

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2015 - A. - 4 du 23 avril 2015

relatif au transfert de la majorité du capital d'Adoma

La Commission,

Vu la lettre en date du 15 avril 2015 par laquelle le ministre des finances et des comptes publics a saisi la Commission, en vue de recueillir son avis sur la conformité avec les intérêts patrimoniaux de l'Etat des conditions dans lesquelles la montée de la Société Nationale Immobilière (SNI) au capital de la société Adoma se déroulera ;

Vu la loi n° 93-121 du 27 janvier 1993 portant diverses mesures d'ordre social et en particulier son article 63 modifié par l'article 116 de la loi n° 2009-1674 du 30 décembre 2009 de finances rectificative ;

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 décret n° 93-1192 du 27 octobre 1993 modifié approuvant les statuts de la société anonyme d'économie mixte prévue à l'article 63 de la loi n° 93-121 du 27 janvier 1993 portant diverses mesures d'ordre social ;

Vu l'avis de la Commission des participation et des transferts n° 2010-A.-3 du 9 novembre 2010 relatif à la montée de SNI (groupe CDC) au capital d'Adoma ;

Vu le pacte d'actionnaires entre l'Etat et la Société Nationale Immobilière (SNI) du 26 novembre 2010 ;

Vu le dossier transmis les 30 et 31 mars 2015 à la Commission par la direction générale du Trésor (DGT) et comprenant 1/ le projet de rapport d'évaluation d'Adoma par le cabinet Détroyat Associés, conseil commun de l'Etat et de SNI, 2/ le projet de protocole d'accord Etat-SNI ayant vocation à compléter l'actuel pacte d'actionnaire, 3/ une fiche de la DGT sur les modalités financières de réalisation de l'opération, 4/ le rapport de gestion et les comptes pour l'exercice 2014 de la société Adoma ;

Vu le dossier complémentaire transmis le 15 avril 2015 à la Commission par la direction générale du Trésor et comprenant 1/ un memorandum sur l'évaluation d'Adoma et les termes de l'opération envisagée établi par Détroyat et Associés, 2/ le rapport d'évaluation d'Adoma établi par Détroyat et Associés, 3/ le texte final du projet de protocole d'accord Etat-SNI, 4/ une note de synthèse de la DGT ;

Vu la note remise à la Commission en séance par Adoma le 16 avril 2015 ;

Vu les comptes du groupe SNI pour l'exercice 2014 transmis à la Commission le 22 avril 2015 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 9 avril 2015 :

- le ministre des finances et des comptes publics représenté par M. Jérôme REBOUL, chef du bureau financement du logement et activités d'intérêt général à la DGT, et assisté de l'expert commun à l'Etat et SNI, le cabinet Détroyat et Associés, représenté par MM. Philippe LEROY, directeur général, et Aurélien BRICOUT ;

- le 16 avril 2015 successivement :

- le ministre des finances et des comptes publics représenté par MM. Corso BAVAGNOLI, sous-directeur banques et financement d'intérêt général à la DGT, et Jérôme REBOUL, et assisté de l'expert commun à l'Etat et SNI, le cabinet Détroyat et Associés, représenté par MM. Philippe LEROY, directeur général, et Aurélien BRICOUT,

- la société Adoma représentée par M. Philippe POURCEL, directeur général délégué,

- la société SNI représentée par MM. Yves CHAZELLE, directeur général, et Patrick BLANC ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 15 avril 2015, le ministre des finances et des comptes publics a saisi la Commission en vue de recueillir son avis sur les conditions du transfert de la majorité du capital de la société Adoma à la SNI dans les termes suivants :

« Depuis le pacte d'actionnaires signé en 2010 entre l'Etat et la société nationale immobilière (SNI), société d'économie mixte filiale à 100 % de la Caisse des dépôts et consignations, la SNI détient 43 % des parts de la société Adoma. Le pacte prévoit de réserver la possibilité à la SNI de devenir majoritaire au capital de la société au plus tard en 2015, sous réserve de critères liés au redressement financier de la société. Or, ces critères sont aujourd'hui satisfaits : en application du pacte, l'Etat et la SNI ont donc entamé des négociations en vue de la réalisation d'une augmentation de capital qui confortera la situation financière d'Adoma et augmentera la participation de la SNI à son capital, étant précisé que la loi impose un seuil plancher d'au moins 33 % de participation de l'Etat.

