

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2017 - A. - 5 du 24 février 2017

**relatif à la cession des participations de l'Etat, de l'AFD et du CNES
dans les SIDOM**

La Commission,

Vu la lettre en date du 9 février 2017 par laquelle le ministre de l'économie et des finances a saisi la Commission, en application de l'article 26 III de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue de recueillir son avis sur le projet de cession de leurs parts dans les SIDOM (Sociétés immobilières des départements d'Outre-Mer) par l'Etat, l'Agence française de Développement (AFD) et le Centre national d'Etudes spatiales (CNES) ;

Vu la loi n° 46-860 du 30 avril 1946 tendant à l'établissement et à l'exécution de plans d'équipement et de développement économique et social des territoires et départements d'outre-mer, en particulier son article 2-2° modifié par l'article 165 de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique ;

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 modifiée relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique et le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de ladite ordonnance ;

Vu le dossier transmis à la Commission le 15 février 2017 par la Direction générale du Trésor et comprenant une note de ladite direction, une fiche présentant les principaux paramètres de la réalisation de l'opération de cession et une note du cabinet BM&A, conseil de l'Etat ;

Vu les projets de pactes d'actionnaires qui seront conclus dans chacune des sociétés entre l'Etat et la SNI afin de déterminer les modalités de gouvernance et de prise de décisions et le projet de contrat d'objectifs entre l'Etat et la SNI, transmis à la Commission le 20 février 2017 par la Direction générale du Trésor ;

Vu le rapport d'évaluation établi par le cabinet BM&A, conseil de l'Etat, transmis à la Commission le 20 février 2017 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 21 février 2017 successivement :

- le ministre de l'économie et des finances représenté par MM. Antoine SAINTOYANT, sous-directeur Bancfin à la Direction générale du Trésor, Benoît BAYARD, Pierre-Eloi BRUYERRE et Frédéric MONFROY, et assisté de son conseil, le cabinet BM&A, représenté par M. Eric BLACHE, expert-comptable, associé ;

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

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 9 février 2017, le ministre de l'économie et des finances a saisi la Commission, en application de l'article 26 III de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue de recueillir son avis sur le projet de cession de leurs parts dans les SIDOM (Sociétés immobilières des départements d'Outre-Mer) par l'Etat, l'Agence française de Développement (AFD) et le Centre national d'Etudes spatiales (CNES).

Les six sociétés concernées sont les SIDOM, sociétés d'économie mixte, implantées dans les départements d'Outre-Mer. Elles sont régies par les dispositions de la loi du 30 avril 1946 susvisée. Leur capital est détenu majoritairement par l'Etat et des établissements publics nationaux. Les autres détenteurs de parts sont essentiellement les collectivités territoriales. Ces six sociétés sont :

- la Société Immobilière du Département de la Réunion (SIDR),
- la Société Immobilière de Guadeloupe (SIG),
- la Société Immobilière de la Martinique (SIMAR),
- la Société Immobilière de la Guyane (SIGUY),
- la Société Immobilière de Kourou (SIMKO).
- la Société Immobilière de Mayotte (SIM).

La répartition du capital de chacune des sociétés est la suivante :

	SIDR	SIG	SIMAR	SIGUY	SIMKO	SIM
Etat	35,46%	51,29%	40,84%	80,08%	11,98%	33,33%
AFD	17,84%	-	22,27%	16,82%	-	8,33%
CNES	-	-	-	-	40,00%	-
Région	-	-	0,18%	0,18%	-	-
Département	43,20%	36,66%	11,14%	2,10%	8,00%	25,00%
Commune	-	10,96%	25,57%	0,70%	40,00%	8,33%
Autres	3,50%	1,09%	-	0,11%	0,02%	25,00%

Constatant la dispersion de l'actionnariat actuel de la sphère Etat au sein des SIDOM, le Gouvernement souhaite doter ces sociétés d'un actionnaire de référence qui soit un opérateur spécialiste du logement.

