

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2020 - A.C. - 2 du 9 octobre 2020

**relatif au transfert au secteur privé par la Caisse des Dépôts et Consignations
de la société La Banque Postale Asset Management**

La Commission,

Vu la lettre en date du 26 septembre 2020 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application des articles 2 III et 26 II de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société La Banque Postale Asset Management, filiale indirecte de la Caisse des Dépôts et Consignations à travers La Poste et La Banque Postale ;

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 et le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de ladite ordonnance ;

Vu le rapport transmis à la Commission le 28 septembre 2020, établi par le groupe La Poste avec le concours de sa banque conseil, Barclays ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat (APE) transmise à la Commission le 28 septembre 2020 ;

Vu le protocole cadre en date du 6 juin 2020 entre Natixis Investment Managers, Ostrum Asset Management, Sèvres LBP1 et La Banque Postale Asset Management, en présence de Natixis Asset Management Finance, Natixis, BPCE et La Banque Postale, comprenant notamment le projet de pacte d'actionnaires entre Natixis Investment Managers et Sèvres LBP 1 en présence d'Ostrum, transmis à la Commission le 9 octobre 2020 ;

Vu le projet d'arrêté autorisant le transfert au secteur privé de la société La Banque Postale Asset Management transmis à la Commission par l'Agence des participations de l'Etat le 9 octobre 2020 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 9 octobre 2020 successivement :

1- conjointement :

- le ministre chargé de l'économie représenté par Mme Marie-Anne LAVERGNE, chargée de participations à l'Agence des participations de l'Etat (APE) ;
- La Poste représentée par M. Yves BRASSARD, directeur général adjoint Finances ;

- La Banque Postale représentée par M. Frédéric CIRIER, directeur adjoint M&A ;
- La Banque Postale Asset Management représentée par Mme Emmanuelle MOUREY, présidente du directoire ;
- Barclays, banque conseil du groupe La Poste, représenté par M. Jérémie RENAUDIN, Managing Director ;

2- conjointement :

- Natixis représenté par M. Stéphane HONIG (participant par voie téléphonique) ;
- Natixis Investment Managers représenté par M. Cyril MARIE, directeur financier ;
- Ostrum Asset Management représenté par M. Philippe SETBON, directeur général ;
- Rothschild & Co, banque conseil du groupe Natixis, représentée par Mme Anne-Catherine PHILIPPEAU, associée-gérante ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 26 septembre 2020 le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application des articles 2 III et 26 II de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société La Banque Postale Asset Management (ci-après dénommée LBPAM), filiale indirecte de la Caisse des Dépôts et Consignations à travers La Poste et La Banque Postale.

Le capital de LBPAM est actuellement détenu à 70 % par SF2, filiale de La Banque Postale, à 25% par Aegon Asset Management et à 5% par Malakoff Humanis. La Banque postale est détenue intégralement par La Poste dont la Caisse des Dépôts et Consignations détient 66 % du capital.

L'opération consiste en l'absorption par voie de fusion de LBPAM par la société Ostrum Asset Management, filiale de Natixis via Natixis Investment Managers (ci-après dénommé NIM). LBPAM est précédemment détourné des activités non apportées (produits à forte marge).

Après la fusion, les anciens actionnaires de LBPAM, regroupés dans une nouvelle société (Sèvres LBP 1) suivant une répartition du capital inchangée, détiendront 45 % du capital d'Ostrum AM et le groupe Natixis (à travers NIM) détiendra 55 %.

Sur la base des comptes au 31 décembre 2019, LBPAM réalise un chiffre d'affaires supérieur à 150 millions d'euros. La cession projetée entre donc dans le champ de l'article 22 IV de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 susvisée, applicable en l'espèce en vertu de l'article 2 III, et elle doit donc faire l'objet d'une autorisation préalable par arrêté du ministre chargé de l'économie sur avis conforme de la Commission.

La cession étant réalisée en dehors des procédures des marchés financiers, le ministre a saisi la Commission sur la base de l'article 26 II de l'ordonnance. Conformément à l'article 27 I et II de l'ordonnance, la Commission :

- évalue la parité de la fusion (article 27 I 2^{ème} alinéa),

- émet un avis sur les modalités de la procédure, qui doit respecter les intérêts du secteur public,
- émet un avis sur le choix du ou des acquéreurs et les conditions de la cession.

