

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

**Avis n° 2013 – A.C. - 2 du 29 juin 2013**

**relatif à une cession de titres d'Aéroports de Paris**

La Commission,

Vu la lettre en date du 3 juin 2013 par laquelle le Ministre de l'Economie et des Finances a saisi la Commission, en application de l'article 3 de la loi n° 86 912 du 6 août 1986 modifiée, en vue de procéder à la cession, dans le cadre d'une procédure hors marché, de la participation de l'Etat excédant le seuil de la majorité du capital de la société Aéroports de Paris (ADP), à laquelle est invité à s'associer le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI) ;

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations 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° 2005-357 du 20 avril 2005 relative aux aéroports ;

Vu le code de l'aviation civile ;

Vu le décret n° 2005-828 du 20 juillet 2005 relatif à la société anonyme Aéroports de Paris ;

Vu le décret n° 2006-575 du 22 mai 2006 autorisant une ouverture minoritaire du capital d'Aéroports de Paris ;

Vu le contrat de régulation économique entre l'Etat et Aéroports de Paris portant sur la période 2011-2015 conclu le 23 juillet 2010 ;

Vu l'avis relatif à la cession au secteur privé d'une participation minoritaire au capital de la société Aéroports de Paris publié au journal officiel du 8 juin 2013 ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts n° 2013-A.C.-1 du 6 juin 2013 relatif au cahier des charges et n° 2013-A.-5 du 27 juin 2013 relatif à l'évaluation d'Aéroports de Paris ;

Vu les candidatures déposées, conformément à l'article 4 du cahier des charges et dans le délai qui y est prévu, par Crédit Agricole Assurances, par Norges Bank, par RARE Infrastructure Limited, par Industry Funds Management Pty Limited et par VINCI ;

Vu les offres déposées le 28 juin 2013, conformément à l'article 6 du cahier des charges et dans le délai qui y est prévu, par Norges Bank, par VINCI et par Crédit Agricole Assurances, tous candidats déclarés recevables par le Ministre de l'Economie et des Finances en application de l'article 4.3 du cahier des charges ;

Vu le projet d'arrêté fixant les modalités de transfert au secteur privé d'une participation minoritaire détenue par l'Etat et le Fonds Stratégique d'Investissement au capital de la société Aéroports de Paris, transmis à la Commission le 29 juin 2013 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 28 juin 2013 :

- le Ministre de l'Economie et des Finances représenté par Mme Solenne LEPAGE, directrice de participations à l'Agence des Participations de l'Etat, MM. Aymeric DUCROCQ, François CHAMPARNAUD et Antoine GUTHMANN ;

- le 29 juin 2013 successivement :

- le groupe VINCI représenté par MM. Xavier HUILLARD, président, Louis-Roch BURGARD et Jean Luc POMMIER, et assisté de ses banques conseils, Banque Nomura France, représenté par M. Jérôme CALVET, président, et Lazard, représenté par M. Jean Louis GIRODOLLE, associé gérant ;

- le groupe Crédit Agricole Assurances représenté par M. Jean Jacques DUCHAMP, directeur général adjoint et Mme Françoise DEBRUS, et assisté de sa banque conseil, Morgan Stanley, représenté par M. Emmanuel GOLDSTEIN, banquier conseil ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 3 juin 2013 le Ministre de l'Economie et des Finances a saisi la Commission, en application de l'article 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, en vue de procéder à la cession, dans le cadre d'une procédure hors marché, de la participation de l'Etat excédant le seuil de la majorité du capital de la société Aéroports de Paris (ADP), à laquelle est invité à s'associer le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI).

Le capital de la société Aéroports de Paris est réparti comme suit :

- Etat français : 54,5 %
- Fonds Stratégique d'Investissement 5,6 %
- Schiphol Group 8 %

- investisseurs institutionnels 23,6 %  
(le groupe Vinci déclare détenir 3,3 % du capital dans son rapport annuel 2012)
- investisseurs individuels 6,6 %
- salariés 1,7 %

L'ouverture minoritaire du capital de la société Aéroports de Paris au secteur privé a été autorisée par le décret du 22 mai 2006 susvisé. Les cessions d'actions d'Aéroports de Paris sont réalisées dans le cadre du titre II de la loi du 6 août 1986 susvisée.

La procédure de cession consiste en une vente de gré à gré, sur base d'un cahier des charges, d'une fraction du capital d'ADP qui ne pourra pas être supérieure à 9,5 % au total. L'Etat continuera à détenir directement après l'opération (et l'offre aux salariés qui lui sera le cas échéant associée) la majorité du capital d'ADP.

Les objectifs de l'opération sont définis au point E du préambule du cahier des charges : « les Cédants [l'Etat et le FSI] entendent au premier chef optimiser leurs intérêts patrimoniaux, y compris de long terme, tout en veillant à préserver l'équilibre, la pérennité et la diversité de l'actionnariat de la Société, par la recherche d'actionnaires de long terme et le cas échéant susceptibles de conforter le développement de la Société, notamment par leur participation à sa gouvernance, dans le respect des accords de coopération conclus avec Schiphol. Ces éléments pourront être notamment appréciés sur la base des précisions apportées dans le cadre de l'Annexe 3 ».

Deux types d'offres sont proposées qui comportent l'engagement d'acquérir :

- pour l'offre A un nombre d'actions compris entre 2% et 4% du capital d'ADP,
- pour l'offre B un nombre d'actions compris entre 4,5% et 6% . L'Etat s'engage à voter en faveur d'un représentant de l'acquéreur au conseil d'administration d'ADP. Tout candidat déposant une offre B doit avoir déposé une offre A et le prix par action de l'offre B doit être supérieur à celui de l'offre A.

Un même candidat ne peut être sélectionné que pour une seule offre et ne peut donc se voir attribuer plus de 6% du capital d'ADP. Les acquéreurs s'engagent de plus à ne pas détenir pendant cinq ans plus de 8% du capital d'ADP. Les titres acquis seront inaliénables pendant une durée minimale de six mois (offre A) ou douze mois (offre B).