Cette opération s'effectuant entre personnes morales appartenant au secteur public, celle-ci ne relève pas du champ d'application des lois relatives aux modalités des privatisations. Toutefois, compte tenu de l'importance de cette opération et de sa dimension sociale, au regard des missions exercées par Adoma, je souhaite que la Commission des participations et des transferts puisse rendre un avis sur la conformité avec les intérêts patrimoniaux de l'Etat des conditions dans lesquelles la montée au capital de la SNI se déroulera. »

L'opération soumise à la Commission doit entraîner le transfert de la majorité du capital d'Adoma à la SNI. Elle est soumise aux dispositions de l'article 63 de la loi du 27 janvier 1993 susvisée, modifié par l'article 116 de la loi n° 2009-1674 du 30 décembre 2009, qui prévoit que l'Etat détient une participation d'au moins un tiers du capital d'Adoma et que l'Etat, les établissements publics et les entreprises publiques détiennent au moins la majorité du capital d'Adoma.

Le transfert de la majorité du capital d'Adoma ayant lieu exclusivement entre des personnes morales appartenant au secteur public -SNI est une filiale de la Caisse des dépôts et consignations- les règles de transfert d'actifs publics au secteur privé ne s'appliquent pas. « Action Logement » prendra pour sa part une participation de l'ordre de 1 % dans Adoma.

Pour répondre à la demande du ministre, la Commission a pris en considération l'ensemble des éléments susceptibles d'influer sur les conditions financières de l'opération et les intérêts patrimoniaux de l'Etat. Les éléments de valorisation soumis à l'appréciation de la Commission ont été établis selon les méthodes financières habituelles.

Le présent avis est fondé sur les documents qui ont été communiqués à la Commission, en particulier les termes du projet de protocole d'accord entre l'Etat et la SNI, protocole qui n'est pas encore signé à la date du présent avis.

II.- Adoma est une société anonyme d'économie mixte qui a été créée en 1957 sous le nom de Sonacotra (Société nationale de construction de logements pour les travailleurs) en vue de favoriser le logement des travailleurs migrants, alors principalement originaires du Maghreb. La mission de la société a été progressivement étendue, toujours dans le domaine de l'hébergement très social et son nom a été changé en Adoma en 2007. Elle est régie par l'article 63 modifié de la loi du 27 janvier 1993 susvisée et par les statuts établis en application de cette loi et approuvés par le décret du 27 octobre 1993 susvisé.

Adoma emploie environ 2 200 personnes et propose au total 76 000 solutions de logement à travers cinq activités :

- les « foyers de travailleurs migrants, résidences sociales et pensions de famille » sont le cœur historique de l'activité et représentent encore 76 % du chiffre d'affaires en 2014. Les redevances perçues auprès des occupants (ou pour partie via les aides au logement directement versées à la société en lieu et place de ces derniers) couvrent à la fois le loyer et des prestations annexes ;

- la « gestion locative » (1,5 % du chiffre d'affaires) consiste en la gestion de logements locatifs sur critères sociaux ;
- l' « accueil de demandeurs d'asile » (17,5 % du chiffre d'affaires) comprend les dispositifs d'hébergement temporaire et d'urgence destinés aux demandeurs d'asile et aux personnes bénéficiaires du dispositif d'asile. Il est facturé au prix de revient à l'Etat ;
- l' « hébergement d'urgence » (4 % du chiffre d'affaires) regroupe cinq dispositifs ;
- l' « accueil des gens du voyage » consiste dans la mise à disposition d'aires d'accueil ou de logements pour les gens du voyage (1 % du chiffre d'affaires).

Outre son siège central, la société est organisée en directions régionales et en agences en charge de la gestion des établissements.

Au cours de l'exercice 2014, Adoma a réalisé un chiffre d'affaires de 340 millions d'euros (en hausse de 1,2 % par rapport à 2013), un résultat d'exploitation de 42,6 millions (en hausse de 3,7 %) et un résultat net de 40,1 millions (en hausse de 0,2 %).

Adoma doit réaliser des investissements immobiliers importants pour la rénovation de son parc et pour accroître ses capacités. La société a ainsi investi entre 100 et 150 millions d'euros par an sur les cinq dernières années.

Adoma dispose de capitaux propres de 560 millions (dont 333 millions de subventions d'investissement) au 31 décembre 2014 et son endettement financier net est de 471,7 millions.