II.- La société LBPAM exerce actuellement son activité sur deux marchés différents de la gestion d'actifs, tous deux très concurrentiels :

- la gestion de classes d'actifs à marges élevées (gestion actions, *smart bêta*, dette privée...). Cette offre répond aux besoins d'investissement à long terme des épargnants particuliers (notamment préparation de la retraite dans un contexte de baisse de rendement des fonds Euro) et apporte des solutions sur-mesure destinées aux investisseurs institutionnels (optimisation de la performance ajustée du risque). Le marché est dominé par des acteurs spécialisés, avec une offre de niche ;

- la gestion de classes d'actifs à niveaux de marge très faibles, utilisées principalement par les grands clients institutionnels comme les banques et assureurs pour assurer le rendement de leurs produits d'épargne (gestion assurantielle en particulier). Ce marché est fortement impacté par les taux d'intérêts bas qui poussent les clients institutionnels à demander une baisse de la tarification des services des sociétés de gestion afin de pouvoir les répercuter sur leurs propres clients. Les acteurs de ce marché recherchent ainsi une taille critique permettant des économies d'échelle et le renforcement de leurs capacités d'investissement (pour répondre tant aux besoins des clients qu'aux exigences réglementaires).

Ce double positionnement commercial de LBPAM le pénalise dans un environnement de taux bas qui s'inscrit dans la durée. Il est perçu comme un gestionnaire d'actifs d'assurance, ce qui limite notamment sa capacité à commercialiser les produits à forte marge.

III.- Dans cette situation, La Banque Postale a conclu que les options stratégiques envisageables pour LBPAM se concentraient autour de rapprochements avec d'autres gestionnaires d'actifs.

Une stratégie de croissance externe semblait difficile à envisager en raison des prix élevés des cibles potentielles de taille suffisante, dans un contexte de concentration, et de la constatation de *goodwill* important pour l'actionnaire bancaire qui pèserait sur ses fonds propres.

La Banque Postale a par ailleurs exclu la possibilité d'une vente de l'ensemble de son activité de gestion d'actifs considérant qu'il s'agit d'une activité :

- à faible intensité capitalistique, sur un modèle de commissions, et présentant une certaine complémentarité financière avec les activités bancaires traditionnelles ;
- intrinsèquement liée à l'assurance vie, métier au cœur du développement du groupe, et pour laquelle une sortie complète présenterait des inconvénients stratégiques.

C'est pourquoi La Banque Postale a choisi de séparer les deux activités de gestion d'actifs de LBPAM :

- les activités de gestion à forte marge qui resteraient dans le groupe La Banque Postale ;

- les activités de gestion assurantielle (taux et actions en direct, obligataire, monétaire et *core* crédit européen) qui seraient fusionnées avec celles d'un autre acteur du secteur pour atteindre une taille critique sur le marché.

IV.- Le projet présenté à la Commission s'inscrit dans cette logique. Il consiste en la création d'une société commune dont l'objectif est la constitution d'un acteur européen de premier plan dans la gestion assurantielle, avec environ 445 milliards d'euros d'encours.

Le partenaire retenu pour la création de cette société commune est Ostrum AM, filiale de Natixis spécialisée dans la gestion obligataire et actions et dans la gestion assurantielle, et qui partage avec LBPAM des caractéristiques communes en termes de modèles, de taille, de clients et d'organisation opérationnelle.

La création de cette société commune permet :

- d'atteindre une taille critique pour réduire les coûts de gestion (et donc les tarifs),
- de mutualiser les investissements, notamment dans le digital, nécessaires pour accroître sa compétitivité.

Elle répond également à l'intérêt croissant des institutionnels pour les sociétés de gestion fournissant en plus des prestations de gestion des services opérationnels et technologiques.

V.- Juridiquement, le regroupement des activités mises en commun sera réalisé par voie de fusion de LBPAM (après détournement des actifs non apportés) avec la société Ostrum AM. Dans le cadre de cette fusion, LBPAM sera absorbée par Ostrum AM, ce qui entraînera le transfert universel du patrimoine de LBPAM à Ostrum AM, conformément aux dispositions des articles L.236-1 et suivants et R.236-1 et suivants du Code de commerce.

La société commune sera intégrée globalement dans les comptes du groupe Natixis et par mise en équivalence dans ceux du groupe La Banque Postale.