S'agissant d'une cession de gré à gré, le ou les acquéreurs sont sélectionnés, sur avis conforme de la Commission, par le Ministre sur la base d'un cahier des charges, conformément aux dispositions de l'article 1er 2° du décret du 3 septembre 1993 susvisé. La Commission a émis sur le cahier des charges l'avis conforme du 6 juin 2013 susvisé.

La Commission a déterminé la valeur d'Aéroports de Paris, au sens de l'article 3 de la loi du 6 août 1986 susvisée, par son avis du 27 juin 2013 susvisé.

II.- La procédure s'est déroulée selon les étapes établies par le cahier des charges :

- a.- cinq sociétés ont déposé leur candidature au plus tard le 25 juin 2013 conformément à l'article 4 du cahier des charges :
  - Crédit Agricole Assurances,

- Norges Bank,
- RARE Infrastructure Limited,
- Industry Funds Management Pty Limited,
- VINCI.

Ces cinq candidats ont été déclarés recevables par le Ministre de l'Economie et des Finances en application de l'article 4.3 du cahier des charges.

b.- trois candidats ont déposé des offres d'achat le 28 juin 2013 conformément à l'article 7 du cahier des charges :

- Norges Bank : une offre A,
- VINCI : une offre A et une offre B,
- Crédit Agricole Assurances : une offre A et une offre B.

III.- La Commission a examiné les dossiers présentés dans le cadre de leur offre par les trois candidats.

a.- Norges Bank :

Norges Bank est la banque centrale de Norvège. En plus de ses missions monétaires, Norges Bank gère le Government Pension Fund Global (GPF). Ce fonds souverain, constitué pour les générations futures et la distribution des pensions de retraite, gère environ 520 milliards d'euros investis pour 62 % en actions, 37 % en obligations (à 70 % en dette publique) et 1 % en immobilier. Norges Bank détient notamment 0,7 % d'ADP depuis l'introduction en bourse.

Norges Bank est un investisseur financier à long terme. En tant qu'actionnaire soutenant la stratégie et la direction d'ADP, Norges Bank souhaite saisir l'opportunité présente d'accroître sa participation dans ADP. Il déclare ne pas avoir de conflit d'intérêt.

b.- VINCI :

VINCI est un acteur mondial des métiers des concessions et de la construction. Le groupe a réalisé en 2012 un chiffre d'affaires de 38,6 milliards d'euros dont 86 % dans la branche contracting (travaux publics, construction et ingénierie électrique) et 14 % dans la branche concessions (qui réalise 59 % du résultat opérationnel). Les fonds propres consolidés s'élèvent à 13,3 milliards d'euros.

La société SOC 15 est filiale intégrale de VINCI AIRPORTS, lui-même filiale intégrale de VINCI CONCESSIONS qui est filiale intégrale de VINCI.

VINCI détient des concessions dans de nombreux pays. Il est titulaire en France de la moitié du secteur autoroutier en concession et il détient en particulier le groupe ASF depuis le transfert de ce dernier au secteur privé en 2006. Dans le domaine aéroportuaire, VINCI est l'opérateur en France de 10 aéroports de province sous forme de délégations de service public et à l'étranger sous forme de concessions au Cambodge (3 aéroports) et au Portugal (acquisition d'ANA avec 10 aéroports). VINCI détient 3,3 % d'Aéroports de Paris.

Vinci entend conserver dans la durée sa participation. Il déclare souscrire aux axes de stratégie présentés par ADP. Il est disposé à discuter avec la société de coopérations plus approfondies notamment dans le domaine des opérations de développement à l'international (acquisitions, prises de participation, nouveaux projets). VINCI est disposé à faire bénéficier ADP de son

réseau international existant, de son expertise en construction et gestion de grandes infrastructures à l'étranger et de sa capacité à monter des financements adaptés pour de tels projets.

Vinci déclare ne pas avoir connaissance de conflits d'intérêts actuels avec le groupe ADP. Dans le cas où, à l'occasion de cette transaction, VINCI se verrait attribuer un siège au conseil d'administration d'ADP, VINCI ne participerait pas aux discussions au cours desquelles des présentations seraient faites et/ou des votes relatifs à des sujets où le groupe pourrait se trouver en situation de conflit d'intérêt.

#### c.- Crédit Agricole Assurances :

Crédit Agricole Assurances est le holding de tête du pôle assurances du groupe Crédit agricole et il est le premier bancassureur de France. Il est notamment l'entreprise mère de Predica (assurance vie) et de Pacifica (assurance non-vie) qui sont ses filiales intégrales.

Les encours de contrats gérés s'élèvent à 225 milliards d'euros et le chiffre d'affaires à 23 milliards. Les fonds propres consolidés sont de 10, 5 milliards. Crédit Agricole Assurances détient notamment 12 % de SANEF et y est présent au conseil d'administration.

Le groupe Crédit agricole est le premier groupe bancaire français.

Crédit Agricole Assurances indique son intérêt particulier pour les infrastructures, actifs stables et résilients. Il privilégie en particulier les infrastructures de transport qui présentent un couple rendement risque attractif. Les caractéristiques et profil de risque des infrastructures répondent donc bien aux objectifs de gestion actif-passif d'un assureur. Crédit Agricole Assurances envisage un investissement de long terme dans ADP en appui de la stratégie de développement de la société et dans une logique partenariale. Il déclare ne pas avoir de conflit d'intérêt.

IV.- Conformément à l'article 7.2 du cahier des charges, le Ministre de l'Economie et des Finances, après allocation entre les candidats ayant formulé les offres les mieux-disantes, a adressé à la Commission une proposition relative à la sélection des acquéreurs, au nombre des actions qui est alloué à chacun d'entre eux et au prix de cession :

- SOC 15 (filiale intégrale de VINCI) : offre B pour 4 643 968 actions au prix de 78,5 € par action,
- Prédica (filiale intégrale de Crédit Agricole Assurances) : offre B pour 4 757 291 actions au prix de 78,5 € par action.