L'article 165 de la loi du 9 décembre 2016 susvisée, modifiant l'article 2-2° de la loi du 30 avril 1946, a permis que le capital des SIDOM soit détenu par des filiales majoritairement détenues par des établissements publics nationaux.

L'acquéreur des parts dont la cession est projetée est la Société nationale immobilière (SNI), filiale à 100 % de la Caisse des Dépôts et Consignations, qui est un des principaux opérateurs du logement social en France.

Conformément à l'article 27 I, 2^{ème} alinéa, de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée, la Commission, étant saisie sur la base de l'article 26, « détermine la valeur de la société ou, s'il y a lieu, des éléments faisant l'objet de l'opération ».

II.- Les SIDOM sont des organismes de logement social qui ont vocation à améliorer et à développer l'habitat dans les départements d'outre-mer, et plus particulièrement le logement très social, social et intermédiaire. Elles détiennent ensemble environ 71 000 logements soit la moitié environ du parc social locatif de l'Outre-Mer. Globalement, elles se situent au 7ème rang des bailleurs sociaux en France.

Les SIDOM réalisent des opérations de promotion immobilière pour leur compte propre ou confient ces opérations en qualité de maître d'ouvrage à des promoteurs privés. Eligibles aux dispositifs de défiscalisation outre-mer, elles réalisent par ailleurs des opérations en état futur d'achèvement livrables aux véhicules fiscaux ad hoc auxquels elles sont liées contractuellement dans le cadre de montages agréés par l'administration fiscale. Depuis plusieurs années, ce mode de financement de leurs projets de construction s'est fortement développé, en complément des ressources budgétaires. Les aides publiques ont pour finalité de donner accès à des ayants droits sociaux à des logements à loyers modérés et encadrés ainsi que de faciliter leur accession à la propriété à des prix hors marché. Elles sont soumises à des conditions et règles administratives strictes.

Les SIDOM assument la gestion locative en qualité de bailleur social et favorisent l'accession à la propriété par la commercialisation de lots construits à cette fin et par la cession de logements du parc locatif prioritairement aux locataires.

Accessoirement, pour promouvoir leur développement, les SIDOM prennent la responsabilité d'opérations d'aménagement en qualité de mandataire ou de concessionnaire.

La situation financière des six SIDOM des départements d'Outre-Mer est variée en termes de rentabilité, de valeur de leur patrimoine immobilier et du niveau de leur endettement.

Les données suivantes fournissent un aperçu de cette diversité (montants en millions d'euros au 31 décembre 2015).

	SIDR	SIG	SIMAR	SIGUY	SIMKO	SIM
Loyers	101,5	81	51,5	41,6	39,7	14,7
EBITDA	47,2	39,2	25,5	19,9	20,9	6,6
Dettes nettes	1070	674	300	501	347	98
Situation nette*	121	111	88	3	55	22

*hors subventions d'investissement

III.- L'Etat a engagé la déclinaison du plan national en faveur du logement dans un plan spécifique pour l'Outre-Mer qui prévoit de produire ou de réhabiliter 10 000 logements locatifs sociaux par an sur la période 2015-2020. Sur l'ensemble des départements d'Outre-Mer (les DOM), les besoins de logements sont estimés à 90 000 logements, en raison de la démographie et d'un parc de logements encore inadaptés voire insalubres.

Dans ce contexte, l'Etat a souhaité trouver un partenaire public, acteur reconnu du logement, qui accepte de reprendre les participations, directes ou indirectes, de l'Etat dans les SIDOM, et qui dispose des compétences et des expertises nécessaires pour optimiser la gestion de ces sociétés. L'AFD et le CNES se sont également inscrits dans cette démarche de cession de leurs participations dans les SIDOM.

L'opération ainsi projetée vise à :

- contribuer à l'effort de relance dans les DOM et ainsi à développer l'emploi dans les DOM,
- développer le parcours résidentiel dans ces territoires grâce au développement d'une gamme de produits allant du logement très social au logement intermédiaire,
- optimiser la gestion et doter les SIDOM des meilleures pratiques afin d'accroître la qualité du service rendu au locataire.