Le contrat prévoit la conclusion d'un pacte d'actionnaires qui comprend des dispositions concernant notamment :

- le droit préférentiel de souscription aux éventuelles augmentations de capital (non-dilution) ;
- les modalités de désignation des dirigeants responsables et leurs pouvoirs ;
- la composition du conseil d'administration ;
- les prises des décisions essentielles ou importantes par une majorité qualifiée du conseil d'administration incluant le vote favorable de Sèvres LBP 1 ;
- la procédure de résolution des éventuels désaccords ;
- la procédure de transferts de titres (droit de premier refus, droit de sortie conjointe) après une période d'inaliénabilité ;
- des clauses de non concurrence entre les parties à l'accord ;
- une clause dite de réversibilité visant à garantir pendant un délai minimum l'accès de Sèvres LBP 1 à l'outil informatique développé par la société issue de la fusion.

VI.- La Commission a disposé de l'évaluation de la parité des apports établie par les parties avec leurs banques conseils, soit Barclays pour le groupe La Banque Postale.

Les parties expliquent qu'en l'absence de comptes historiques audités pertinents pour les éléments apportés, les valorisations ont été effectuées sur la base d'éléments historiques pro forma pour le compte de résultat, tant pour LBPAM que pour Ostrum AM, et sur une base normalisée pour ce qui concerne les éléments de bilan.

Des travaux de *Seller Information Document* (« SID ») ont été réalisés par deux équipes distinctes d'E&Y, l'une sur Ostrum AM et l'autre sur LBPAM. Leurs rapports couvrent l'analyse des périmètres détournés, des chiffres de référence de 2019 et 2020 et la réconciliation de ces chiffres avec les comptes audités des deux entités.

Deux *data room* virtuelles ont été ouvertes et des travaux de *Due Diligence* respectifs ont été effectués par les équipes de La Banque Postale-LBPAM et Natixis-Ostrum AM, avec le support de conseils juridiques et financiers (E&Y et BDGS pour La Banque Postale-LBPAM ; E&Y et Bredin Prat pour Natixis-Ostrum). Ces travaux ont permis de confirmer la validité des analyses et chiffres de référence présentés dans les rapports de SID.

Les plans d'affaires de LBPAM et Ostrum AM pour la période 2021 à 2023 ont par la suite été réalisés grâce à une équipe dédiée indépendante commune regroupant des responsables de la stratégie de Natixis et Ostrum AM, de La Banque Postale et LBPAM ainsi que leurs conseils. Cette équipe dédiée a permis de mettre en cohérence les principales hypothèses macro et méthodes de projection pour assurer une parfaite comparabilité des projections retenues.

Sur ces bases, trois méthodes de valorisation ont été retenues pour valoriser LBPAM et Ostrum AM :

- la méthode des multiples de sociétés comparables cotées :

Un échantillon large de 12 groupes d'asset management européens a été pris en compte (dont 7 britanniques). En raison de la faible marge sur encours des activités apportées par rapport à la marge moyenne des acteurs comparables retenus, faible marge liée à la spécificité du modèle cible, le multiple retenu est celui capitalisation sur résultat net 2020, le résultat net réduisant les différences de modèles opérationnels.

- la méthode des multiples de transactions comparables :

Un échantillon large de 39 transactions dans le secteur de l'asset management depuis 2015 a été pris en compte. Pour les mêmes raisons que pour la méthode des sociétés comparables cotées, seul le multiple de résultat net a été retenu.

- la méthode d'actualisation des flux de dividendes théoriques futurs :

En raison du caractère régulé de l'activité considérée (nécessitant l'immobilisation d'une partie du résultat pour satisfaire aux exigences de capital réglementaire), cette méthode a été jugée plus pertinente que la méthode dite d'actualisation des flux de trésorerie. Les valorisations ont été effectuées avec un coussin de sécurité de 20%, la capitalisation étant contractuellement fixée à 120% des besoins réglementaires. Le coût du capital a été estimé entre 8% et 10% avec un cas central à 9%.

Les évaluations ainsi réalisées d'Ostrum AM et de LBPAM permettent d'apprécier la parité retenue de 55% Ostrum AM / 45% LBPAM. Elle apparaît en ligne avec la parité induite par les valorisations issues des multiples de transactions comparables et

significativement supérieure, pour la part de LBPAM, aux parités induites par les multiples de sociétés comparables cotées et la méthode d'actualisation des flux de dividendes (qui n'incluent pas de prime de contrôle).

VII.- Conformément à l'article 27 I, deuxième alinéa, de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée, la Commission est appelée à évaluer la parité des apports. Le troisième alinéa dudit article précise que les « évaluations sont conduites selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés, en tenant compte des conditions de marché à la date de l'opération et, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence des filiales et des perspectives d'avenir et, le cas échéant, de la valeur boursière des titres et des éléments optionnels qui y sont attachés».

La Commission a examiné la méthodologie suivie pour l'évaluation de la parité des apports. Elle considère que celle-ci prend en compte de façon adaptée les caractéristiques des deux sociétés qui opèrent dans le secteur financier où la réglementation impose des exigences en matière de niveau des fonds propres.

La Commission note que la parité retenue par les parties se situe, pour la part de LBPAM, nettement au-dessus de la parité résultant de la valorisation par des méthodes n'incluant pas de prime de contrôle. Elle fait ainsi bénéficier La Banque Postale d'une telle prime.

En conservant une participation importante dans la société commune, La Banque Postale bénéficiera de la croissance attendue de l'activité et des bénéfices de la mise en commun de moyens et d'investissements. Elle obtient de plus des droits spécifiques dans la gouvernance de la société.

La Banque Postale reste ainsi présente dans la gestion assurantielle dans un contexte où l'assurance-vie est au cœur de son développement avec l'intégration récente de CNP assurances dans son groupe.

En conclusion, la Commission est d'avis que la parité des apports est correctement évaluée à 55% pour Ostrum AM et 45% pour LBPAM.

VIII.- En application de l'article 27 II de l'ordonnance du 20 août 2014, la Commission émet un avis sur les modalités de la procédure, le choix des acquéreurs et les conditions de la cession.

La Commission observe que l'opération avait pour but de créer une société commune avec un partenaire dans la gestion assurantielle qui partage avec lui certaines caractéristiques. Le choix du rapprochement avec Ostrum AM répond objectivement à cet objectif et aucun autre partenaire potentiel comparable n'a été identifié par La Banque Postale. De plus, Ostrum AM appartient au groupe Natixis qui entretient des liens historiques d'affaires avec le groupe La Banque Postale.

IX.- Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission est d'avis que :

- la parité de la fusion est correctement évaluée à 45 % pour LBPAM (après détournage des actifs non apportés) et 55 % pour Ostrum AM (avant fusion) ;
- les modalités de la procédure respectent les intérêts du secteur public ;
- le choix de l'acquéreur a été opéré sur une base objective ;
- les conditions de la cession, et en particulier la parité de la fusion, respectent les intérêts du secteur public.

La Commission émet en conséquence un **avis favorable** au projet d'arrêté dont le texte est annexé au présent avis et visant à autoriser le transfert au secteur privé de .

Adopté dans la séance du 9 octobre 2020 où siégeaient M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, M. Marc-André FEFFER, Mme Paquita MORELLET-STEINER, Mme Anne PERROT, M. Yvon RAAK et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

Ministère de l'Economie, des Finances
et de la Relance

**Arrêté du
autorisant le transfert au secteur privé de la société La Banque Postale Asset Management**

NOR : XX

Le ministre de l'économie, des finances et de la relance,
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 2, 22, 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, notamment son article 7 ;
La Commission des participations et des transferts entendue, et sur son avis conforme n° 2020-AC-[°°°] recueilli le [°°°] 2020, en vertu des dispositions des articles 26-II et 27 de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée,

Arrête :

Article 1er

Le transfert au secteur privé par la société Sèvres LBP 1, dont La Banque Postale détient 70 % du capital, de la majorité du capital de la société La Banque Postale Asset Management, selon les modalités prévues à l'article 2 ci-après, est autorisé.

Article 2

Le transfert s'effectuera par voie de fusion absorption de la société La Banque Postale Asset Management par la société Ostrum Asset Management, en rémunération de laquelle la société Sèvres LBP 1 recevra [22 747 392] actions de la société Ostrum Asset Management.

A l'issue de cette opération, les actions ordinaires de la société Ostrum Asset Management seront détenues à 45% par la société Sèvres LBP 1 et à 55% par Natixis Investment Management.

Préalablement à la réalisation de la fusion, il sera procédé à plusieurs opérations sociales :

- L'apport de tous les titres de la société La Banque Postale Asset Management détenus par ses actionnaires à une filiale commune nouvellement créée dénommée Sèvres LBP 1. La répartition du capital de Sèvres LBP 1 sera identique à la répartition actuelle du capital de La Banque Postale Asset Management ;
- Le transfert des activités de la société La Banque Postale Asset Management n'ayant pas vocation à être cédées à la société Ostrum Asset Management à une société nouvellement créée dénommée Sèvres LBP 2 et dont la totalité des actions sera détenue par la société Sèvres LBP 1 ; et
- La société La Banque Postale Asset Management sera renommée SFX.

Article 3

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

Pour le ministre et par délégation :
Le Commissaire aux participations de l'Etat,
M. VIAL