Le capital de la société Adoma est actuellement réparti comme suit :

- Etat français : 56,97 %,
- SNI (groupe CDC) : 42,74 %,
- divers (dont « Action Logement ») : 0,06 %
- titres auto-détenus : 0,23 %.

III.- La Société Nationale Immobilière (SNI), filiale de la Caisse des dépôts et consignations, anciennement société d'économie mixte contrôlée majoritairement par l'Etat, est devenue en 2004 une filiale intégrale de la CDC. Elle a pour principaux pôles d'activités :

- des logements à destination de réservataires publics (Ministères principalement),
- des logements sociaux ou intermédiaires,
- des locaux d'activité, comme ceux de la gendarmerie, externalisés par des collectivités publiques.

La SNI assure en complément des activités de construction et de maintenance d'immeubles ainsi que de syndic de copropriété. Elle a développé une offre d'accession sociale à la propriété. En 2014, elle a créé le premier Fonds de logement intermédiaire (FLI) pour faciliter le retour des investisseurs institutionnels sur le marché de l'immobilier résidentiel.

Depuis dix ans, la SNI a connu une expansion rapide, grâce notamment aux reprises de SCIC Habitat (et ses 13 sociétés de HLM), d'EFIDIS et de SAGI, et elle est

devenue le premier bailleur de France avec 271 000 logements gérés, dont 185 000 sociaux. Le groupe emploie 4 330 salariés.

Le groupe SNI entend être un acteur majeur de la relance de la construction tant dans le logement intermédiaire que dans le logement social ; concernant ce dernier secteur, il a décidé, pour la période 2015-2019, de concentrer ses efforts sur la région Ile-de-France compte tenu de l'importance de la demande.

Le groupe SNI -hors sociétés HLM- a réalisé en 2014 un chiffre d'affaires consolidé (loyers nets) de 484,5 millions d'euros (en hausse de 1 % sur 2013), un résultat opérationnel de 277,7 millions (-3,8 %) et un résultat net, part du groupe, de 113,7 millions (-18,6 %). La baisse des résultats est principalement due à un montant plus faible qu'en 2013 des plus-values de cession sur immeubles de placement et à la variation de juste valeur des instruments de couverture de la dette. Les capitaux propres sont de 1,37 milliard d'euros et la dette financière nette s'élève à 3 milliards. Le groupe emploie 4 330 salariés.

L'UESL (Union des entreprises et des salariés pour le logement) est une association qui met en œuvre les politiques nationales d'emploi des fonds d'« Action Logement », c'est-à-dire de la participation des employeurs à l'effort de construction. Ses associés sont les organismes collecteurs -Comités interprofessionnels du logement (CIL) et Chambres de Commerce- agréés aux fins de collecter et d'utiliser les fonds, ainsi que les organisations représentatives des salariés et des entreprises assujetties au versement. « Action logement » a disposé de fonds de 4 milliards d'euros en 2014 employés dans le logement locatif social, la rénovation urbaine et les aides au logement pour les ménages. Les filiales immobilières sous gouvernance « Action Logement » ont à leur disposition un patrimoine de près de 900 000 logements sociaux et intermédiaires. « Action Logement » vient de décider d'entreprendre une refonte de son modèle et de ses structures pour constituer un véritable groupe qui sera le premier organisme de financement du logement en France et le premier opérateur du logement social.

IV.- La forte dégradation des résultats et de la situation financière d'Adoma à la fin de la décennie 2000, ainsi que les besoins élevés de financement de la société pour l'avenir, ont conduit l'Etat à accepter en 2010 la proposition de la SNI, déjà alors actionnaire d'Adoma à hauteur de 28,6 %, d'en assumer la gestion pour en engager le redressement.

La SNI déclarait être intéressée par Adoma en vue de créer un ensemble plus vaste permettant de favoriser, grâce à un parc allant de l'hébergement d'urgence au logement très social et social, les « parcours résidentiels » des personnes en difficulté, conformément aux orientations des politiques publiques de logement.

L'accord conclu entre l'Etat et la SNI en 2010 prévoyait deux phases :

- la SNI apportait 25 millions d'euros à Adoma en compte courant d'actionnaire bloqué jusqu'à fin décembre 2014 et rémunéré au taux de 2 % (les intérêts seront capitalisés). En contrepartie, la SNI proposait le candidat au poste de directeur général et disposait de droits particuliers ;

- à l'issue de cette phase, les résultats de l'action de redressement entreprise par la nouvelle direction seraient appréciés par référence au ratio excédent brut d'exploitation/chiffre d'affaires (ratio R). Le redressement serait considéré comme réussi si ce ratio atteignait au moins 21,5 % et, dans ce cas, l'Etat s'engageait à proposer à la SNI de monter au capital d'Adoma, par augmentation au nominal, de manière à en acquérir la majorité. L'Etat lui céderait à cette fin ses droits préférentiels de souscription (DPS) et éventuellement des actions. L'Etat conserverait plus du tiers du capital, des droits de veto sur les décisions importantes et transformerait 44 millions d'avances à Adoma en subventions d'investissement.

Les DPS et les actions cédés par l'Etat à la SNI seraient valorisés selon une formule basée sur une valeur d'Adoma de 143,23 millions d'euros (expertisée en 2010) et un complément de valeur en cas de « succès significatif » : si le ratio R était compris entre 23 et 25 %, le complément serait de 20 % de l'augmentation de valeur de la société fixée à dire d'expert ; si le ratio R était au moins égal à 25 %, le complément serait de 50 % de cette augmentation.

Ces conditions de fixation du prix visaient à permettre de faire profiter l'Etat d'une partie de la création de valeur qu'aura réalisée la nouvelle gestion par la SNI.

Si le redressement de la société n'avait pas réussi ou si, bien qu'il ait réussi, la SNI ne souhaitait pas monter au capital, l'Etat reprendrait la direction exécutive de la société et les droits de la SNI seraient réduits, l'avance de la SNI restant bloquée jusqu'au 31 décembre 2019.

Depuis 2010, la SNI a acheté progressivement, avec l'accord de l'Etat, les participations des autres actionnaires significatifs d'Adoma, portant de ce fait sa participation à 42,74 % à ce jour.

Dans le même temps, UESL « Action Logement » s'associait à cette consolidation d'Adoma en lui apportant également une avance de 25 millions d'euros et en concluant un accord avec la SNI. « Action logement » avait pour objectif de s'assurer des droits de réservation dans le parc d'Adoma, comme cela avait été le cas lors de précédents apports de fonds à la société.

Par son avis du 9 novembre 2010 susvisé, la Commission avait estimé que les conditions de l'opération qui lui étaient présentées respectaient les intérêts patrimoniaux de l'Etat.

V.- Les résultats de l'exercice 2014 d'Adoma confirment le redressement de la société. Après avoir été fortement négatif en 2010 (perte de 26 millions d'euros), le résultat net, grâce à la progression du résultat d'exploitation, s'est affiché en forte hausse pendant les exercices 2011 (bénéfice de 17,8 millions) et 2012 (37,2 millions) pour se stabiliser à 40 millions au cours des deux derniers exercices. Le chiffre d'affaires n'ayant progressé sur ces cinq années que de 8 %, ce succès a été obtenu par la réduction des coûts, en particulier la maîtrise de la masse salariale, la simplification des structures, la diminution des frais généraux et la reprise en main des achats et de la maîtrise d'ouvrage. Les capitaux propres d'Adoma sont passés de 397 millions au 31 décembre 2009 à 560 millions au 31 décembre 2014.

Le redressement d'Adoma est réussi selon les critères du pacte de 2010 et il est qualifié de « succès significatif », le ratio R (excédent brut d'exploitation/chiffre d'affaires) atteignant 27,2 % pour l'exercice 2014.

Dans ces conditions, conformément à ses engagements, l'Etat est conduit à proposer à la SNI d'acquérir la majorité du capital d'Adoma, ce qu'accepte la SNI.

D'après les termes du pacte de 2010, la montée de la SNI au capital d'Adoma devait se faire par souscription d'actions grâce à l'acquisition auprès de l'Etat de droits préférentiels de souscription, ou par acquisition d'actions auprès de l'Etat, au prix décrit ci-dessus au point IV.

Au vu des besoins de financement du plan de développement d'Adoma, répondant aux nécessités pressantes en matière d'hébergement social, l'Etat a décidé de réinvestir dans la société le produit des cessions de droits de souscription ou d'actions à la SNI. Pour sa part, la SNI, dans la même intention, est prête à réaliser sa montée au capital par l'apport de capitaux nouveaux plutôt que par la conversion de son avance d'actionnaires.