L'Etat s'engage à consacrer le montant de sa part du produit de cession au soutien de la politique du logement social en Outre-Mer.

La SNI a manifesté son intérêt pour participer à cette opération d'intérêt général et pour acquérir les participations, directes ou indirectes, de l'Etat, dans l'ensemble des six SIDOM.

IV.- 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,
- 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.

Depuis 2014, la SNI fait porter un effort particulier sur le logement intermédiaire avec un objectif de production de 35 000 logements d'ici 2019 grâce :

- à la création en 2014 du Fonds de logement intermédiaire (FLI) qui associe des investisseurs institutionnels privés,
- à un fonds d'investissement public souscrit par l'Etat,
- à un programme réalisé en direct par la SNI avec le soutien de la CDC.

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, de SAGI et d'Adoma (en 2015). Elle est devenue le premier bailleur de France avec 346 000 logements gérés, dont 190 000 sociaux. Le groupe emploie 6 900 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.

Le groupe SNI -hors sociétés HLM- a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires consolidé (loyers nets) de 503,2 millions d'euros (en hausse de 4 % sur 2014), un résultat opérationnel de 247,2 millions (-11 % en raison notamment des amortissements liés à d'importantes livraisons d'immeubles) et un résultat net, part du groupe, de 131,7 millions (+16 %). Les capitaux propres sont de 1,54 milliard d'euros et la dette financière nette s'élève à 3,12 milliards.

La SNI souligne que son projet d'acquisition de participations dans les SIDOM :

- est cohérent avec la priorité donnée par le groupe CDC au logement, dont le logement social, au travers de la Direction des fonds d'épargne et de la SNI en tant que bailleur social,
- s'inscrit dans l'action du groupe CDC en faveur des territoires ;
- sécurise l'encours des prêts des SIDOM auprès de la Direction des fonds d'épargne ;
- conforte la stratégie de la CDC visant à constituer, avec la SNI, un opérateur immobilier global couvrant toute la gamme de logements.

V.- L'Etat et la SNI sont entrés en négociations exclusives en vue de la réalisation de l'opération projetée.

Afin d'évaluer les SIDOM, l'Etat et les deux autres cédants publics ont mandaté un conseil, le cabinet BM&A.

La SNI a eu accès à une salle d'information (data room) et elle a réalisé quant à elle des diligences approfondies portant notamment sur les domaines financier et comptable, la consistance et l'état du patrimoine (expertise conduite avec le concours de la SCET), les systèmes d'information, la fiscalité et les ressources humaines de chacune des six sociétés concernées.

Les diligences menées ont notamment fait apparaître l'importance des travaux nécessaires pour maintenir la valeur du patrimoine et limiter le taux de vacance, travaux qui n'étaient pas toujours intégrés dans les plans stratégiques de patrimoine (PSP) des sociétés.

Les parties sont convenues de procéder à une cession globale des parts des cédants dans les six SIDOM concernées dans le cadre d'un seul contrat.

Au terme de leurs échanges, et en vue de concilier leurs approches respectives sur l'évaluation, les parties sont convenues d'un accord fondé sur l'évaluation des six SIDOM à 190,1 millions d'euros (pour 100 % du capital) et sur la réalisation de l'opération en deux étapes.

a.- La SNI acquiert dans une première étape une participation de 34 % dans chaque SIDOM (les titres détenus par l'AFD seront cédés en totalité prioritairement). La SNI paie le prix correspondant à cette acquisition en deux phases :

- un versement de 42,5 millions d'euros lors de la cession des parts,
- le versement du solde (soit 22,1 millions) au bout de cinq ans, diminué des éventuelles garanties appelées.

b.- Une option d'achat portant sur le solde des participations dans les six SIDOM est accordée à la SNI qu'elle pourra exercer au terme d'une période de cinq ans de façon à acquérir le contrôle des six sociétés.

En cas d'exercice de l'option d'achat, le prix payé par la SNI sera égal à la somme :

- de la valeur d'acquisition des participations ainsi cédées dans chaque SIDOM (sur la base de la valorisation initiale diminuée des éventuelles garanties appelées),
- d'un complément de prix, sur la totalité des titres acquis durant les deux étapes, égal à 50 % la création de valeur au cours des cinq ans écoulés, telle que déterminée par un expert indépendant nommé d'un commun accord par les parties.

Les cédants accordent, pour un montant plafonné et une durée limitée, des garanties à l'acquéreur relativement aux litiges fiscaux liés aux opérations de défiscalisation engagées avant la transaction et aux subventions d'investissement qui ne pourraient être perçues du fait de leur prescription.

Une garantie spécifique relative aux risques sismiques dans la zone antillaise est par ailleurs accordée.

La valorisation à 190,1 millions d'euros pour 100 % du capital des six SIDOM par les parties résulte des évaluations suivantes de chacune des sociétés (en millions d'euros) :

	SIDR	SIG	SIMAR	SIGUY	SIMKO	SIM
valorisation	47,68	27,79	52,65	1,38	55,10	5,51

Pour chaque SIDOM, un pacte d'actionnaires sera conclu entre l'Etat (et le CNES pour ce qui concerne la SIMKO) et la SNI. Les pactes comprennent des clauses concernant :

- la désignation des dirigeants sur proposition de la SNI,
- l'adoption des décisions importantes après accord ou concertation préalable entre les parties,
- les conditions de cession de titres par les parties.

De plus, un contrat d'objectifs sera conclu entre la SNI et l'Etat en vue notamment d'augmenter l'offre de logements sociaux et intermédiaires dans les DOM, de favoriser l'accession sociale à la propriété et les parcours résidentiels, de participer à la professionnalisation des filières locales du BTP et de poursuivre l'adaptation des SIDOM aux nouvelles missions.

VI- La Commission a disposé du rapport d'expertise établi par le conseil de l'Etat, le cabinet MB&A.

L'expert a évalué chacune des SIDOM selon cinq approches.

a.- Méthode de l'actualisation des flux (DCF)

Sur la base des plans d'affaires développés par les sociétés, les flux nets de trésorerie (*net to equity*) sont calculés sur cinq ans (2016-2020) et une valeur terminale est déterminée à partir d'une année normative à laquelle un taux de croissance à l'infini de 1 % est appliqué. L'ensemble des flux sont actualisés au coût moyen du capital qui a été déterminé société par société sur la base d'un rapport d'un cabinet immobilier spécialisé (DTZ) et de la prise en compte d'une prime tenant compte du risque spécifique à chaque société. La valeur des capitaux propres est ainsi calculée après intégration de la dette nette. La sensibilité de l'évaluation à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini des flux est présentée. Dans un cas (SIG), les flux de trésorerie prévisionnels étant négatifs, la méthode DCF n'a pu être appliquée.

Les taux d'actualisation retenus sont les suivants :

	SIDR	SIG	SIMAR	SIGUY	SIMKO	SIM
Taux d'actualisation	7,90 %	(8,30 %)	7,65 %	8,45 %	8,35 %	9,30 %

b.- Actif net réévalué (ANR)

Dans cette méthode, les valeurs vénales estimées s'appuient sur des valeurs de marché de logements non sociaux auxquelles sont appliquées des décotes tenant compte des écarts de loyers entre le secteur libre et le secteur social réglementé ainsi que d'un abattement du fait de l'important volume des parcs de logements.

c.- Transaction comparable

Seule la prise de contrôle par la SNI de Adoma en 2015 a pu fournir une base de comparaison pour une évaluation par méthode analogique. Le multiple jugé le plus pertinent par l'expert en l'espèce est celui valeur des fonds propres sur situation nette.

d.- Valeur réglementaire applicable aux sociétés d'HLM

L'expert a appliqué par analogie la méthode imposée aux SA d'HLM par l'article L 423-4 du Code de la construction et de l'habitation (qui ne s'applique pas en droit aux SIDOM). Elle limite le produit de cession des actions au nominal des actions majoré d'un intérêt sur les 20 années précédant la cession calculé au taux servi au livret A. Il a corrigé ce calcul en incluant les réserves constituées par les sociétés et que celles-ci n'ont pas toutes capitalisées.

e.- Situation nette comptable

L'expert a retenu la situation nette comptable, hors subventions d'investissement, ces subventions étant des financements affectés à l'équilibre économique des SIDOM compte tenu de leur mise à disposition de logement à des loyers encadrés en deçà des prix de marché.