La Commission a examiné l'équilibre de cette proposition au regard des objectifs énumérés au cahier des charges. Elle a procédé à l'audition des sociétés concernées.

Les deux acquéreurs envisagés sont des groupes de premier plan, l'un dans les secteurs de la construction et des concessions, l'autre dans les secteurs de la banque et de l'assurance, et l'acquisition projetée s'inscrit pleinement dans leurs stratégies respectives d'investissement. Ils déclarent leur intention d'être des actionnaires de long terme d'Aéroports de Paris et de conforter le développement de la société. Leur sélection répond à l'objectif de préserver l'équilibre, la pérennité et la diversité de l'actionnariat d'ADP prévu au cahier des charges.

L'annexe 3 du cahier des charges prévoit la déclaration par le candidat à une offre B de l'existence éventuelle de conflits d'intérêts avec ADP et des mesures qu'il pourrait proposer pour y remédier. Le groupe Crédit Agricole Assurances n'a pas de raison d'anticiper de conflit d'intérêt. Le groupe VINCI, compte tenu de son activité déjà existante dans le secteur aéroportuaire, qui en fait au demeurant un partenaire qualifié, étant susceptible de se trouver pour certains projets en conflit d'intérêt avec ADP, prend les engagements usuels destinés à éviter de telles situations.

La Commission note que l'allocation au groupe VINCI tient compte du plafond de 8 % mentionné à l'article 10 du cahier des charges.

S'agissant du prix de cession, la Commission observe qu'il est supérieur au prix par action correspondant à la valeur de l'entreprise tel qu'il est énoncé dans l'avis n° 2013-A.-5 susvisé dont le texte est annexé au présent avis (annexe 1). Le prix de l'offre fait apparaître une prime significative tant par rapport à la valeur sus-mentionnée que par rapport au cours de bourse, lui-même actuellement à son niveau le plus élevé depuis cinq ans. Ce résultat apparaît satisfaisant eu égard aux caractéristiques particulières de l'offre B.

Au total, la Commission estime que la proposition du Ministre atteint les objectifs visés par l'opération, tels qu'énumérés au point E du préambule du cahier des charges, et qu'elle respecte les intérêts patrimoniaux de l'Etat.

V.- En conséquence, au regard de la procédure définie par le cahier des charges, des objectifs et des critères qui y sont mentionnés, LA COMMISSION EMET UN AVIS FAVORABLE à la proposition ci-dessus décrite du Ministre de l'Économie et des Finances relative à la sélection des acquéreurs, au nombre des actions qui est alloué à chacun d'entre eux et aux prix de cession, ainsi qu'au projet d'arrêté joint au présent avis (annexe 2).

Adopté dans la séance du 29 juin 2013 où siégeaient MM. Bertrand SCHNEITER, président, Pierre ACHARD, Daniel DEGUEN, Philippe MARTIN, Philippe ROUVILLOIS et Jean SÉRISÉ, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER

## **Annexe 1**

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

**Avis n° 2013 - A. - 5 du 27 juin 2013**

**relatif à l'évaluation d'Aéroports de Paris**

La Commission,

Vu la lettre en date du 3 juin 2013 par laquelle le Ministre de l'Economie et des Finances a saisi la Commission, en application de l'article 3 de la loi n° 86 912 du 6 août 1986 modifiée, en vue de procéder à la cession, dans le cadre d'une procédure hors marché, de la participation de l'Etat excédant le seuil de la majorité du capital de la société Aéroports de Paris (ADP), à laquelle est invité à s'associer le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI) ;

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations 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° 2005-357 du 20 avril 2005 relative aux aéroports ;

Vu le code de l'aviation civile ;

Vu le décret n° 2005-828 du 20 juillet 2005 relatif à la société anonyme Aéroports de Paris ;

Vu le décret n° 2006-575 du 22 mai 2006 autorisant une ouverture minoritaire du capital d'Aéroports de Paris ;

Vu le décret n° 2011-1965 du 23 décembre 2011 modifiant certaines dispositions relatives aux redevances pour services rendus sur les aérodromes ;

Vu l'arrêté du 16 septembre 2005 relatif aux redevances pour services rendus sur les aérodromes, modifié par l'arrêté du 17 décembre 2009 ;

Vu le contrat de régulation économique entre l'Etat et Aéroports de Paris portant sur la période 2011-2015 conclu le 23 juillet 2010 ;

Vu l'avis relatif à la cession au secteur privé d'une participation minoritaire au capital de la société Aéroports de Paris publié au journal officiel du 8 juin 2013 ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts relatifs à Aéroports de Paris n° 2006- A.-1 du 14 février 2006, n° 2006- A.-4 du 13 juin 2006, n° 2006- A.-5 du 15 juin 2006, n° 2008-A.C.-3 du 20 novembre 2008 et n° 2013-A.C.-1 du 6 juin 2013 ;

Vu les documents d'information financière publiés par Aéroports de Paris et en particulier :

- le document de référence 2012 déposé le 26 avril 2013 par ADP auprès de l'Autorité des marchés financiers,
- le communiqué de presse du 28 février 2013 sur les résultats de l'exercice 2012 intitulé « résultats 2012 : résultat opérationnel courant en hausse de 6,2 % »,
- le document de présentation intitulé « résultats annuels 2012 » rendu public le 28 février 2013 sur le site internet de la société,
- le communiqué de presse du 14 mai 2013 relatif au chiffre d'affaires consolidé du premier trimestre 2013,
- le document de présentation intitulé « Q1 2013 Revenue » rendu public le 14 mai 2013 sur le site internet de la société ;

Vu les notes de l'Agence des participations de l'Etat à la Commission du 31 mai 2013 relative au processus envisagé de cession et du 14 juin 2013 relative à l'évaluation de l'entreprise ainsi que le complément à cette dernière du 26 juin 2013 ;

Vu le rapport de valorisation établi conjointement par Crédit suisse, banque conseil de l'Etat, et par Citi, banque conseil du FSI, transmis à la Commission le 14 juin 2013, ainsi que quatre notes complémentaires transmises le 26 juin 2013 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 18 juin 2013 :