En conséquence, les parties se sont proposé de procéder à l'opération envisagée suivant des modalités un peu différentes de celles prévues dans le pacte de 2010. La SNI souscrirait à une augmentation de capital au prix de souscription de 23,05 € par action (au lieu de la valeur nominale de 16 €) correspondant à la valeur d'Adoma de 143,23 millions d'euros (fixée en 2010), au moyen de 45 millions de capitaux nouveaux et de 2 millions de conversion des intérêts capitalisés de son avance d'actionnaires. La SNI a confirmé à la Commission qu'elle maintiendra son avance d'actionnaire jusqu'à l'achèvement du plan de rénovation, soit un horizon d'une dizaine d'années.

Par ailleurs, « Action Logement » a pour sa part décidé de participer à l'opération à hauteur de 2 millions d'euros en rachetant des actions d'Adoma à la SNI par utilisation des intérêts capitalisés de son avance d'actionnaire.

A l'issue de l'opération, la SNI détiendra 56,31 % du capital d'Adoma, l'Etat 42,40 % et « Action Logement » 1,08%.

L'Etat et la SNI ont prévu de conclure un protocole d'accord visant principalement :

- à garantir l'activité sociale d'Adoma la pérennisation de ses missions sociales en poursuivant six objectifs détaillés ;
- à garantir à l'Etat des droits dans la gouvernance (désignation des organes dirigeants, accord de l'Etat sur certaines décisions importantes, présence de cinq administrateurs représentant l'Etat -dont le président- sur douze, la SNI étant représentée par six administrateurs et Action Logement par un) ;
- à garantir les conditions du cadre social de l'entreprise.

VI- La Commission a disposé du rapport d'expertise sur la valeur d'Adoma prévu par le pacte d'actionnaires. L'Etat et la SNI ont convenu de désigner un seul expert commun, le cabinet Détrouyat et Associés. L'expert présente la valorisation d'Adoma selon la méthode de l'actualisation des flux.

L'expert a construit un plan d'affaires d'Adoma jusqu'en 2028 en y intégrant le plan d'affaires de l'entreprise qui couvre les exercices 2015 à 2018 et les données de son plan

stratégique du patrimoine qui porte sur la période 2012 à 2021. Les produits nets de cessions de l'activité locative, concernant 24 résidences, sont inclus dans le calcul. La valeur résiduelle est calculée à partir de flux normatifs et d'un taux de croissance à l'infini de 1,5 %.

Les flux sont actualisés au taux de 5,48 % en fonction d'une structure financière cible (endettement financier net ramené à la valeur de marché des fonds propres) et d'un beta calculé sur un échantillon de trois sociétés immobilières cotées (Icade, Gecina et Foncière des Régions). L'endettement financier net est déduit ainsi que certains éléments hors exploitation.

L'expert procède à une étude de sensibilité de son évaluation au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini.

Au total, l'expert présente une fourchette d'évaluation comprise entre 164,4 et 257,2 millions d'euros, avec une valeur centrale de 210 millions, soit entre 27 et 41,5 € par action d'Adoma (33,9 € en valeur centrale).

Le conseil indique que les méthodes analogiques d'évaluation n'ont pu être utilisées par défaut de société cotée ou de transaction publique comparables, à l'exception d'un achat récent par la SNI d'actions d'Adoma à un autre actionnaire (à un prix un peu inférieur à la fourchette de l'expert). Il n'utilise pas la méthode de l'actif net réévalué qui reviendrait en fait indirectement au même que l'actualisation des flux.

VII.- La Commission observe que l'opération qui lui est présentée a été rendue possible par le succès des dispositions prises en 2010. La nouvelle gestion d'Adoma a permis le redressement rapide de son exploitation ainsi que la maîtrise de sa situation financière qui était alors obérée par la conclusion d'opérations de dérivés sur taux d'intérêt.

Pour répondre à la demande d'avis formulée par le ministre sur l'opération envisagée, la Commission a tout d'abord examiné la valorisation d'Adoma dans le cadre de la formule de prix prévue dans le pacte de 2010 et décrite au point IV ci-dessus. Elle a ensuite étudié, du point de vue des intérêts patrimoniaux de l'Etat, le mécanisme différent qui a été préféré par les parties.

a.- Evaluation d'Adoma et formule de prix prévue au pacte de 2010 :

Comme la Commission l'avait déjà relevé dans son avis de 2010, l'évaluation d'Adoma présente des difficultés du fait de son activité très spécifique. L'expert n'a recouru de nouveau qu'à la seule méthode de l'actualisation des flux car il n'existe pas de société cotée ou de transaction publique comparables pour mener une évaluation analogique.

Le patrimoine d'Adoma étant affecté au logement et à l'hébergement de personnes défavorisées, dans une perspective de continuité de cette action qui exclut des cessions libres sur le marché, il ne peut être exploité que dans un cadre très contraint. La détermination d'un actif net réévalué à partir de la prise en compte des charges de la société exploitante et de l'évaluation des immeubles sur la base des loyers effectifs conduirait à une approche méthodologique en fait équivalente à l'actualisation des flux.

La Commission a examiné les hypothèses retenues par l'expert pour les paramètres essentiels de l'évaluation par actualisation des flux. L'expert a notamment souligné son degré satisfaisant de confiance dans le plan d'affaires de l'entreprise compte tenu désormais du sérieux de la gestion et des prévisions.

L'essentiel de la valorisation réside dans la valeur terminale, les cash flows étant négatifs, du fait des investissements, durant les premières années du plan d'affaires retenu. La valorisation est donc très dépendante du taux de croissance à l'infini retenu et surtout du taux d'actualisation, comme le montre au demeurant l'expert. Les hypothèses retenues paraissent objectives et conformes aux pratiques reconnues.

Dans ce contexte, la Commission a demandé à l'expert de développer des analyses de cohérence, qu'il suggérait lui-même dans son rapport, pour conforter l'assurance sur la valeur déterminée par actualisation des flux. Il en résulte :

- que la valeur terminale (non actualisée) est cohérente avec la valeur du parc immobilier tel qu'on peut l'apprécier d'après le prix au m² estimé des cessions possibles d'Adoma (prix de marché expertisé sur les 24 résidences mentionnées au point VI ci-dessus, avec une décote de 45 %) ;
- que le taux de capitalisation implicite retenu (rapport des loyers sur la valeur de l'actif) est en ligne avec l'espérance de rendement du parc immobilier sur longue période ;
- que la valeur retenue est de 50 % environ supérieure à celle qui résulterait de l'application des règles de cession des titres de sociétés HLM (art. L423-4 du code de la construction et de l'habitation).

b.- Evaluation du schéma finalement retenu par les parties :

Les parties ont finalement décidé de retenir un schéma selon lequel la SNI souscrit à une augmentation de capital avec prime d'émission. La Commission note que ce schéma a été proposé par l'Etat en conséquence de sa décision de maintenir dans l'entreprise les fonds qu'il aurait retiré de la vente de ses droits préférentiels de souscriptions, ou d'actions, à la SNI. Dans ces conditions, ce schéma simplifie l'opération du point de vue technique tant pour l'Etat (qui n'y intervient plus) que pour la SNI et « Action Logement » qui n'ont plus à passer par l'acquisition de DPS. Pour Adoma, le principal et important avantage lié au schéma retenu est l'apport de 45 millions de capitaux nouveaux par la SNI plutôt que la simple conversion de son avance d'actionnaires que la SNI s'engage au surplus à maintenir.

Du point de vue financier pour l'Etat, le schéma retenu conduit à un résultat très proche de celui prévu par le mécanisme du pacte de 2010 (avec réinvestissement du produit des DPS), l'Etat détenant in fine 42,40 % du capital d'Adoma au lieu de 42,05 %. En effet, la souscription par SNI à l'augmentation de capital à un prix plus élevé (23 € au lieu de 16 €) fait plus que compenser le prix des DPS qu'il aurait dû acheter.

La Commission a également examiné les dispositions du projet de protocole d'accord entre l'Etat et la SNI. Elle a noté que les objectifs qui y sont mentionnés visent à garantir la pleine poursuite des missions d'intérêt général d'Adoma et que des droits sont accordés à l'Etat dans la gouvernance, à travers en particulier l'accord nécessaire entre l'Etat et la SNI pour les décisions importantes.

VIII.- 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.

Adopté dans la séance du 23 avril 2015 où siégeaient MM. Bertrand SCHNEITER, président, Pierre ACHARD, Daniel DEGUEN, Philippe MARTIN, Mme Inès-Claire MERCEREAU et M. Jean SÉRISÉ, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER