les 12 comparables boursiers,

. l'actualisation des dividendes théoriques (taux d'actualisation de 10% et taux de croissance perpétuelle de 1,9%),

. les multiples de transactions comparables : est étudié le ratio P/E de 8 transactions bancaires (on observe une grande variété des ratios) ;

- branche numérique :

Faute de comparable, seule une valorisation selon la méthode DCF est présentée. Elle est fondée sur le plan d'affaires de La Poste jusqu'en 2023 et une année terminale affectée d'une croissance à l'infini de 2%. Un taux d'actualisation de 7,25% est retenu ;

- réseau :

La banque n'alloue aucune valeur à cette branche intra-groupe en cohérence avec l'objectif du groupe de la garder au seuil de rentabilité ;

- immobilier :

Deux références sont présentées :

- . une évaluation selon la méthode DCF sur cinq ans,
- . la valeur nette comptable des actifs à fin 2018 (des rapports d'experts faisant apparaître une situation de plus-value latente) ;

- supports & structures :

L'évaluation des flux, par nature négatifs, est effectuée selon la méthode DCF avec un taux de décroissance à l'infini de 1% et un taux d'actualisation de 7,25% ;

- non affecté & autres :

Ces flux, également par nature négatifs sont évalués selon la méthode DCF avec un taux de décroissance à l'infini de 1,5% et un taux d'actualisation de 7,25%.

Sur ces bases, la banque conseil présente une fourchette d'évaluation de la valeur d'entreprise de La Poste. Le passage à la valeur des fonds propres est réalisé par déduction de la dette financière nette et de divers autres éléments dont le principal est l'emprunt obligataire hybride émis en avril 2018.

b.- Evaluation de CNP assurances :

Le conseil de l'Etat a par ailleurs présenté une évaluation de CNP assurances sur la base d'une analyse multicritères :

- méthode des comparables boursiers : la banque a retenu 11 assureurs-vie ou composite européens et étudie les ratios 2020 P/E (price/earnings), P/BV (price/book value) et P/TBV (price/tangible book value) ;
- analyse de régression : pour les mêmes 11 comparables, la banque analyse la régression linéaire des multiples P/BV 2020 versus ROE 2020 (return on equity) et P/TBV versus RoTE 2020 (return on tangible equity) ;
- actualisation des dividendes et méthode de rendement des dividendes (application du rendement moyen des dividendes des comparables aux dividendes de CNP assurances) ;
- transactions comparables : la banque retient la moyenne médiane du ratio P/E.

La banque étudie également l'évolution des cours de bourse spot et moyens pondérés des trois derniers mois. Elle présente de plus les cours cibles des analystes.

Au total, la banque conseil propose une fourchette d'évaluation de CNP assurances dans laquelle est inclus le cours de bourse actuel.

VIII.- La CDC a pour sa part remis à la Commission un rapport de ses banques conseils, Lazard et Perella Weinberg Partners. Ce rapport, qui a aussi retenu toute l'attention de la Commission, présente en particulier des évaluations de La Poste et de CNP assurances sur une base multicritères.

IX.- Appelée à émettre un avis sur la conformité des modalités de l'opération qui lui a été présentée, en particulier la valorisation du groupe La Poste, avec les intérêts patrimoniaux de l'Etat, la Commission a retenu les considérations suivantes.

La Poste connaît depuis désormais plus d'une décennie un bouleversement de son activité. Sa mission traditionnelle, le courrier, est en diminution rapide et constante en volume et l'entreprise anticipe une poursuite de ce mouvement. En conséquence, La Poste a cherché à développer de nouvelles activités qui s'appuient sur ses atouts et sur l'évolution des techniques et des attentes des consommateurs et plus généralement des citoyens. Cette stratégie a visé en particulier deux domaines où le groupe pouvait capitaliser sur son expérience :

- le colis postal (Colissimo) et le colis express (groupe GeoPost) profitant de la rapide expansion des volumes avec l'e-commerce mais dans un contexte dont le caractère fortement concurrentiel ne peut que s'accroître ;
- les activités financières : La Banque Postale, devenue une banque de plein exercice, propose l'ensemble des services bancaires tant aux particuliers qu'aux entreprises et institutions. Elle propose également des services d'assurances dommages et est un des deux distributeurs essentiels en France de CNP assurances (assurance vie). L'opération présentée à la Commission, donnant la majorité du capital de CNP assurances à La Banque Postale va permettre à cette dernière, et donc à La Poste, de devenir un groupe complet de bancassurance, à l'instar de ses grands concurrents.

S'agissant de CNP assurances, le modèle industriel de cette compagnie, fondé sur le multi-partenariat de distribution, se trouve conforté par les intentions affirmées par les groupes BCPE et La Banque Postale dans leur communiqué du 4 juin 2019, qui concernent tant la prolongation jusqu'en 2030 de l'accord de distribution conclu par BPCE/Natixis avec CNP assurances que la conclusion entre BCPE et La Banque Postale d'un nouveau pacte d'actionnaires de CNP assurances.

Pour la Caisse des dépôts et consignations, l'opération s'inscrit dans l'objectif de renforcer la cohésion des territoires et de lutter contre la fracture territoriale en donnant accès aux citoyens de l'ensemble des territoires à des services, notamment financiers, numériques ou d'aide à la personne. Elle permet l'émergence d'un grand pôle financier public dans les territoires, incarnant l'intérêt général en alliant les compétences de La Banque Postale, de la Banque des Territoires de la CDC et de Bpifrance, et en renforçant leurs coopérations et partenariats.

L'Etat pour sa part reste avec 34 % du capital un actionnaire majeur du groupe La Poste. Ses droits dans la gouvernance, outre les dispositions de la « loi Pacte », ont fait l'objet d'un accord entre l'Etat et la CDC et sont inclus dans le Protocole qui a été communiqué à la Commission ; ils préservent les droits de l'Etat. En tant qu'actionnaire de La Poste, l'Etat bénéficiera des perspectives ouvertes par la création du nouveau groupe financier. Il pourra aussi en bénéficier à raison des versements de la CDC sur ses résultats.

La Commission étant saisie d'une opération consistant en une augmentation de capital (de La Poste) contre apport en nature (de titres de CNP assurances), l'évaluation à laquelle elle doit procéder porte sur la parité. En raison des profils économiques très différents de La Poste et de CNP assurances, une comparaison directe des deux groupes n'est pas possible et chacun d'eux doit donc être évalué séparément. L'appréciation d'ensemble de l'opération doit tenir compte de plus de l'achat direct d'actions de La Poste par la CDC à l'Etat.

Pour l'évaluation de La Poste, la Commission a pris en considération le rapport qui lui a été présenté par la banque conseil de l'Etat et a retenu son approche par la somme des parties. Elle a estimé que l'actualisation des flux est une méthode de référence importante, spécialement dans une transaction qui emporte transfert de majorité, car elle inclut la prime liée à ce transfert. Son résultat dépend cependant des hypothèses du plan d'affaires et surtout de l'année normative, compte tenu du poids de la valeur terminale dans l'évaluation. Par ailleurs, une analyse multicritères, comme l'impose la loi, inclut nécessairement la méthode des comparables boursiers, particulièrement dans le cas du colis et du colis express, même si, comme dans toute évaluation, ces comparables ne sont pas identiques en tout point à l'objet évalué. S'agissant de La Banque Postale, la Commission a estimé que les méthodes de la régression linéaire et des comparables boursiers doivent être privilégiées. Les méthodes fondées sur les dividendes futurs théoriques donnent une indication complémentaire mais dépendante en l'espèce d'hypothèses aléatoires. Le risque du maintien de taux d'intérêt historiquement bas doit être pris en considération. Sur ces bases, la Commission est d'avis qu'une valeur de La Poste de 7 milliards d'euros (soit 7,37 € par action) est justifiée.

Pour l'évaluation de CNP assurances, la Commission a considéré l'évaluation présentée par la banque conseil. Elle a observé la convergence des principales méthodes usuelles d'évaluation des établissements financiers. Le cours de bourse actuel, aux environs de 20 € par action, s'inscrit dans la fourchette qui en résulte. Les objectifs des analystes financiers confirment ce niveau de valorisation. En conséquence la Commission est d'avis qu'une valeur de CNP assurances de 20 € par action (soit une valeur d'environ 13,73 milliards d'euros pour 686 618 477 composant le capital social) est justifiée.

L'appréciation globale de l'opération implique d'inclure ses autres éléments : apport par l'Etat de ses titres de CNP assurances et achat direct par la CDC à l'Etat de 131 729 136 actions de La Poste. Ces éléments sont réalisés sur les mêmes bases de valorisation que l'apport principal.