- le Ministre de l'Economie et des Finances représenté par Mme Solenne LEPAGE, directrice de participations à l'Agence des Participations de l'Etat, MM. Aymeric DUCROCQ, François CHAMPARNAUD et Antoine GUTHMANN, assisté des banques conseils de l'Etat, Crédit suisse, représenté par M. Andrea BOZZI et Mme Valérie LANDON, Managing Directors, et du Fonds Stratégique d'Investissement (FSI), Citi, représenté par M. Cedric LEOTY, Managing Director ;

- le 20 juin 2013 :

- le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI) représenté par MM. Jean-Yves GILET, directeur général, Thomas DEVEDJIAN et Sébastien MOYNOT ;



- le 21 juin 2013 :

- la société Aéroports de Paris (ADP) représentée par MM. Augustin de ROMANET de BEAUNE, président directeur général, Laurent GALZY, Edward ARKWRIGHT, Philippe PASCAL et Vincent BOUCHERY ;

- le 27 juin 2013 :

- le Ministre de l'Economie et des Finances représenté par Mme Solenne LEPAGE, directrice de participations à l'Agence des Participations de l'Etat, MM. Aymeric DUCROCQ, François CHAMPARNAUD et Antoine GUTHMANN, assisté des banques conseils de l'Etat, Crédit suisse, représenté par Mme Valérie LANDON, Managing Director, et du Fonds Stratégique d'Investissement (FSI), Citi, représenté par MM. Cedric LEOTY, Managing Director, et Grégory ROQUIER ;

#### EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 3 juin 2013 le Ministre de l'Economie et des Finances a saisi la Commission, en application de l'article 3 de la loi n° 86 912 du 6 août 1986 modifiée, en vue de procéder à la cession, dans le cadre d'une procédure hors marché, de la participation de l'Etat excédant le seuil de la majorité du capital de la société Aéroports de Paris (ADP), à laquelle est invité à s'associer le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI).

Le capital de la société Aéroports de Paris est réparti comme suit :

- Etat français : 54,5 %
- Fonds Stratégique d'Investissement 5,6 %
- Schiphol Group 8 %
- investisseurs institutionnels 23,6 %  
(le groupe Vinci déclare détenir 3,3 % du capital dans son rapport annuel 2012)
- investisseurs individuels 6,6 %
- salariés 1,7 %

L'ouverture minoritaire du capital de la société Aéroports de Paris au secteur privé a été autorisée par le décret du 22 mai 2006 susvisé. Les cessions d'actions d'Aéroports de Paris sont réalisées dans le cadre du titre II de la loi du 6 août 1986 susvisée.

La procédure de cession consiste en une vente de gré à gré d'une fraction du capital d'ADP qui ne pourra pas être supérieure à 9,5 % au total. L'Etat continuera à détenir directement après l'opération (et l'offre aux salariés qui lui sera le cas échéant associée) la majorité du capital d'ADP.

Deux types d'offres sont proposées qui comportent l'engagement d'acquérir :

- pour l'offre A un nombre d'actions compris entre 2% et 4% du capital d'ADP,
- pour l'offre B un nombre d'actions compris entre 4,5% et 6% . L'Etat s'engage à voter en faveur d'un représentant de l'acquéreur au conseil d'administration d'ADP. Tout candidat déposant une offre B doit avoir déposé une offre A et le prix par action de l'offre B doit être supérieur à celui de l'offre A.

S'agissant d'une cession de gré à gré, le ou les acquéreurs seront sélectionnés, sur avis conforme de la Commission, par le Ministre sur la base d'un cahier des charges, conformément aux dispositions de l'article 1er 2° du décret du 3 septembre 1993 susvisé. La Commission a émis sur le cahier des charges l'avis conforme du 6 juin 2013 susvisé.

Un même candidat ne pourra être sélectionné que pour une seule offre et ne pourra donc se voir attribuer plus de 6% du capital d'ADP. Les acquéreurs s'engagent de plus à ne pas détenir pendant cinq ans plus de 8% du capital d'ADP.

L'Etat et le FSI n'excluent pas par ailleurs la cession de tout ou partie des titres dans le cadre de placements sur le marché.

Le présent avis, émis en réponse à la demande du Ministre exprimée dans la note du 31 mai 2013 susvisée, a pour objet de fixer la valeur de l'entreprise au sens de l'article 3 de la loi du 6 août 1986 susvisée.

II.- Aéroports de Paris a été constitué en 1945 sous forme d'établissement public national afin d'aménager, exploiter et développer des aéroports civils dans la région parisienne. La loi du 20 avril 2005 susvisée l'a transformé en société anonyme, lui a reconnu la pleine propriété des actifs et lui a conféré une licence d'exploitation à durée indéterminée.

Avec 88,8 millions de passagers accueillis en 2012, le système aéroportuaire du groupe (Paris-Charles de Gaulle et Paris-Orly) est le premier en Europe. L'aéroport Paris-Charles de Gaulle se classe au 7<sup>e</sup> rang mondial pour le trafic de passagers.

La société possède et exploite les trois principaux aéroports de la région parisienne :

- Paris-Charles de Gaulle (Roissy), inauguré en 1974 et fortement développé depuis, assure la presque totalité des liaisons commerciales long courrier et intercontinentales, à l'exception de l'Outre-Mer et des Caraïbes, ainsi que des liaisons moyen courrier vers l'Europe. Avec 61,6 millions de passagers et plus de 490 000 mouvements d'avions en 2012, il constitue le deuxième aéroport européen. Doté d'une vaste emprise foncière (3 250 hectares), de trois aérogares et de quatre pistes, Roissy est la plate-forme d'activité (« hub ») du groupe Air France-KLM et de l'alliance Sky Team, et aussi un hub important de fret. Il dispose encore d'un fort potentiel de développement ;

- Paris-Orly est le deuxième aéroport français -le onzième en Europe- avec 27,2 millions de passagers et 230 000 mouvements d'avions. Il est implanté sur 1 540 hectares. Paris-Orly est spécialisé dans le trafic point à point sur les destinations métropolitaines, l'Europe, l'Afrique du Nord et l'Outre-Mer. Il est doté de deux aérogares de passagers d'une capacité de 30

millions de passagers par an. Il dispose de trois pistes mais son développement est limité par les contraintes environnementales ;

- Paris-Le Bourget, qui, créé en 1923, est le plus ancien des trois, est dédié depuis 1981 à l'aviation d'affaires et il est devenu le premier aéroport d'Europe de ce secteur avec 56 000 mouvements d'avions et hélicoptères en 2012. Il est implanté sur 553 hectares et dispose de trois pistes. Paris-Le Bourget est également un pôle important de l'industrie aéronautique (entreprises de maintenance, équipement et aménagements d'avions et services aéroportuaires).

Aéroports de Paris possède et gère également dix autres aérodromes d'aviation civile, essentiellement de loisirs, situés en Île-de-France et il assure la gestion de l'héliport d'Issy-les-Moulineaux.

Le groupe emploie un peu plus de 9 000 salariés directs mais estime les retombées de son activité à près de 1 000 entreprises dans la région et plus de 117 000 emplois.

III.- Au cours des dernières années, le groupe Aéroports de Paris a développé une activité internationale qui s'est traduite notamment par des prises de participations parmi lesquelles deux méritent d'être notées.

Fin 2008, Aéroports de Paris et Schiphol, l'aéroport d'Amsterdam, ont conclu un accord de coopération accompagné de prises de participations croisées à hauteur de 8 %. La Commission a émis sur cette opération l'avis du 20 novembre 2008 susvisé.

En mai 2012, Aéroports de Paris a acquis deux participations importantes en Turquie :

- 38 % de TAV Airports : cette société, cotée en bourse, gère onze aéroports au Moyen-Orient et en Europe centrale et de l'Est qui ont accueilli 72 millions de passagers en 2012. Sa principale plate-forme est Istanbul Atatürk qui, avec 45 millions de passagers, est le sixième aéroport européen, en forte progression ;

- 49 % de TAV Construction (participation indirecte) : cette société de construction est spécialisée dans la réalisation de projets aéroportuaires, depuis la gestion de projet jusqu'aux prestations de construction.

IV.- Dans ses comptes, le groupe Aéroports de Paris présente son activité en cinq secteurs opérationnels :

- le secteur « activités aéronautiques » (60 % du chiffre d'affaires et 13 % du résultat opérationnel en 2012) rassemble l'ensemble des produits et des services concourant au service public aéroportuaire de traitement des avions ou des flux de passagers. Ces services sont rémunérés en particulier par les redevances et la taxe d'aéroport ;

- le secteur « commerces et services » (27 % du chiffre d'affaires et 64 % du résultat opérationnel) réunit les activités commerciales dans les aérogares (boutiques, restauration), les

locations immobilières en aéroports, les parcs de stationnement et des prestations industrielles ;

- le secteur « immobilier » (8 % du chiffre d'affaires et 17 % du résultat opérationnel) regroupe les produits et services de location immobilière à l'exclusion des locations dans les aéroports liées à l'exploitation de celles-ci ;

- le secteur « participations aéroportuaires » (% du chiffre d'affaires non significatif et 5 % du résultat opérationnel) regroupe l'ensemble des filiales et participations opérant dans le domaine du management aéroportuaire (les résultats de TAV Airports et Schiphol sont mis en équivalence dans les comptes d'ADP) ;

- le secteur « autres activités » (5 % du chiffre d'affaires et 1 % du résultat opérationnel) rassemble les activités diverses telles que les prestations de sûreté, la gestion ou la conception d'aéroports et la téléphonie.

V.- D'un point de vue réglementaire, l'activité d'Aéroports de Paris est depuis 2011 répartie en deux périmètres selon le système dit de la « double caisse ». Les aéroports de Francfort (Fraport) et d'Amsterdam (Schiphol) sont également gérés en « double caisse » alors que celui d'Heathrow est en « simple caisse ».

- le « périmètre régulé » a été redéfini en 2009, par modification de l'arrêté du 15 septembre 2005 susvisé, comme comprenant les services aéronautiques et certaines autres activités étroitement liées (parcs de stationnement, prestations industrielles et immobilier aéroportuaire).

Le principe du système de la « double caisse » est que les tarifs des redevances aéronautiques, définies aux articles R. 224-1 et R. 224-2 du code de l'aviation civile, soient fixés de telle sorte que le résultat opérationnel du « périmètre régulé » -tous revenus confondus- assure à l'exploitant « une juste rémunération des capitaux investis, appréciée au regard du coût moyen pondéré de son capital calculé sur le périmètre [régulé] » (article R 224-3-1 du code). « Il peut être aussi tenu compte des profits dégagés par des activités de l'exploitant autres que les services [publics aéroportuaires] ».

Le rendement des capitaux investis du périmètre régulé a été de 3,5 % en 2011.

Le contrat de régulation économique (CRE) entre l'Etat et Aéroports de Paris portant sur la période 2011-2015 fixe sur cette période et en référence au programme d'investissements prévus, le plafond du taux moyen d'évolution des principales redevances pour services rendus (1,38 % au delà de l'inflation). En avril 2013, les redevances aéronautiques ont augmenté de 3 % en moyenne et à périmètre constant. Le contrat détermine en outre les objectifs de qualité de service.

- le « périmètre non régulé » comprend les autres activités, en particulier les activités commerciales, l'immobilier de diversification et la sûreté.

VI.- L'exercice 2012 d'Aéroports de Paris a été marqué par une croissance du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel courant alors que le résultat opérationnel et le résultat net ont fléchi. Cette évolution s'est inscrite dans le contexte d'une augmentation de 0,8 % du nombre de passagers qui a atteint 88,8 millions en 2012.

Le chiffre d'affaires de l'exercice 2012 s'est établi à 2 640 millions d'euros, en hausse de 5,6 % par rapport à 2011. Le secteur commerces et services a été particulièrement dynamique enregistrant une augmentation de 8,6 %. L'immobilier a progressé de 5,7 % et les activités aéronautiques de 5,1 %. Les « autres activités » ont été en recul. Les redevances aéronautiques ont progressé de 3,8 % à 867 millions d'euros.

Le résultat opérationnel courant de 645 millions d'euros, est en progression globale de 6,2 % par rapport à 2011. L'évolution est contrastée selon les secteurs : les activités aéronautiques reculent de 33 % à 83 millions (hausse des charges extérieures et des amortissements), les commerces et services progressent de 10 % à 412 millions et l'immobilier augmente de 25 % à 109 millions, les autres secteurs doublant leur contribution. Les résultats de TAV Airports ont été supérieurs aux anticipations, avec notamment une croissance de 25 % du chiffre d'affaires et un résultat net de 124 millions d'euros, multiplié par 2,3.

Le résultat net, part du groupe, d'Aéroports de Paris pour l'exercice 2012, s'élève à 341 millions d'euros en baisse de 2 %. L'exercice 2011 avait été marqué par des éléments exceptionnels (indemnité d'assurances du terminal 2E et plus value de cession de Masternaut). La société a décidé le paiement d'un dividende de 2,07 € par action, en croissance de 17,6 %.

Le cash flow généré par les activités opérationnelles en 2012 est de 915 millions d'euros (+ 6 %). La trésorerie est en variation négative du fait de l'importance des investissements (acquisition de TAV).

Le bilan consolidé d'Aéroports de Paris au 31 décembre 2012 fait apparaître des capitaux propres de 3 732 millions d'euros en hausse de 3,7 %. Le montant de la dette nette s'est inscrit à 3 003 millions d'euros en raison du financement des investissements susmentionnés.

La société a publié en mai 2013 des informations sur son activité au cours du premier trimestre 2013. Le trafic est en légère baisse (- 0,8%) et le chiffre d'affaires consolidé a progressé de 9 % par rapport au premier trimestre 2012. Tous les secteurs ont progressé : les activités aéronautiques de 7,9 %, les commerces et services de 6,4 %, l'immobilier de 8,1 % et les autres activités de 16,1 % (acquisition de Nomadvance). TAV Airports progresse à nouveau fortement avec un chiffre d'affaires en hausse de 19 %.

A l'occasion de son communiqué trimestriel, Aéroports de Paris a confirmé, sur la base d'une hypothèse d'un trafic stable, ses objectifs pour 2013 soit un chiffre d'affaires et un EBITDA en légère croissance par rapport à 2012.

VII.- Le groupe Aéroports de Paris définit une stratégie autour de dix grands axes visant à lui permettre de devenir le groupe aéroportuaire européen de référence en matière de satisfaction des clients, de performances économiques et de développement durable :

- figurer d'ici cinq ans parmi les meilleures références européenne de satisfaction des clients ;
- favoriser le développement professionnel des salariés et un juste retour à hauteur de la participation aux performances du Groupe ;

- poursuivre l'amélioration des performances économiques et de création de valeur pour les actionnaires ;
- accompagner la croissance des compagnies aériennes et renforcer le hub de Paris-Charles de Gaulle ;
- porter l'activité des commerces au niveau des meilleures références européennes, avec un objectif de chiffre d'affaires par passager de 19 € et une augmentation de 18 % des surfaces commerciales (35 % pour les boutiques en zone internationale) ;
- développer le portefeuille immobilier, avec comme objectif de développer, seul ou en partenariat, entre 320 000 m<sup>2</sup> et 360 000 m<sup>2</sup> de bâtiments d'ici à 2015, dont environ 75 % au sein des activités d'immobilier de diversification. Sur la période 2011-2015, les investissements correspondants devraient être compris entre 500 et 560 millions d'euros, dont entre 430 et 480 millions d'euros pour les activités de diversification ;
- augmenter la présence du Groupe hors de l'Ile-de-France et, en particulier, à l'international, avec pour objectif à l'horizon de 2015 de prendre trois participations significatives de préférence dans des aéroports situés dans des pays de l'OCDE ou des pays de type BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) et dont le trafic approche ou dépasse le seuil de 10 millions de passagers, soit immédiatement, soit au terme de quelques années ;
- en matière de sûreté, garantir la conformité réglementaire en assurant une performance opérationnelle, une satisfaction des clients de haut niveau et une optimisation économique ;
- mettre en œuvre et renforcer le partenariat avec Schiphol Group ;
- être la référence européenne en matière de développement durable et de responsabilité sociétale, en mettant en œuvre le Grenelle environnement.

A fin 2012, le groupe a actualisé ses objectifs financiers à horizon 2015 :

- un rendement des capitaux investis du périmètre régulé entre 3,8 et 4,3 % en 2015 ;
- une croissance comprise entre 25 % et 35 % de l'EBITDA entre 2009 et 2015 ;
- un montant d'investissement de 2,7 milliards d'euros dont 2,1 milliards sur le périmètre régulé ;
- une limitation de la croissance des charges courantes de la maison mère à environ 3 % en moyenne par an entre 2012 et 2015 ;
- une réduction de 7 % des effectifs
- une distribution de 60 % du résultat net consolidé part du groupe.

VIII.- Conformément à la loi, la Commission a procédé à l'évaluation d'Aéroports de Paris en recourant à une analyse multicritères qui prend en compte les éléments boursiers, la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, l'existence des filiales et les perspectives d'avenir. Elle a disposé à cet effet d'un rapport établi, sur la base des informations publiques, conjointement par la banque conseil de l'Etat et celle du FSI.

Dans ce rapport, les banques utilisent trois types de méthodes :

a- des méthodes basées sur des références de marché

Ces méthodes consistent en quatre approches :

- les moyennes des cours de bourse, pondérés par les volumes, sur différentes périodes de référence (1, 3, 6, 12 mois) ;

- les moyennes d'objectifs de cours des analystes de recherche (la valeur est régulièrement suivie par vingt analystes) ;
- la comparaison avec des sociétés cotées comparables, étant observé que le principal comparable est Fraport. Le multiple valeur d'entreprise sur EBITDA est retenu comme le plus significatif ;
- la comparaison avec des transactions minoritaires récentes d'aéroports cotés en bourse (elles s'avèrent peu nombreuses).

#### b- l'actualisation des dividendes

L'évaluation est établie en fonction d'un investissement à horizon 2022. Les flux de dividendes sont calculés à partir d'un plan d'affaires construit par les banques année par année et le taux de distribution des dividendes est supposé en augmentation jusqu'à atteindre 100 % en 2023. La valeur terminale est calculée selon le modèle de Gordon Growth sur la base d'une année 2023 normative et d'un taux de croissance de 2 %.

#### c- deux autres méthodes de valorisation intrinsèque ;

Sur la base du même plan d'affaires qu'au point b, les banques ont procédé à une évaluation selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie avec les hypothèses d'un coût moyen pondéré du capital de 6,6 % et d'une croissance à l'infinie terminale de 2 %.

Les banques ont enfin conduit une évaluation par la méthode de la somme des parties, qui est la plus communément utilisée par les analystes du secteur. Pour ce faire, cinq secteurs sont valorisés séparément :

- le périmètre régulé : il est évalué par l'actualisation des flux de trésorerie et une valeur terminale en 2020 déterminée comme multiple de la BAR (base d'actifs régulés). Un multiple de 0,72 est retenu, traduisant l'hypothèse que, malgré sa progression, le rendement des capitaux investis n'a pas rejoint en 2020 le coût moyen pondéré du capital ;
- les activités commerciales : elles sont évaluées par l'actualisation des flux de trésorerie et une valeur terminale en 2018 calculée avec l'hypothèse d'une croissance à l'infini de 1,5 % ;
- l'immobilier de diversification : il est évalué en fonction d'une hypothèse de rendement et d'une marge normative usuelle pour les développements à venir ;
- les activités internationales : les deux plus importantes (TAV Airports et Schiphol) sont évaluées selon une analyse multicritères ;
- les autres activités : elles sont valorisées selon des méthodes appropriées à chaque cas.

La valeur des fonds propres est déterminée après prise en compte des ajustements (essentiellement dette financière nette) à leur valeur comptable.

Au total, les banques conseils sont d'avis que la fourchette d'évaluation résultant des méthodes basées sur des références de marché est la plus pertinente pour apprécier la valorisation d'Aéroports de Paris, les autres méthodes reposant sur des projections financières établies par les banques conseil elles-mêmes sur la base d'un consensus d'analystes de recherche et de l'extrapolation de certaines données de marché, ce qui en limite la pertinence.

IX.- La Commission a examiné le rapport des banques conseil. Elle a noté que les banques privilégient les approches d'évaluation fondées sur les données de marché, en particulier le cours de bourse, étant observé que celui-ci semble significatif en raison d'une taille

significative du flottant, du niveau de liquidité suffisant et d'une bonne couverture de la valeur par les analystes de recherche. S'agissant d'une cession de blocs de titres, la référence au cours de bourse paraît en effet incontournable.

Aéroports de Paris a été introduit en bourse en juin 2006 au prix de 44 € (45 € pour les investisseurs institutionnels). L'action s'est envolée durant le premier semestre 2007, dépassant 90 € en milieu d'année. Elle a été affectée avec l'ensemble du marché à partir de l'été 2008 par la crise boursière et financière internationale et l'anticipation de ses conséquences sur l'économie, et donc sur le trafic aérien, tombant au dessous de 40 € fin février et début mars 2007. Le cours d'ADP a ensuite, pendant le printemps et l'été 2009, très fortement repris, creusant un écart avec l'indice CAC 40 et son principal comparable, Fraport. L'action ADP a ensuite évolué de l'automne 2009 à début 2013 entre 50 € et 65 €, suivant globalement les mouvements du marché. Depuis le début de l'année 2013, le cours d'ADP s'est inscrit en hausse, dépassant 70 € depuis mai, à la suite notamment de l'annonce très bien accueillie des résultats de l'exercice 2012. Au total, le cours d'ADP a progressé de plus de 50 % depuis son introduction alors que celui de Fraport connaissait une évolution légèrement négative et que le CAC 40 enregistrait une baisse de l'ordre de 15 %. Sur les six derniers mois, l'action ADP (+ 22%) a nettement surperformé Fraport et l'indice CAC 40 qui ont stagné. Sur ces six mois, le cours moyen pondéré par les volumes est de 65,4 € (et de 70,7 € sur le dernier mois).

La méthode des comparables boursiers ne peut guère être appliquée qu'à l'homologue allemand d'ADP, Fraport : elle révèle que le cours actuel d'ADP dégage des multiples implicites supérieurs à ceux de Fraport. On peut rappeler que Schiphol est entré au capital d'ADP fin 2008 au prix de 67 € par action.

Les analystes financiers suivent activement la valeur et émettent des appréciations favorables sur la société. Les objectifs de cours vont de 62 à 87 € avec une moyenne qui n'est que légèrement supérieure aux cours récents.

La Commission estime que, lors même que les références boursières ont toute leur importance, les évaluations intrinsèques de la société ne doivent pas être négligées. Parmi ces évaluations, la somme des parties est généralement retenue comme la plus pertinente pour une société du profil d'ADP et elle est de fait utilisée par la quasi-totalité des analystes qui suivent la valeur. L'application de cette méthode suppose, ce que font les analystes et les banques conseils, de valoriser distinctement le périmètre régulé. La Commission a étudié attentivement ce point eu égard à l'écart attendu entre la rentabilité des capitaux investis et le coût moyen pondéré du capital qui justifie l'application d'un multiple de la base des actifs régulés (BAR) inférieur à 1. Au total, les évaluations intrinsèques d'ADP confortent une valorisation élevée de la société et dans ce sens confirment les capitalisations boursières atteintes du fait de la hausse du cours de l'action.

Aéroports de Paris dispose de nombreux atouts. Le premier est évidemment la taille et la localisation de ses plateformes aéroportuaires autour de Paris, première destination touristique mondiale, ainsi que son ensemble d'infrastructures aéronautiques de premier plan. En particulier, l'aéroport de Roissy-Charles de Gaulle, qui dispose de quatre pistes en deux doublets indépendants, recèle des potentialités de développement sans contrainte de capacité qui lui permettent de faire face à la croissance de trafic anticipée sans nouvel investissement structurant dans les dix prochaines années. ADP est de plus propriétaire de ses terrains et de



ses installations et il est exploitant sans limitation de durée de l'essentiel des aéroports de la région parisienne. La part importante des vols long-courriers internationaux est un facteur de rentabilité et la proportion élevée de trafic point à point est un élément de résistance face à la concurrence.

Aéroports de Paris depuis plusieurs années développe efficacement ses activités commerciales (le chiffre d'affaires par passager a augmenté de 70 % depuis 2006) et ses activités immobilières. Des réserves de croissance existent encore dans ces deux domaines, particulièrement au travers d'une réorganisation de l'activité immobilière et d'un développement de réserves foncières encore inexploitées.

Le groupe doit aussi faire face à un certain nombre de défis dont le premier est évidemment l'évolution du trafic aérien qui dépend de nombreux facteurs externes, en particulier économiques. Le groupe Air France-KLM représente 50 % du trafic d'ADP. En ce qui concerne sa gestion, ADP souffre d'une structure de coûts élevés et peu flexibles en regard de ses principaux concurrents, ce qui pèse spécialement sur la rentabilité de son périmètre régulé. Le groupe a publié un objectif de limitation de la progression annuelle de ses charges courantes à 3 % dont le plan de réalisation reste à finaliser. La recherche de relais de croissance conduit à des investissements à l'étranger dans des pays en fort développement. Le premier d'entre eux a été TAV Airports. Le dynamisme du groupe TAV a rendu très productif cet investissement même si la perspective de construction du nouvel aéroport d'Istanbul met TAV au défi de redéfinir sa stratégie à horizon de quelques années. De façon générale, les acquisitions à l'étranger, en particulier dans des secteurs autres que la gestion aéroportuaire (comme TAV Construction), impliqueront une vigilance soutenue.

Pour faire face à ces défis, ADP dispose d'une structure financière solide qui lui vaut une notation de crédit élevée.

La procédure de cession choisie, une cession de blocs d'actions sur appel d'offres, paraît être, dans les conditions actuelles du marché, un moyen approprié d'assurer le succès de l'opération et d'obtenir un prix satisfaisant pour l'Etat. Les offres B, compte tenu de leurs caractéristiques, doivent permettre de dégager une prime.

La Commission a bien noté qu'à la suite de la cession envisagée (et l'offre aux salariés qui lui sera le cas échéant associée), l'Etat conservera directement la détention de la majorité du capital d'Aéroports de Paris.

X.- Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, et au vu des informations qui lui ont été communiquées ainsi que des données les plus récentes du marché, la Commission estime que la valeur d'Aéroports de Paris ne saurait être inférieure à 68 euros par action soit globalement à environ 6,7 milliards d'euros pour 98 960 600 actions composant le capital social.

Dans l'avis qu'elle est appelée à rendre sur la cession de titres à des acquéreurs hors marché, et dont la conformité est requise en vertu de l'article 4 de la loi du 6 août 1986, la Commission appréciera l'ensemble des conditions de cette cession, notamment l'existence et le niveau de la prime incluse dans le prix des offres B.

Adopté dans la séance du 27 juin 2013 où siégeaient MM. Bertrand SCHNEITER, président, Pierre ACHARD, Daniel DEGUEN, Philippe MARTIN, Philippe ROUVILLOIS et Jean SÉRISÉ, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER

## Annexe 2

# Décrets, arrêtés, circulaires

## TEXTES GÉNÉRAUX

### MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES

#### Arrêté du XX juillet 2013 fixant les modalités de transfert au secteur privé d'une participation minoritaire détenue par l'Etat et le Fonds Stratégique d'Investissement au capital de la société Aéroports de Paris

NOR : XXX

Le ministre de l'économie et des finances,

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

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations, notamment son article 4 alinéa 2 ;

Vu la loi n° 2005-357 du 20 avril 2005 relative aux aéroports;

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

Vu le décret n° 2006-575 du 22 mai 2006 autorisant une ouverture minoritaire du capital d'Aéroports de Paris ;

Vu l'avis relatif à la cession au secteur privé d'une participation minoritaire au capital de la société Aéroports de Paris publié au *Journal officiel* de la République française du 8 juin 2013 ;

La Commission des participations et des transferts entendue et sur son avis conforme n° XXX (1) recueilli le XX XX 2013 en application des dispositions des articles 3 et 4 de la loi du 6 août 1986 modifiée,

Arrête :

**Art. 1<sup>er</sup>.** – Le transfert au secteur privé de 9,5 % du capital de la société Aéroports de Paris SA s'effectuera par la cession :

à la société SOC 15, société par actions simplifiée inscrite au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 499 333 375, de 1 908 845 actions détenues par l'Etat et de 2 735 123 actions détenues par le Fonds Stratégique d'Investissement, soit un total de 4 643 968 actions représentant 4,69 % du capital d'Aéroports de Paris, et

à la société PREDICA, société anonyme inscrite au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 334 028 123, de 1 955 426 actions détenues par l'Etat et de 2 801 865 actions détenues par le Fonds Stratégique d'Investissement, soit un total de 4 757 291 actions représentant 4,81 % du capital d'Aéroports de Paris,

pour un prix de 78,5 euros par action.

A l'issue de cette cession, l'Etat détiendra 50,63 % du capital de la société Aéroports de Paris SA.

**Art. 2.** – 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 à Paris, le XX XX 2013.

PIERRE MOSCOVICI

---

(1) Cet avis est publié au présent *Journal officiel* dans la rubrique « Avis divers ».