

# Commission des participations et des transferts

Avis n° 2020-A.C. - 4 du 18 novembre 2020

## relatif à la fusion par voie d'absorption de la société anonyme Bpifrance par sa filiale Bpifrance Financement

La Commission,

Vu la lettre en date du 27 octobre 2020, par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application du II de l'article 26 de l'ordonnance n°2014-948 du 20 août 2014, afin qu'elle se prononce sur l'opération de fusion entre Bpifrance SA et Bpifrance Financement compte tenu de la présence d'actionnaires minoritaires privés au capital de Bpifrance Financement et de son effet dilutif sur la participation de l'EPIC Bpifrance, et donc de l'Etat, sur le niveau de la participation future détenue dans Bpifrance SA ;

Vu l'ordonnance n° 2005-722 du 29 juin 2005 relative à la Banque publique d'investissement ;

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 ;

Vu l'ordonnance n° 2020-739 du 17 juin 2020 portant réorganisation de la Banque publique d'investissement, notamment son article 1;

Vu le projet d'arrêté transmis à la Commission par l'Agence des participations de l'Etat (APE) le 17 novembre 2020 ;

Vu les documents transmis à la Commission et notamment :

- une note de présentation de l'APE ;
- un document de synthèse de Bpifrance SA, daté du 17 septembre 2020 ;
- le rapport d'évaluation de DELOITTE au 30 juin 2020 ;
- le rapport préliminaire d'EIGHT ADVISORY, Conseil de l'APE, en date du 11 septembre 2020, intitulé « *revue du rapport d'évaluation au 30/06/2020 présenté par DELOITTE* » ;
- le rapport du commissaire à la fusion sur la valeur des apports en date du 2 novembre 2020 ;
- le rapport du commissaire à la fusion sur la rémunération des apports en date du 2 novembre 2020 ;
- le projet de traité de fusion en date du 25 septembre 2020 ;

- l'analyse multicritères présentée au comité d'audit de Bpifrance participations du 10 septembre 2020.

Après avoir entendu :

- le 5 novembre 2020, le ministre chargé de l'économie représenté par *Hugo LEVY-HEIDMANN, chargé de participations au sein de la direction de participations services et finance de l'APE* ;
- le 12 novembre BPI,
  - représenté par *Quentin Boucly (Responsable Pôle Fusions Acquisitions & Directeur Financier Bpifrance AE), Augustin Derouineau (Directeur de la Planification Financière BPI), Quentin Mayolle (Pôle Fusions-Acquisitions et Partenariats Industriels), Laurent Pasquier (Directeur des Risques d'Investissement et de la Valorisation) et Laurent Dronniou (Risk management et valorisation),*
  - assisté de DELOITTE, représenté par *Nicolas Burdeau (Associé Evaluation Financière Deloitte) et Mathieu Dumaillet (Senior Manager Evaluation Financière Deloitte).*

EMET L'AVIS SUIVANT:

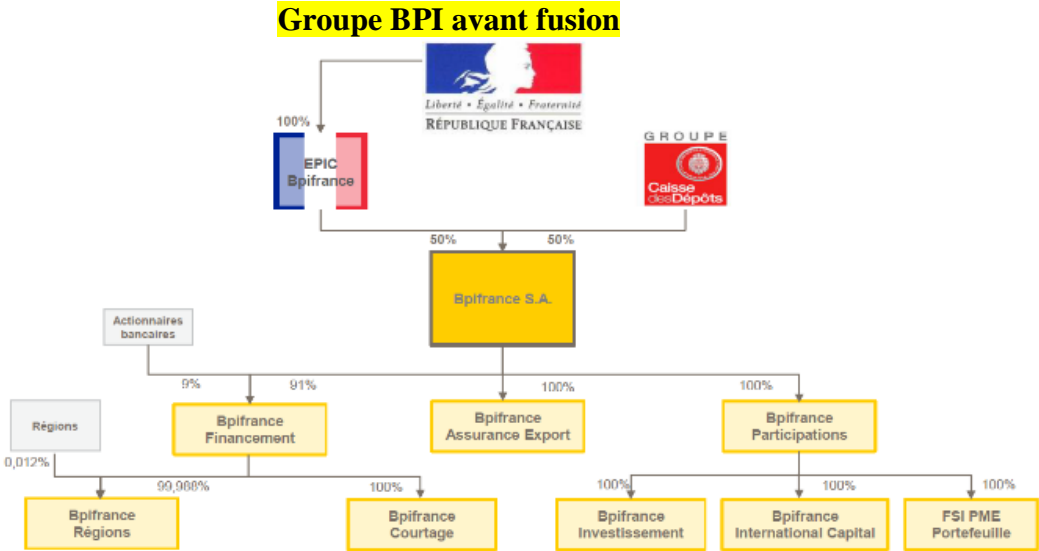
I.- Par lettre en date du 27 octobre 2020, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application du II de l'article 26 de l'ordonnance n°2014-948 du 20 août 2014, afin qu'elle se prononce sur l'opération de fusion entre Bpifrance SA et Bpifrance Financement compte tenu de la présence d'actionnaires minoritaires privés au capital de Bpifrance Financement et de son effet dilutif sur la participation de l'EPIC Bpifrance, et donc de l'Etat, sur le niveau de la participation future détenue dans Bpifrance SA.

II- Dans un contexte de crise puis de relance, cette opération vise d'une part à renforcer les fonds propres de l'établissement de crédit Bpifrance Financement, actuellement de 4 Mds € à comparer à 25 Mds € pour le groupe à fin 2019, ainsi que sa capacité d'intervention et celle de Bpifrance Participations, d'autre part à simplifier la gestion du groupe BPI sur les plans administratif, réglementaire et financier.

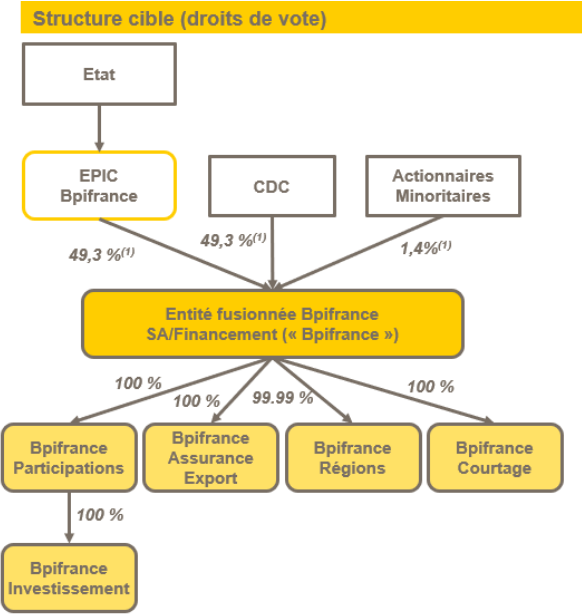
Bpifrance Financement est un établissement de crédit qui accompagne les entrepreneurs, de la création à la transmission d'entreprise en passant par l'innovation et l'international, au travers de trois métiers :

- le soutien de l'innovation, l'accompagnement et le financement des projets innovants, ayant des perspectives avérées et concrètes de mise sur le marché,
- le financement des investissements et du cycle d'exploitation aux côtés des établissements bancaires,
- la garantie des financements bancaires et des interventions des organismes de fonds propres.

Bpifrance SA, qui est détenue entièrement et à parts égales par l'EPIC Bpifrance et par la Caisse des dépôts et consignations (CDC), est une holding qui agit au travers de ses filiales Bpifrance Financement, Bpifrance Régions (pôle Financement), Bpifrance Participations et Bpifrance Investissement (pôle Investissement) et Bpifrance Assurance Export (pôle Assurance Export).



La société résultant de la fusion poursuivra l'activité de Bpifrance SA et constituera la nouvelle entité faitière du groupe BPI.



(1) Parité proposée de 16 actions Bpifrance SA pour 5 actions Bpifrance Financement  
 (2) Pour Bpifrance Investissement et Assurance Export, le maintien sera assuré

III- Cette opération s'inscrit dans le cadre de l'ordonnance n°2020-739 du 17 juin 2020 portant réorganisation de la Banque publique d'investissement qui prévoit que, dans un délai de 12 mois à compter de sa publication, il sera procédé à la fusion par voie d'absorption de la société Bpifrance SA par la société Bpifrance Financement.

La fusion est donc une fusion « à l'envers ». Aux termes du projet de traité de fusion, les actifs apportés et les passifs transmis à Bpifrance Financement consisteront en l'intégralité du patrimoine de Bpifrance SA.

En application du 2° de l'article L. 236-4 du code de commerce, la société absorbante et la société absorbée sont convenues de donner à la fusion un caractère rétroactif au 01/01/2020.

Sur le plan fiscal, la fusion est placée sous le régime de faveur des fusions prévu à l'article 210 A du CGI.

Conformément aux articles 743-1 et suivants du règlement 2014-03 du 5 juin 2014 de l'Autorité des normes comptables relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées, tel que modifié par le règlement n° 2017-01 du 5 mai 2017 relatif au plan comptable général, s'agissant d'une opération à l'envers entre sociétés sous contrôle commun, les éléments d'actifs apportés et de passifs transmis sont retenus pour leur valeur nette comptable telle qu'elle ressort des comptes de Bpifrance SA.

L'actif net apporté s'élève ainsi à 21.776.492 K€. La différence entre ce montant et celui de l'augmentation de capital de Bpifrance Financement, soit 5.350.946 K€, constituera une prime de fusion d'un montant de 16.425.546 K€.

Bpifrance SA détient 90.77% de Bpifrance financement, le solde étant détenu par quelques établissements de crédit. A l'issue de la fusion, le capital de l'entité fusionnée, renommée Bpifrance, sera détenue à 49.3% par l'EPIC Bpifrance, 49.3% par la CDC et 1.4% par les actionnaires minoritaires.

Par ailleurs, l'ordonnance n°2020-739 du 17 juin 2020, qui vient modifier l'ordonnance n° 2005-722 du 29 juin 2005 relative à la Banque publique d'investissement, vise en outre (i) à tirer les conséquences de l'opération sur la composition du capital en réservant une participation publique de 95 %, le solde devant être détenu par des personnes exerçant une activité bancaire, financière ou d'assurance agréée et bénéficiant de garanties consenties par Bpifrance SA et ses filiales (ii) à adapter les règles relatives à la composition du conseil d'administration.

IV- Pour déterminer la valeur économique et la parité d'échange de Bpifrance Financement et de Bpifrance SA, la Commission a disposé notamment du rapport d'évaluation de DELOITTE du 30/06/2020 susvisé.

**La valeur de Bpifrance financement** a été estimée à partir de deux méthodes : d'une part le Discounted Dividend Model (DDM), d'autre part l'actif net réévalué (ANR).

La méthode DDM prend en compte le fait que Bpifrance Financement est une entité publique qui bénéficie d'atténuateurs de risques. Bpifrance Financement n'est pas directement comparable aux banques commerciales composant le consensus sectoriel.

A cet égard, le coût des fonds propres retenu par DELOITTE est moins élevé que celui du consensus sectoriel. Il reflète notamment le fait que le niveau de ROE attendu de l'actionnaire est moins élevé que celui des banques commerciales privées et que les risques de crédit et de liquidité de Bpifrance financement sont également moins élevés que dans les banques généralement quelconques.

Par ailleurs, la méthode de l'actif net réévaluée utilisée est basée sur les comptes arrêtés au 30 juin 2020. Seuls les immeubles hors exploitation ont été réévalués à leur valeur de marché. Eu égard aux spécificités de l'activité de Bpifrance Financement rappelées supra, DELOITTE considère que cette approche donne une approximation satisfaisante de la juste valeur.

Les deux approches intègrent l'impact des deux filiales détenues par Bpifrance financement : à savoir, Bpifrance Régions et Bpifrance Courtage.

La valeur finalement proposée par DELOITTE pour Bpifrance Financement est la moyenne arithmétique entre la valeur DDM et la valeur ANR.

**L'évaluation de Bpifrance SA** a été réalisée sur la base de la méthode de l'actif net réévalué (ANR).

La valorisation des filiales de Bpifrance SA a été faite sur la base de la juste valeur pour Bpifrance Participations et Bpifrance Assurance export. Bpifrance Financement (90.77%) a été évalué selon l'approche décrite supra.

La juste valeur de Bpifrance Participations, dont la vocation est de prendre et détenir des participations, prend en compte la juste valeur des participations détenues et la valeur présente de l'activité accompagnement.

**Pour la détermination de la valeur d'échange**, l'application des méthodes décrites supra aboutissent à une valorisation économique de Bpifrance SA à 24.198.000 K€ (soit 11.3 € par action pour un total de 2.140.378.396 actions) et Bpifrance financement à 3.822.849 K€ (soit 36.4 € par action pour un total de 104.988.415 actions). Soit un rapport de 3.22 entre les actions Bpifrance Financement et Bpifrance SA.

Le projet de traité de fusion susvisé, retient un rapport d'échange de 5 actions Bpifrance Financement pour 16 actions Bpifrance SA.

Le rapport susvisé de la société EIGHT ADVISORY, conseil de l'APE, qui porte sur ses « travaux de revue de l'évaluation de Bpifrance SA et de ses filiales préparé par DELOITTE » ne remet en cause ni les valorisations proposées ni la parité d'échange retenue.

De même, dans son rapport susvisé sur la valeur des apports, le commissaire aux apports indique qu'il est d'avis qu'à la date dudit rapport, la valeur globale des apports de Bpifrance SA à Bpifrance Financement, d'un montant de 21.776 492 K€ n'est pas surévaluée. Il indique par ailleurs, dans son rapport susvisé sur la rémunération des apports, que sur la base de ses

travaux et à la date dudit rapport, le rapport d'échange de 16 actions Bpifrance pour 5 actions Bpifrance Financement présente un caractère équitable.

V- Conformément au I de l'article 27, 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 de 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 manière adéquate les caractéristiques des deux sociétés impliquées et de leurs filiales. La valorisation de Bpifrance SA selon la méthode de l'actif net réévalué est, s'agissant d'une holding, une approche satisfaisante sur le plan méthodologique. La combinaison d'une approche intrinsèque et d'une approche patrimoniale est pertinente pour valoriser Bpifrance Financement qui est un établissement de crédit du secteur public spécialisé dans les crédits et les garanties aux petites et moyennes entreprises.

La commission a également vérifié que les activités d'intérêt général exercées au sein du groupe BPI étaient prises en compte dans l'évaluation selon des méthodes adaptées aux spécificités de ces activités.

La Commission s'est également assurée que les plans d'affaires utilisés intègrent les dernières informations économiques disponibles dans le contexte actuel de crise sanitaire et économique.

La Commission a enfin vérifié que la sensibilité de la valorisation au coût des fonds propres a bien été prise en compte et que sa variation, dans une fourchette vraisemblable eu égard aux spécificités de Bpifrance Financement, ne conduit pas à un impact significatif sur la parité d'échange.

VI- Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, et au vu des informations qui lui ont été communiquées, la Commission estime que la valeur de Bpifrance SA et de Bpifrance financement est correctement établie à respectivement 24.198.000 K€ et 3.822.849 K€, conduisant à une parité d'échange de 16 actions Bpifrance SA contre 5 actions Bpifrance Financement.

La Commission constate par ailleurs que les modalités de l'opération et la procédure retenue, qui sont définies par l'ordonnance<sup>o</sup> 2020-739 du 17 juin 2020 susvisée, respectent les intérêts du secteur public. Le choix des entités fusionnées est également fixé par l'ordonnance.

VII- Pour tous ces motifs, et au vu des documents qui lui ont été communiqués, la Commission estime que les conditions de l'opération qui lui a été présentée respectent les intérêts patrimoniaux de l'Etat. En conséquence, la commission émet un avis favorable au projet d'arrêté dont le texte est annexé au présent avis.

Adopté dans la séance du 18 novembre 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,

# RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

Ministère de l'économie, des finances  
et de la relance

Arrêté du [•]

## autorisant la fusion par voie d'absorption de la société anonyme Bpifrance par sa filiale la société anonyme Bpifrance Financement

### **Le ministre de l'économie, des finances et de la relance,**

Vu la loi n° 2012-1159 du 31 décembre 2012 modifiée relative à la création de la Banque publique d'investissement, notamment son article 9 ;

Vu l'ordonnance n° 2005-722 du 29 juin 2005 modifiée relative à la Banque publique d'investissement, notamment son article 6 ;

Vu l'ordonnance n° 2020-739 du 17 juin 2020 portant réorganisation de la Banque publique d'investissement et modifiant l'ordonnance n° 2005-722 du 29 juin 2005 relative à la Banque publique d'investissement, notamment son article 1<sup>er</sup> ;

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 son titre III ;

Vu l'avis de la Commission des participations et des transferts n°[•] du [•],

**arrête :**

### **Article 1**

La fusion par voie d'absorption de la société anonyme Bpifrance par sa filiale la société anonyme Bpifrance Financement est autorisée.

Cette opération s'effectue selon les modalités prévues aux articles 2 à 5.

### **Article 2**

L'actif net de la société Bpifrance apporté à sa filiale la société Bpifrance Financement est évalué à 21.776.492.015,70 euros.

### **Article 3**

En rémunération de l'actif net apporté par la société Bpifrance, sa filiale la société Bpifrance Financement procédera à une augmentation de capital d'un montant de 5.350.945.920 euros, par émission de 668.868.240 actions Bpifrance Financement d'une valeur



nominale de 8 euros. Ces actions seront immédiatement et entièrement assimilées aux actions anciennes de la société Bpifrance Financement.

#### **Article 4**

Les actions nouvelles de la société Bpifrance Financement seront attribuées à l'EPIC Bpifrance et à la Caisse des dépôts et consignations en leur qualité d'actionnaires de la société Bpifrance, à hauteur de leurs participations respectives dans la société Bpifrance, soit 334.434.120 actions Bpifrance Financement nouvelles attribuées à l'EPIC Bpifrance et 334.434.120 actions Bpifrance Financement nouvelles attribuées à la Caisse des dépôts et consignations.

A l'issue de l'opération, le capital social de la société Bpifrance Financement sera détenu par l'EPIC Bpifrance à hauteur de 49,3% du capital, par la Caisse des dépôts et consignations à hauteur de 49,3% du capital, et par des actionnaires minoritaires à hauteur de 1,4% du capital.

#### **Article 5**

La différence entre l'actif net apporté par la société Bpifrance à sa filiale la société Bpifrance Financement, soit 21.776.492.015,70 euros, et le montant de l'augmentation de capital de la société Bpifrance Financement, soit 5.350.945.920 euros, constituera une prime de fusion d'un montant de 16.425.546.095,70 euros.

#### **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.

Le ministre de l'économie, des finances et de la relance

Pour le ministre et par délégation :

Le commissaire aux participations de l'État

Martin VIAL