Au total, une évaluation des actifs détenus par l'Etat avant l'opération et de ceux détenus après la réalisation de celle-ci confirme l'équilibre financier de l'opération pour l'Etat, tient compte des transferts de majorité du capital de La Poste et de CNP assurances ainsi que des droits dans la gouvernance de La Poste.

X.- Pour tous ces motifs, et au vu des documents qui lui ont été communiqués, la Commission estime que les conditions d'ensemble de l'opération qui lui a été présentée constituent un accord équilibré qui préserve les intérêts patrimoniaux de l'Etat.

Adopté dans la séance du 13 juin 2019 où siégeaient M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, Mme Paquita MORELLET-STEINER, Mme Anne PERROT, M. Yvon RAAK et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER

annexe 2**RÉPUBLIQUE FRANÇAISE**

Ministère de l'Economie et des Finances

Arrêté du
autorisant l'Etat à souscrire à l'augmentation de capital réalisée par la société La Poste par
apport de sa participation dans la société CNP Assurances et à céder des participations au
capital de la société La Poste

NOR :

Le ministre de l'économie et des finances,

Vu la loi n° 90-568 du 2 juillet 1990 modifiée relative à l'organisation du service public de la poste et à France Télécom, notamment son article 1-2 ;

Vu l'ordonnance n°2014-948 du 20 août 2014 modifiée relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, notamment ses articles 22, 24, 26, 27 et 29 ;

Vu le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts n° 2019-A. -1 en date du 13 juin 2019 et n° [...] en date du [...],

Arrête :

Article 1

La souscription par l'Etat à l'augmentation de capital réalisée par la société La Poste pour un montant nominal de 41 505 520 euros, correspondant à 20 752 760 actions nouvelles de 2 euros de valeur nominale avec une prime d'apport globale fixée à 63 906 231,52 euros, est autorisée.

Cette augmentation de capital s'effectuera par voie d'apport en nature par l'Etat à la société La Poste de 7 645 754 actions de la société CNP Assurances d'une valeur nominale unitaire d'1 euro, représentant environ 1,11 % du capital de cette même société. Elle donnera lieu au versement, par la société La Poste, d'une soulte d'un montant total de 6,32 euros au bénéfice de l'Etat.

A l'issue de cette opération l'Etat détiendra environ 74,24% du capital de la société La Poste.

Article 2

La cession par l'Etat, par voie d'augmentation de capital de la société La Poste réservée à la Caisse des dépôts et consignations pour un montant nominal de 1 523 345 844 euros, correspondant à 761 672 922 actions nouvelles de 2 euros de valeur nominale avec une prime d'apport globale fixée à 339 581 473,75 euros, est autorisée.

Cette augmentation de capital s'effectuera par voie d'apport en nature par la Caisse des dépôts et consignations à la société La Poste de 280 616 340 actions de la société CNP Assurances d'une valeur nominale unitaire de 1 euro, représentant environ 40,87% du capital de cette même société. Elle donnera lieu au versement, par la société La Poste, d'une soulte d'un montant total de 6,32 euros au bénéfice de la Caisse des dépôts et consignations.

A l'issue de cette opération l'Etat détiendra environ 41.6% du capital de la société La Poste.

Article 3

La cession par l'Etat de 131 729 136 actions de la société La Poste, soit environ 7,6% du capital de cette même société, à la Caisse des dépôts et consignations, pour un prix de cession de 970 635 738 euros est autorisée. Ce prix de cession donnera lieu à un ajustement de prix éventuel à la hausse ou à la baisse au regard des compensations de missions de service public pour les années 2020 à 2029 incluses, d'un montant maximum (à la hausse ou à la baisse) de 970 635 737 euros.

A l'issue de cette opération l'Etat détiendra environ 34% du capital de la société La Poste.

Article 4

L'acquisition par l'Etat, par voie d'attribution de 322 999 392 actions de la société La Poste dans le cadre d'une augmentation de capital libérée intégralement par incorporation de primes, est autorisée.

Article 5

La cession par l'Etat des droits d'attribution formant rompus à la Caisse des dépôts et consignations, dans le cadre de l'augmentation de capital de la société La Poste visée à l'article 4, pour un prix de 3,54 euros est autorisée.

Article 6

Le commissaire aux participations de l'Etat est chargé de l'exécution du présent arrêté, qui sera publié au *Journal officiel* de la République française.

Fait le [].

Le ministre de l'économie et des finances

Bruno LE MAIRE