L'expert, sur la base des résultats de ces différentes méthodes, présente une synthèse d'évaluation de chacune des SIDOM.

Il souligne que les particularités réglementaires et statutaires des organismes de logement social doivent être prises en compte dans l'évaluation. La très faible liquidité des participations, la possibilité limitée et très contrainte de cession d'actifs et la rémunération presque inexistante des actionnaires (les SIDOM n'ont jamais versé de dividende) pèsent fortement sur l'évaluation.

Il suggère en conséquence de privilégier la prise en compte de la situation nette comptable dans la mesure où elle est vérifiée par la méthode de l'actualisation des flux.

VII.- La Commission note, comme l'expert, que les méthodes d'évaluation financière usuelles, qu'elles soient intrinsèques ou analogiques, visent à la détermination de valeurs de marché. Ce type de références n'est pas adapté à la situation des SIDOM qui poursuivent comme principal objectif leur mission de développement de l'habitat social dans leurs territoires respectifs.

La valeur vénale réelle de leur parc immobilier, qui est leur actif essentiel, est limitée par la rentabilité réduite résultant des loyers réglementés et par les conditions restrictives, de fait comme de droit, présidant à d'éventuelles cessions immobilières. La rémunération des actionnaires est réduite, et en fait inexistante, les excédents étant conservés afin d'assurer la continuité d'exploitation des sociétés et la réalisation de leurs objectifs de développement de l'habitat social dans les territoires. Enfin, la liquidité des titres des sociétés est limitée tant pour les raisons qui précèdent que du fait de la structure de l'actionnariat des SIDOM imposée par la loi du 30 avril 1946.

Ainsi, la méthode de la situation nette comptable doit être privilégiée.

La Commission estime que l'évaluation de l'ensemble des six SIDOM à 190,1 millions d'euros, avant prise en compte des risques couverts par les garanties, respecte la valeur des sociétés.

La structure de l'opération entre les cédants et la SNI s'explique par les contraintes propres au dossier :

- l'entrée de la SNI en deux étapes permet à cette dernière de ne prendre le contrôle des sociétés qu'après une période de co-contrôle avec l'Etat pendant laquelle l'optimisation de la gestion pourra être engagée mais qui lui permettra également de prendre la mesure des enjeux et des contextes locaux auxquels sont confrontées les sociétés. Le même processus appliqué ces dernières années à l'entrée de la SNI dans Adoma s'est révélé favorable pour toutes les parties ;
- l'existence de certains risques identifiés mais non quantifiables dans l'immédiat est traitée par l'octroi de garanties par les cédants pour des durées et montants limités. Le paiement initial partiel du prix d'acquisition des premiers 34 % y est lié.

La Commission estime que la structure de transaction respecte les intérêts de l'Etat et des autres cédants car :

- les garanties évitent que le prix de cession ne soit grevé par des risques non quantifiables en l'état actuel,
- l'augmentation de valeur réalisée dans la première étape sera, lors de la détermination de l'éventuel complément de prix, partagée entre les cédants et l'acquéreur sur la totalité des participations cédées dans les deux étapes,
- la SNI ne peut, pendant la période initiale de cinq ans, céder des titres qu'avec l'agrément de l'Etat.

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 et des autres cédants publics.

Adopté dans la séance du 24 février 2017 où siégeaient MM. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, Mme Danièle LAJOURMARD, M. Philippe MARTIN, Mme Inès-Claire MERCEREAU et M. Yvon RAAK, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER