

## **Commission des participations et des transferts**

**Avis n° 2011 - A.C. - 3 du 22 février 2011**

**relatif au transfert au secteur privé des Thermes d'Aix-les-Bains**

La Commission,

Vu la lettre en date du 26 janvier 2011 par laquelle la Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission, en application de l'article 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, en vue du transfert au secteur privé de la société Thermes nationaux d'Aix-les-Bains ;

Vu la loi n° 86-793 du 2 juillet 1986 autorisant le Gouvernement à prendre diverses mesures d'ordre économique et social, et en particulier son article 7 ;

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations, en particulier son article 19, et le décret n° 93-1041 du 3 septembre 1993 modifié pris pour l'application de ladite loi ;

Vu la loi modifiée n° 93-923 du 19 juillet 1993 de privatisation ;

Vu la loi n° 2009-879 du 21 juillet 2009 portant réforme de l'hôpital et relatif aux patients, à la santé et aux territoires, et en particulier son article 134 ;

Vu le décret n° 2009-1697 du 29 décembre 2009 approuvant les statuts de la société anonyme Thermes nationaux d'Aix-les-Bains ;

Vu le décret n° 2010-916 du 3 août 2010 autorisant le transfert au secteur privé de la propriété de la société anonyme Thermes nationaux d'Aix-les-Bains ;

Vu l'arrêté du Ministre du Budget, des Comptes publics, de la Fonction publique et de la Réforme de l'Etat du 14 janvier 2010 portant apport en nature à la société des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains de divers ensembles immobiliers ;

Vu l'avis, publié au Journal officiel du 6 octobre 2010, relatif à la cession au secteur privé des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains ;

Vu le rapport public de la Cour des Comptes pour 2008 ;

Vu la lettre de procédure de la cession ainsi que le mémorandum d'information d'octobre 2010 sur la société Thermes nationaux d'Aix-les-Bains ;

Vu les quatre manifestations d'intérêt déposées début novembre 2010 par la Compagnie européenne des Bains (Valvital), par Fiduciaire Conseil Sud-Est pour le compte de la Mairie d'Aix-les-Bains et d'un consortium de professionnels locaux, par la société Les Sources d'Equilibre SA et par la société Maubourg Investissements ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat transmise à la Commission le 15 novembre 2010 ;

Vu la note de présentation remise le 16 novembre 2010 à la Commission en séance par la société Thermes nationaux d'Aix-les-Bains ;

Vu les offres fermes d'acquisition déposées le 20 décembre 2010 par la Compagnie européenne des Bains (Valvital), le 21 décembre 2010 par Fiduciaire Conseil Sud-Est pour le compte de la Mairie d'Aix-les-Bains et d'un consortium de professionnels locaux, le 22 décembre 2010 par la société Les Sources d'Equilibre SA et le 22 décembre 2010 par la société Maubourg Investissements ;

Vu le rapport en date du 21 janvier 2011 de M. Alain BODON, inspecteur général des finances, personnalité indépendante désignée par la Ministre pour veiller au bon déroulement de la procédure ;

Vu le rapport d'évaluation établi par le cabinet Mazars, conseil de l'Etat, en date du 24 janvier 2011 et sa mise à jour du 16 février 2011 ;

Vu la note de l'Agence des Participations de l'Etat transmise à la Commission le 24 janvier 2011 ;

Vu les notes de présentation remises à la Commission en séance le 27 janvier 2011 par la Compagnie européenne des Bains (Valvital) ;

Vu les lettres et documents transmis par la Compagnie européenne des Bains (Valvital) les 12 décembre 2010, 25, 27 et 31 janvier 2011 ;

Vu les lettres de Maubourg Investissement des 28 décembre 2010, 10 et 28 janvier 2011 ;

Vu l'avis du Comité d'entreprise des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains du 14 février 2011 ;

Vu le contrat de cession d'actions signé le 15 février 2011 entre l'Etat et la Compagnie européenne des Bains ;

Vu le projet d'arrêté transmis à la Commission par l'Agence des participations de l'Etat le 15 février 2011 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 16 novembre 2010 conjointement :

- la Ministre chargée de l'Economie représentée par Mmes Astrid MILSAN, directrice de participations à l'Agence des Participations de l'Etat, Solenne LEPAGE et M. Frédéric ROTHENBURGER, et assistée de son conseil, le cabinet Mazars, représenté par MM. Laurent PERETTI, Senior Manager, et Thomas PICQUETTE,
- M. Alain BODON, inspecteur général des finances, désigné par la Ministre comme personnalité indépendante au sens de l'article 1<sup>er</sup>-2<sup>o</sup> du décret du 3 septembre 1993,
- la société des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains représentée par M. Philippe PLAT, président directeur général ;

- le 27 janvier 2011 successivement :

1/ conjointement :

- la Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie représentée par M. Olivier BOURGES, directeur général adjoint de l'Agence des participations de l'Etat, Mme Solenne LEPAGE, MM. Antoine BIED-CHARRETON, David SITRUK et Frédéric ROTHENBURGER, et assistée de son conseil, le cabinet Mazars, représenté par M. Laurent PERETTI, Senior manager,
- la personnalité indépendante, M. Alain BODON, inspecteur général des finances ;

2/ la société des Thermes d'Aix-les Bains représentée par M. Philippe PLAT, président directeur général ;

3/ la société Maubourg Investissements représentée par M. Gilles LAFUENTE, président, et Mme Catherine DUNAND et assistée de son conseil M. Jean-Pierre BUISSON, associé du cabinet Ernst & Young ;

4/ la société Compagnie européenne des Bains (Valvital) représentée par MM. Bernard RIAC, président directeur général, Olivier BRUEZ, Jean-Paul MATHOULIN et Franck MOYAT ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 26 janvier 2011 la Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission, en application de l'article 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, en vue du transfert au secteur privé de la société des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains dont le capital est détenu intégralement par l'Etat.

La société employant environ 300 salariés et réalisant un chiffre d'affaires de 15 millions d'euros, sa cession a été autorisée par le décret du 3 août 2010 susvisé, en application de l'article 19 de la loi du 6 août 1986 susvisée.

Conformément aux dispositions de l'article 1er-2° du décret du 3 septembre 1993 susvisé, la publicité de la décision de vente a été assurée par une publication au Journal officiel du 6 octobre 2010. La procédure choisie ne prévoyant pas de cahier des charges, la Ministre a désigné M. Alain BODON, inspecteur général des finances, en tant que personnalité indépendante chargée de veiller au bon déroulement de la procédure.

S'agissant d'une cession hors marché, l'avis conforme de la Commission sur le choix des acquéreurs et les conditions de la cession est requis aux termes de l'article 4 de la loi du 6 août 1986 susvisée.

II.- Les Thermes d'Aix-les-Bains ont été construits à la fin du XVIIIème siècle par les rois de Sardaigne pour exploiter des eaux dont les propriétés curatives étaient reconnues dès l'époque romaine. Après l'annexion de la Savoie par la France, les Thermes ont connu plusieurs statuts juridiques publics et en dernier lieu celui d'établissement public industriel et commercial (EPIC) en 2004. Les difficultés rencontrées alors par l'établissement ont conduit l'Etat à mettre en place une réforme fondamentale de son statut et du régime juridique de son personnel jusque là appartenant à la fonction publique.

L'article 134 de la loi du 21 juillet 2009 susvisée a transformé les Thermes nationaux d'Aix-les-Bains en société anonyme dont les statuts ont été approuvés par le décret du 29 décembre 2009 susvisé. Les biens du domaine public immobilier de l'Etat qui avaient été mis en dotation à l'EPIC ont été déclassés. Les apports à la nouvelle société ont été fixés par l'arrêté du 14 janvier 2010 susvisé. La société est ainsi propriétaire de terrains, d'immeubles et de trois sources thermales.

Les eaux thermales d'Aix-les-Bains présentent des qualités thérapeutiques reconnues pour le traitement des douleurs rhumatismales. En 2009, avec environ 24 000 curistes, les Thermes se sont situés au cinquième rang en France des établissements thermaux.

Toutefois, depuis près de 25 ans, la fréquentation des Thermes a fortement baissé, diminuant de plus de 50 %. Cette évolution défavorable est notamment attribuée à l'inadaptation de la politique commerciale de l'établissement, à la dégradation de sa réputation, à l'augmentation de la concurrence d'autres stations et à l'absence d'hébergement sur le site des Thermes. Les coûts se sont avérés trop lourds dans ce contexte. Dans son rapport public pour 2008, la Cour des Comptes recommandait « le désengagement de l'Etat et l'adoption de nouveaux statuts permettant le recours à des partenaires privés ». La dégradation des comptes de l'établissement a contraint l'Etat à procéder en avril 2009 à une avance d'actionnaire d'un million d'euros à échéance 2014 et la dette sociale, d'un montant total de 4,7 millions d'euros, a été en partie rééchelonnée.

Une nouvelle direction mise en place en 2007 a entrepris le redressement des Thermes selon deux directions complémentaires définies dans un plan d'entreprise 2009-2013 :

- la relance de l'activité porte sur le médical conventionné (qui représente plus de 80 % des revenus), sur le médical non conventionné avec les protocoles « Mieux Bouger » et sur les activités de bien-être et de détente. L'amélioration de la qualité des soins et des prestations et la fidélisation de la clientèle doivent concourir à l'amélioration de la fréquentation ;
- la diminution des coûts conduit à une profonde restructuration des effectifs qui s'est traduite par le passage, sur une base de volontariat, à des contrats de droit privé et par une réduction de 25 % du personnel entre 2007 et 2010. Les agents ayant souhaité conserver le statut de fonctionnaires ont été versés à d'autres administrations publiques.

Les comptes des trois derniers exercices montrent les premiers résultats du redressement. La reprise en 2010 de la fréquentation à 26 000 curistes devrait se traduire par une augmentation de 3 % du chiffre d'affaires en 2010 à 14,8 millions d'euros (les chiffres de 2010 sont encore provisoires). Grâce à la réduction des charges, l'excédent brut d'exploitation passe d'un déficit de 2,1 millions en 2008 et de 1,2 millions en 2009 à un excédent de 0,3 million en 2010. Le résultat d'exploitation, après des pertes de 3,8 et 2,9 millions en 2008 et 2009 respectivement, ne serait plus déficitaire que de 0,7 million en 2010.

III.- Le processus de transfert des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains au secteur privé a été ouvert par l'avis publié au Journal officiel du 6 octobre 2010 invitant les candidats à l'acquisition à se faire connaître. Le conseil de l'Etat a pris contact avec 149 investisseurs potentiels. Après signature d'un accord de confidentialité, 26 investisseurs qui avaient manifesté leur intérêt ont reçu la lettre de procédure et le mémorandum d'information.

Quatre offres indicatives ont été déposées dans le délai fixé au 8 novembre 2010 par la lettre de procédure. Elles émanaient de la Compagnie européenne des Bains (Valvital), de Fiduciaire Conseil Sud-Est (pour le compte de la Mairie d'Aix-les-Bains et d'un consortium de professionnels locaux), de Les Sources d'Equilibre SA (Brides-les-Bains) et d'un consortium associant Développement & Partenariat et Maubourg Investissement. La Commission a eu connaissance de ces offres indicatives.

Les quatre candidats ont été autorisés à participer à la deuxième phase de la procédure. Ils ont eu accès à une salle d'information (data room) électronique, ont rencontré les dirigeants des Thermes et ont effectué une visite détaillée des sites. Les quatre candidats ont déposé des offres fermes dans le délai fixé au 22 décembre 2010.

- La Compagnie européenne des Bains (Valvital), créée en 1989 et à capital familial (famille RIAC), est devenue le deuxième groupe thermal français avec la gestion de dix établissements. Elle est également présente par des salles de sport (fitness) et une résidence hôtelière. Son chiffre d'affaires s'élève à 22 millions d'euros.

L'offre de Valvital propose un prix de 3 millions d'euros. Elle présente un projet industriel comportant des investissements importants en particulier dans la construction d'un « spa thermal » et d'une résidence hôtelière. L'agrément en phlébologie par la sécurité sociale sera recherché et les activités hors champ conventionnel seront développées ainsi que des activités connexes (boutique, gamme de produits, blanchisserie). Les Thermes bénéficieront du programme publicitaire Valvital, de sa centrale de réservation et de son site marchand. La direction du groupe Valvital prévoit de s'établir sur le site d'Aix-les-Bains. Les développements envisagés permettront d'augmenter l'emploi.

- Fiduciaire Conseil Sud-Est présente un projet d'acquisition pour le compte de la Mairie d'Aix-les-Bains (50 %) et d'un consortium de professionnels locaux (50 %). L'offre précise qu'une procédure d'appel d'offres sera organisée pour mettre en place une gestion déléguée de l'activité par des professionnels du secteur.

Cette offre propose un prix de 1 euro subordonné au maintien d'une trésorerie nette de 6 millions d'euros. Compte tenu des prévisions de trésorerie actuelles de la société, cette offre se traduit par un prix négatif pour l'Etat de l'ordre de 6 millions d'euros. Le projet industriel se fonde sur la poursuite des orientations mises en œuvre (Mieux Bouger, phlébologie) et l'optimisation des coûts. Les Thermes seront davantage intégrés dans l'économie locale. Une quatrième unité de soins sera construite et la faisabilité d'une résidence hôtelière sera étudiée. Du point de vue social, les départs naturels ne seront pas tous remplacés mais l'augmentation de l'activité conduira à de nouveaux recrutements.

- Les Sources d'Equilibre SA est la tête d'un groupe qui exploite les thermes de Brides-les-Bains et de Salins-les Thermes, ainsi que deux hôtels situés à Brides-les-Bains, et qui détient des participations minoritaires dans deux autres établissements thermaux.

L'offre de la société Les Sources d'Equilibre SA propose un prix de 1 euro mais assorti de conditions en fonction du niveau de la trésorerie des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains qui, selon l'estimation du conseil de l'Etat, conduisent à l'équivalent d'un prix négatif de 2 millions d'euros. Le projet industriel consiste dans le développement tant de l'activité du secteur conventionné (élargi à la phlébologie après obtention de l'agrément) que du secteur libre (protocole Mieux Bouger, Thermoludisme, nouveaux produits) ainsi que dans l'amélioration du service proposé aux clients. Le développement d'une société hôtelière ne serait pas envisagée à court terme. Du point de vue social, la politique de maîtrise des effectifs serait poursuivie par l'analyse détaillée des besoins et le développement de la polyvalence.

- Maubourg Investissement est une société d'investissement créée il y a un an par M. Gilles LAFUENTE avec un groupe de personnes physiques. M. LAFUENTE fait état d'une expérience antérieure dans le secteur du thermalisme (Bagnoles-de-l'Orne) et associerait à son projet des personnes spécialistes du secteur ainsi que des investisseurs financiers dont notamment Développement & Partenariat.

L'offre de Maubourg Investissement propose un prix de 2 000 euros. Elle présente un projet industriel qui vise à améliorer l'attractivité de l'établissement en construisant une résidence hôtelière intégrée, en renforçant la composante médicale du thermalisme, en proposant une offre attractive de courts séjours et en créant un centre de remise en forme. Une dynamique de station sera recherchée avec les autorités locales. Maubourg Investissement estime satisfaisant le niveau des effectifs et n'envisage pas de plan social.

La personnalité indépendante désignée par la Ministre conclut dans son rapport du 21 janvier 2011 que l'opération de cession n'appelle pas de réserve tant du point de vue de la régularité du processus que de celui de l'égalité de traitement des candidats.

La Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, par note du 24 janvier 2011, a saisi la Commission d'une proposition visant à retenir la Compagnie européenne des Bains (Valvital) comme acquéreur de 100 % du capital des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains, au vu des conditions financières qu'elle propose et de la qualité de son projet industriel et social.

IV.- Conformément à la loi, la Commission a procédé à l'évaluation des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains en recourant à une analyse multicritères qui prend en compte la valeur des actifs, les bénéfices réalisés et les perspectives d'avenir.

A cette fin, elle a disposé du rapport du conseil de l'Etat qui utilise en l'espèce deux méthodes d'évaluation :

- l'actif net comptable (6,9 millions d'euros) : le conseil a effectué le calcul sur la base du bilan au 30 juin 2010 et n'a pas procédé à une réévaluation des actifs notant que la majorité d'entre eux ont fait l'objet d'un apport récent au 1er janvier 2010 avec prise en compte pour les immobilisations corporelles de la valorisation de France Domaine ;

- l'actualisation des flux futurs de trésorerie : la valorisation est basée sur le plan d'affaires pour la période 2011-2013 établi par la direction de la société. La valeur terminale représente la presque totalité des flux, celui de 2011 étant négatif. Un taux de croissance à l'infini de 1,6 % est retenu. Les flux sont actualisés au taux de 12,2 %. Le conseil a appliqué une décote limitée à 4 % pour tenir compte de la taille et de l'illiquidité de la participation. Il souligne que certains risques, comme l'évolution du régime de conventionnement, auraient pu justifier des décotes supplémentaires.

Les méthodes de valorisation par multiples de transactions comparables ou de sociétés cotées comparables ont été écartées par le conseil en l'absence de comparable coté et du fait que les quelques transactions récentes sur des thermes (Rennes-les-Bains, Vittel, Bagnoles-de-l'Orne) comportaient des caractéristiques jugées trop différentes de l'opération en cours.

En définitive, le conseil estime que dans une optique de pérennité de l'exploitation, l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie est la plus pertinente. Elle conduit, compte tenu de l'endettement net, à une valeur nette de la société se situant dans une fourchette négative.

V.- La Commission note que la société des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains est encore en cours de redressement pour les deux ou trois exercices à venir. Les résultats déjà obtenus dans ce processus par la direction des Thermes apparaissent encourageants et vont au delà des prévisions initiales. L'actualisation des flux ne peut être la seule méthode de référence dans le cadre imposé par la loi d'une analyse multicritères. L'actif net positif de la société, ainsi que la valeur du fonds de commerce, dont les projets des candidats montrent qu'il peut encore être largement développé, doivent être également pris en compte.

La Commission estime en conséquence que la valeur des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains ne saurait être négative en dépit de la situation délicate à laquelle l'exposent les dettes accumulées et l'importance des moyens à mettre en œuvre pour poursuivre le redressement.

Les deux offres d'achat décrites au point III du présent avis qui proposent des prix nets négatifs ne peuvent donc être retenues.

La Commission a procédé à l'examen détaillé des deux autres offres et à l'audition des candidats le 27 janvier 2011. Ceux-ci ont tous deux confirmé que leur offre comporte, outre le prix d'achat, l'engagement d'honorer les dettes de la société, notamment celles vis-à-vis des organismes sociaux et de l'Etat d'un montant total d'environ 5,7 millions d'euros.

L'offre de Maubourg Investissement, société d'investissement, propose un prix d'achat de 2 000 euros. Elle envisage un plan de développement dans la ligne des opportunités identifiées par la société et contient l'engagement de ne pas procéder à un plan social. La réalisation du plan de développement implique des investissements dont le financement suppose la collecte de fonds auprès d'investisseurs financiers ou de personnes physiques.

L'offre de la Compagnie européenne des Bains (Valvital) propose le prix d'achat le plus élevé (3 millions d'euros). Elle présente un projet de développement des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains ambitieux, assorti d'investissements importants, et en ligne avec les opportunités identifiées par la société elle-même. Le groupe Valvital est un spécialiste de l'exploitation d'établissements thermaux et pourra faire bénéficier ceux d'Aix-les-Bains de son expérience et de ses compétences commerciales. Pour le groupe Valvital, l'acquisition des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains est une opération de croissance structurante qui en double environ la taille. La Commission a demandé au groupe des précisions sur le mode de financement de cette acquisition. Les assurances sur les concours bancaires sollicités à cet effet lui ont été fournies ainsi que des prévisions de bilans et de comptes de résultats du groupe après cette acquisition. Le groupe Valvital s'engage à effectuer dans les deux mois suivant la cession un apport en compte courant d'associé aux Thermes nationaux d'Aix-les-Bains. L'offre préserve l'emploi et en envisage même l'augmentation avec le développement de l'activité.

La Commission estime que la proposition de retenir comme acquéreur la Compagnie européenne des Bains correspond à une analyse objective des offres d'acquisition reçues par l'Etat.

Elle note enfin que l'acquéreur ne reçoit de l'Etat aucune garantie autre que celles juridiques usuelles et qu'il s'engage à conserver les titres acquis pendant au moins trois ans.

Pour tous ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission EMET UN AVIS FAVORABLE à la proposition de la Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie de retenir la société Compagnie européenne des Bains comme acquéreur de 100 % du capital des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains cédé par l'Etat, ainsi qu'au projet d'arrêté annexé au présent avis.

Adopté dans la séance du 22 février 2011 où siégeaient MM. Bertrand SCHNEITER, président, Pierre ACHARD, Daniel DEGUEN, Philippe MARTIN, Mme Perrette REY, MM. Philippe ROUVILLOIS et Jean SÉRISÉ, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER



**RÉPUBLIQUE FRANÇAISE**

Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie

NOR : EFIT1101690A

**ARRETE** du [...]

relatif aux modalités du transfert au secteur privé du capital des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains

**La ministre de l'économie, des finances et de l'emploi,**

Vu la loi n°86-793 du 2 juillet 1986 autorisant le Gouvernement à prendre diverses mesures d'ordre économique et social, notamment son article 7 ;

Vu la loi n°86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations, notamment son article 4 ;

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

Vu le décret n°2010-916 du 3 août 2010 autorisant le transfert au secteur privé de la propriété de la société anonyme Thermes nationaux d'Aix-les-Bains ;

Vu l'avis relatif à la cession au secteur privé des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains publié au Journal officiel de la République française du 6 octobre 2010 ;

Vu l'avis en date du 14 février 2011 du comité d'entreprise de la société anonyme « Thermes nationaux d'Aix-les Bains » consulté en application de l'article L. 2323-19 du code du travail ;

Vu l'avis conforme en date du 22 février 2011 de la commission des participations et des transferts,

**ARRÊTE****Article 1<sup>er</sup>**

La cession par l'Etat de 100% du capital des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains, soit 200 000 actions, pour un prix fixe de 3 000 000 €, à la société Compagnie Européenne des Bains est approuvée.

**Article 2**

Le présent arrêté sera publié au *Journal officiel* de la République française.

Fait à Paris, le [ ]

La ministre de l'économie, des finances et de l'industrie,