



**Rapport d'activité  
pour l'année  
2024**

**de la  
Commission des  
Participations et  
des Transferts**

**au  
Ministre chargé  
de l'Economie**



## Commission des participations

### et des transferts

*Le Président*

Monsieur le Ministre,

J'ai l'honneur de vous présenter le rapport d'activité de la Commission des participations et des transferts pour l'année 2024, en application des dispositions de l'article 10 du décret n° 2014-949 du 20 août 2014.

Au cours de l'année 2024, la Commission a tenu 36 séances. Elle a examiné onze opérations ; quatre ont fait l'objet d'un avis en 2024, cinq opérations seront en principe réalisées en 2025 et deux autres ont été reportées *sine die*.

Les cinq avis adoptés par la Commission en 2024 concernent quatre opérations.

Un avis porte sur une opération réalisée à l'initiative de l'Etat, deux avis portent sur la cession d'une action de Croissance Foot par l'Agence de gestion et de recouvrement des avoirs saisis et confisqués (AGRASC), un avis concerne une opération de cession d'une filiale de La Poste et un avis concerne la cession d'une filiale commune aux groupes SNCF et RATP.

L'Etat a cédé 21,56 % des parts qu'il détenait dans la société Défense Conseil International (DCI) pour un montant de 46,2 M€. L'opération a été autorisée par l'arrêté du 26 mars 2024 sur avis conforme de la Commission du 20 mars 2024.

L'opération de cession par l'Etat d'une action de la société Croissance Foot se situait dans le prolongement de la cession principale, intervenue en 2023, des parts de la SARL Croissance Foot réalisée par l'AGRASC. L'opération a été autorisée par l'arrêté du 5 novembre 2024 sur avis conformes de la Commission du 11 septembre et du 16 octobre 2024.

La cession des 51% que détenait La Poste dans la société La Poste Télécom, pour un montant de 484,5 M€, a été autorisée par l'arrêté du 5 juillet 2024 sur avis conforme de la Commission en date du 3 juillet 2024.

La privatisation de SYSTRA a été autorisée par l'arrêté du 10 octobre 2024 sur avis conforme de la Commission du 20 août 2024. La société était détenue à hauteur de 86,8% par la SNCF et la RATP, à part égales. Ces dernières ont cédé chacune 23,4% du capital de SYSTRA pour un montant global de 294,6 M€.

La Commission s'est également prononcée, dans son avis du 27 novembre 2024, sur le projet de souscription par la région de La Réunion à l'augmentation de capital réservée de la société Sapmer pour un montant de 5 M€, soit 10,3% du capital de la société. La réalisation de l'opération a finalement été décidée le 7 février 2025 par le conseil régional de La Réunion.

Le rapport 2024 comporte enfin une étude sur l'entrée des régions au capital d'entreprises commerciales, conformément au 8°bis de l'article 4211 du code général des collectivités territoriales. Depuis l'entrée en vigueur de ces dispositions, en 2015, la Commission a examiné huit opérations. L'étude en présente les principaux enseignements et formule des propositions d'amélioration du dispositif.

Je vous prie de bien vouloir agréer, Monsieur le Ministre, l'expression de ma très haute considération.

Bruno LASSERRE

## Membres de la Commission des participations et des transferts

(Décrets du 21 mars 2019 et du 7 février 2022)



Bruno LASSERRE  
*Vice-président honoraire du Conseil d'Etat*



Paquita MORELLET-STEINER  
*Conseillère d'Etat*



Anne PERROT  
*Inspectrice générale  
des finances*



Noël de SAINT PULGENT  
*Inspecteur général  
des finances (h.)*



Mireille FAUGERE  
*Conseillère Maître honoraire  
à la Cour des Comptes*



Bérold COSTA de BEAUREGARD  
*Ancien cadre dirigeant d'ArcelorMittal*



Nicolas DUHAMEL  
*Ancien membre du Directoire de BPCE*



**Secrétaire général :**  
Jean-Claude HUYSEN  
*Directeur à la Banque de France*



## Sommaire

<b>Première partie : contexte juridique et financier de l'activité de la Commission en 2024</b> .....	7
1- Contexte juridique.....	7
2. Contexte économique et financier .....	9
<b>Deuxième partie : activité de la Commission en 2024</b> .....	17
1- Liste des avis de la Commission rendus publics au cours de l'année 2024.....	17
2- Présentation des avis rendus par la Commission en 2024.....	18
3- Opérations dont l'examen par la Commission a commencé en 2024 mais qui feront l'objet d'un avis en 2025.....	30
<b>Troisième partie : les prises de participations par les régions soumises à un avis de la Commission</b> .....	34
1- Evolution des interventions des régions en matière économique .....	34
2- Rappel du cadre juridique applicable aux acquisitions de participations par les régions depuis l'entrée en vigueur de la loi NOTRe en 2015. ....	36
3- Les opérations examinées par la Commission .....	41
4- Les principaux enseignements .....	58
5- Propositions d'évolution du cadre juridique .....	64



## *Première partie : contexte juridique et financier de l'activité de la Commission en 2024*

### 1- Contexte juridique

En 2024, aucun texte nouveau n'est venu modifier le champ des compétences de la Commission.

Depuis août 2014, et à l'exception des quelques demandes dont elle a été saisie par le ministre chargé de l'économie sans que ce dernier y soit tenu, les avis de la Commission sont intervenus conformément au cadre législatif défini par l'ordonnance n°2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participations publiques.

Ce cadre a, depuis lors, évolué en 2015 puis, plus récemment, en 2019.

Tout d'abord, le II de l'article 181 de la loi n°2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques a donné compétence à la Commission pour connaître des transferts au secteur privé, par les collectivités territoriales, de la majorité du capital d'une société réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 75 M€ ou employant plus de 500 personnes.

Ensuite, la loi n°2015-991 du 7 août 2015 portant nouvelle organisation territoriale de la République, a introduit, à l'article L. 4211-1 du code général des collectivités territoriales, un 8° *bis* rendant obligatoire, dans des conditions fixées par décret en Conseil d'Etat, une saisine de la Commission dans le cadre d'une prise de participation d'une région au capital de certaines sociétés commerciales.

Enfin, la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises est venue préciser et compléter le champ d'intervention de la Commission, dans divers domaines.

Dans la mesure où ces modifications ont toutes été détaillées dans les rapports des années correspondantes, elles ne seront pas développées dans le présent rapport.





## 2. Contexte économique et financier

### Environnement international

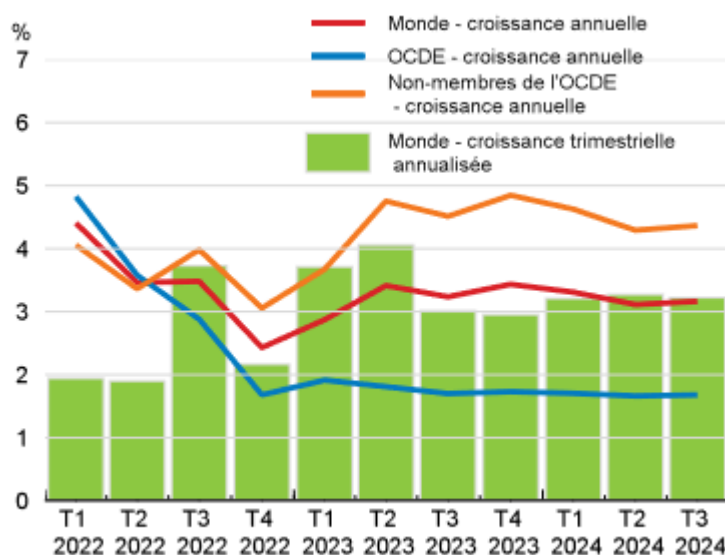
En 2024, l'économie mondiale a continué de faire preuve de résilience.

En décembre 2024, l'OCDE évaluait la croissance du PIB mondial 2024 à 3.2 % (vs 2,9% en 2023).

Dans les économies avancées, la croissance est restée solide aux États-Unis, avec une consommation privée alimentée par des gains de salaires réels. La croissance du PIB a aussi été relativement vigoureuse en Espagne et aux Pays-Bas. Mais la situation économique a été moins favorable dans les autres pays.

Dans les économies de marché émergentes, les dernières évolutions économiques ont été contrastées. En Chine, la croissance du PIB a bien résisté et la croissance est restée forte au Brésil.

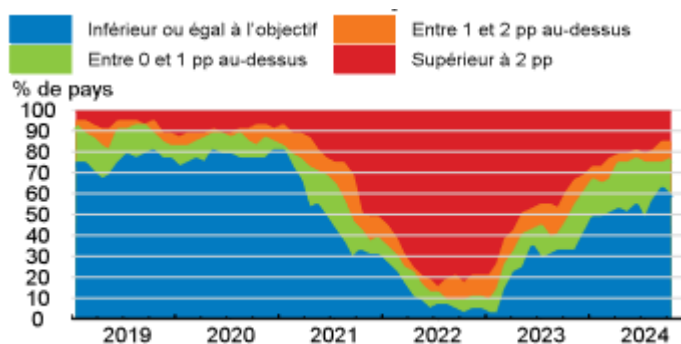
### Croissance du PIB mondial



(source : OCDE)

L'inflation mondiale a continué de se modérer et de se rapprocher des objectifs fixés par les banques centrales

## Ecart entre l'inflation actuelle et l'objectif



(source OCDE)

. Les échanges internationaux ont commencé à se redresser pour atteindre 3.5 % en 2024 après avoir été atones en 2023.

Les revenus réels et les dépenses des ménages se sont accrus et les taux de chômage sont restés à des niveaux proches de leurs points historiquement bas.

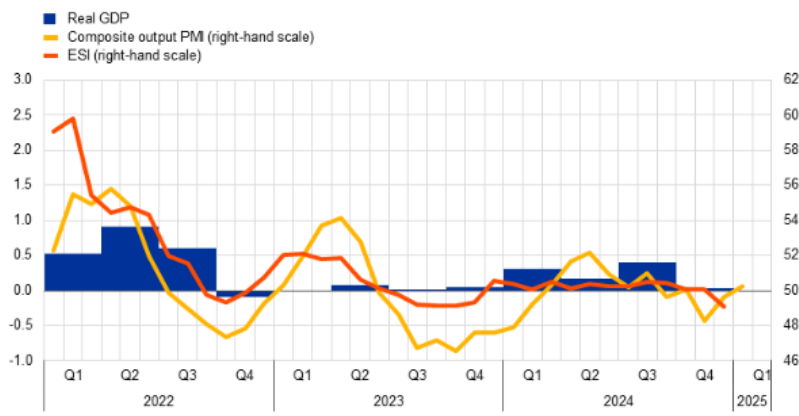
Les taux d'intérêt réels sont restés restrictifs, malgré la baisse des rendements nominaux.

## Zone EURO

Dans la zone euro, la croissance devrait atteindre 0.7 % en 2024 (vs 0,4% en 2023) grâce à la consommation privée et publique et en dépit d'un impact négatif de l'investissement. Globalement, les échanges extérieurs n'ont pas eu d'effet significatif sur la croissance du PIB.

### Euro area real GDP, composite output PMI and ESI

(left-hand scale: quarter-on-quarter percentage changes; right-hand scale: diffusion index)



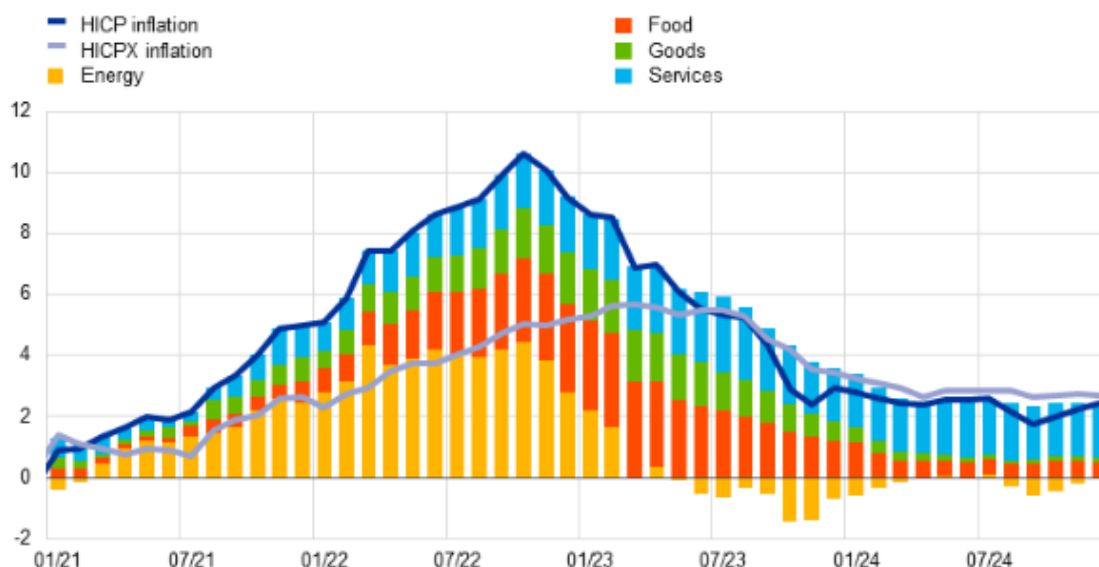
Sources: Eurostat, European Commission and S&P Global.

Notes: The two lines indicate monthly developments; the bars show quarterly data. The European Commission's Economic Sentiment Indicator (ESI) has been standardised and rescaled to have the same mean and standard deviation as the composite output Purchasing Managers' Index (PMI). The latest observations are for the fourth quarter of 2024 for real GDP, January 2025 for the composite output PMI and December 2024 for the ESI.

L'inflation a été de 2,4% en 2024 (versus 2,9% en 2023).

## Headline inflation and its main components

(annual percentage changes; percentage point contributions)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: "Goods" refers to non-energy industrial goods. The latest observations are for December 2024.

Les taux d'intérêt des dettes souveraines de la zone euro se sont accrus : le taux moyen pondéré des obligations souveraines à 10 ans s'est élevé à 3% en 2024 (+ 0,35% par rapport à 2023).

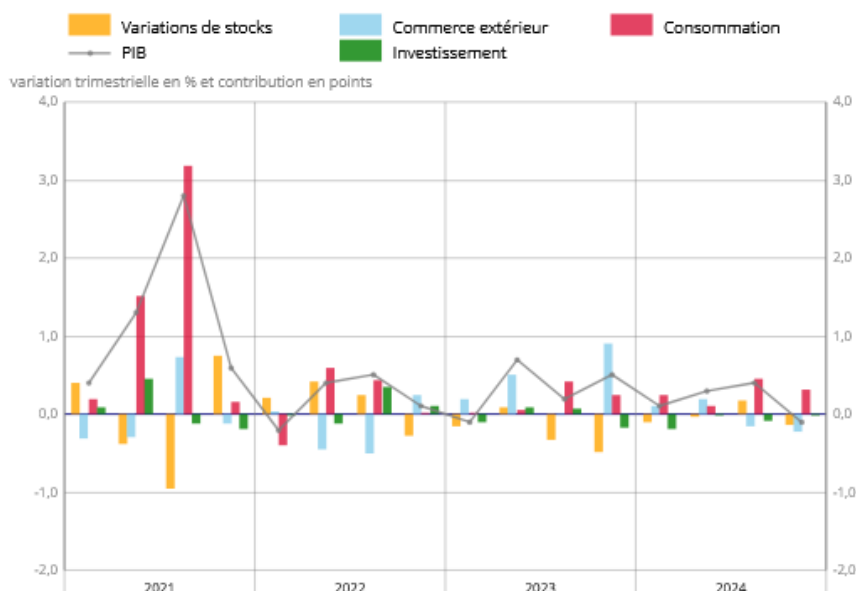
Sur les marchés des changes, l'euro s'est légèrement déprécié face au dollar mais est resté globalement stable face à l'ensemble des devises, en pondérant les cours de change par le poids respectif de chaque pays tiers dans les échanges de la zone euro.

## En France

En 2024, le PIB a augmenté de 1,1 % (après +1,1 % en 2023 et +2,6 % en 2022).

Ce taux de croissance du PIB s'explique surtout par l'augmentation de la demande intérieure finale (hors stock) qui y contribue pour +0,7 point (après +0,9 point). L'investissement pèse négativement (contribution de -0,3 point après +0,2 point en 2023), alors que le commerce extérieur contribue de nouveau positivement (+0,9 point après +0,6 point).

## Le produit intérieur brut et ses composantes



Source : Insee.

### Production

La production a connu un léger ralentissement en 2024 (+1,4 % après +1,7 % en 2023), du fait de la baisse dans les biens manufacturés (-0,6 % après +1,1 %), en particulier en matériels de transport.

La production de services conserve par contre un rythme de croissance identique à celui de l'année précédente (+2,0 %).

### Consommation

En 2024, la consommation des ménages progresse au même rythme qu'en 2023 (+0,9 %).

La consommation des ménages en services ralentit (+2,0 % après +3,1 %), du fait principalement de l'hébergement-restauration (+1,6 % après +5,5 %).

La consommation de biens peine à se stabiliser (-0,2 % après -1,6 %) entraînée par la nouvelle baisse de l'alimentaire (-1,7 % après -3,5 %), et malgré le rebond des biens d'équipement (+3,6 % après -2,1 %).

### Investissement

En 2024, l'investissement se replie nettement (-1,5 % après +0,7 % en 2023) avec un recul plus prononcé, de la construction (-2,5 % après -0,9 %), et un net repli de l'investissement en produits manufacturés (-4,5 % après +3,8 %).

À l'inverse, l'investissement en information-communication reste dynamique (+5,0 % après +8,4 %).

## Commerce extérieur

En 2024, les importations se replient (-1,1 % après +0,7 % en 2023) alors que les exportations ralentissent (+1,6 % après +2,5 %). La contribution annuelle du commerce extérieur à la croissance du PIB reste donc positive, avec +0,9 point en 2024 (après +0,6 point).

Pour autant, la demande extérieure reste en deçà des niveaux pré-pandémie et la France n'a pas encore entièrement regagné la part des marchés à l'exportation perdue pendant cet épisode.

Ainsi, en 2024, la part de la France dans les exportations de biens et services de la zone euro a reculé de 0,3 point en un an. En tendance longue, elle est passée de 18 % en 2000 à 13 % en 2024.

## Inflation

En 2024, les prix à la consommation ont augmenté de 1,3 %, contre 3,7% en 2023.

Le glissement annuel des prix à la consommation en France, après être resté sur un plateau autour de +6 % en 2022 pendant près d'un an, a nettement reflué en 2023 et début 2024.

Il s'est stabilisé au printemps, oscillant entre +2,2 % et +2,3 % entre mars et juillet 2024, avant de repartir à la baisse durant l'été, jusqu'à atteindre +1,1 % sur un an en septembre, du fait du reflux de l'inflation énergétique et des services, notamment dans les télécommunications.

L'inflation sous-jacente<sup>1</sup> baisse nettement sur un an et s'établit à +1,3 % en décembre 2024, après +5,1% en 2023.

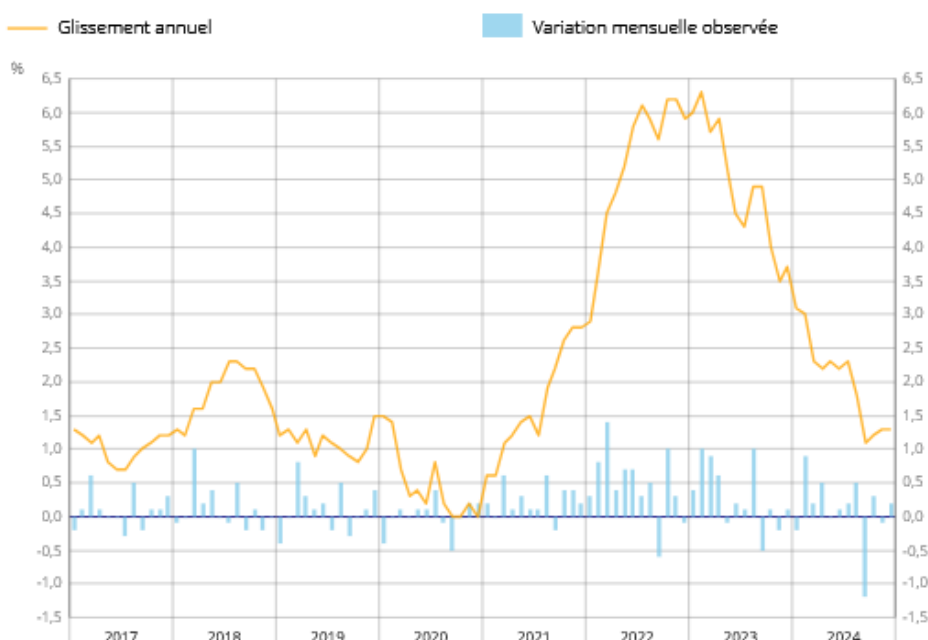
L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)<sup>2</sup> diminue également passant à +1,8 % en décembre 2024 versus 4,1% en 2023.

---

<sup>1</sup> L'indice d'inflation sous-jacente permet de dégager une tendance de fond de l'évolution des prix. Il traduit l'évolution des coûts de production et la confrontation de l'offre et de la demande. Il exclut les prix soumis à l'intervention de l'État (électricité, gaz, tabac...) et les produits à prix volatils (produits pétroliers, produits frais, produits laitiers, viandes, fleurs et plantes...) qui subissent des mouvements très variables dus à des facteurs climatiques ou à des tensions sur les marchés mondiaux. Il est corrigé des mesures fiscales (hausse ou baisse de la TVA...) de façon à neutraliser les effets sur l'indice des prix de la variation de la fiscalité indirecte ou des mesures gouvernementales affectant directement les prix à la consommation.

<sup>2</sup> L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est l'indicateur permettant d'apprécier le respect du critère de convergence portant sur la stabilité des prix, dans le cadre du traité de l'Union européenne (Maastricht). Il est conçu expressément à des fins de comparaison internationale et ne remplace pas l'indice national qui reste l'indice de référence pour analyser l'inflation en France, avec l'indice d'inflation sous-jacente.

## Évolutions de l'indice des prix à la consommation



Champ : France entière.

Source : Insee - indices des prix à la consommation.

## Taux d'intérêt

La baisse de l'inflation en 2024 a permis à la BCE de diminuer à quatre reprises son taux directeur, passé de 4% à 3% entre juin et décembre 2024.

À 3%, le taux directeur reste cependant significativement au-dessus du taux neutre (environ 2%), qui marque la frontière entre une politique restrictive et une politique accommodante.

## Marchés boursiers

Après un début d'année favorable qui a porté l'indice CAC40 à un nouveau record historique le 15 mai à 8.239,99 points, ce dernier termine l'année en baisse de 2,15 % à 7.380,74 points. Dividendes réinvestis, l'indice parisien finit tout juste à l'équilibre avec une hausse de 0,92 %.

Sur la même période, le S&P 500 a progressé de 23,31% et l'indice européen Stoxx 600 a augmenté de 5,98 %.

Le DAX, indice de référence allemand, a gagné 18,85 % sur l'année.

La sous-performance du CAC 40 s'explique en partie par le poids des entreprises du luxe et de l'énergie dans l'indice (28 %). Ces deux secteurs, avec l'automobile, ont vu les révisions les plus négatives de leurs anticipations de profit.

La sous-performance s'explique également par les incertitudes politiques, budgétaires et fiscales spécifiques à la France.

## **Finances publiques**

la France avait en 2024 le déficit le plus élevé de la zone euro, et reste parmi les rares pays dont le ratio de dette continue de croître.

Le spread de taux d'intérêt de la dette souveraine s'est éloigné de l'Allemagne et rapproché de l'Italie. La charge des intérêts pèsera bientôt plus lourd que le budget du ministère de l'éducation nationale.

Le déficit public 2024 devrait atteindre 6 % du PIB, contre 5.5 % en 2023, en raison de rentrées fiscales, en particulier de TVA, moins élevées que prévu, ainsi que des résultats décevants de la taxe exceptionnelle sur les producteurs d'énergie. Les dépenses de l'Etat ont fléchi de 2,2 % du fait de (i) la sortie progressive des « boucliers tarifaires » (ii) la diminution des versements au profit de l'Union européenne et de (iii) l'allègement du coût de la dette permis par la baisse générale des taux d'intérêt, liée à celle de l'inflation. A l'inverse, Les dépenses des administrations locales ont été très dynamiques, avec un impact sur le déficit de 0,2 point de PIB. Les dépenses des administrations sociales ont elles-aussi été supérieures aux attentes, contribuant à hauteur de 0,1 point à la dégradation du déficit.

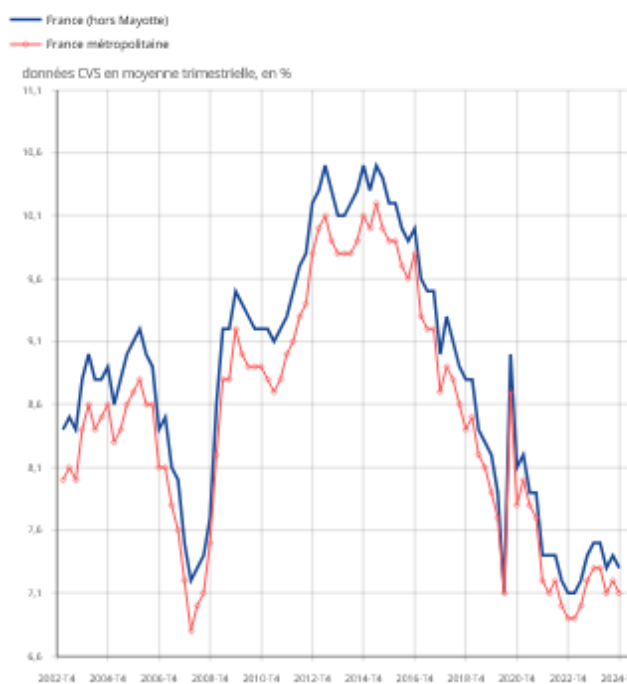
La dette des administrations publiques s'élevait à 120 % du PIB en 2024.

## **Emploi**

Au quatrième trimestre 2024, le nombre de chômeurs au sens du Bureau international du travail (BIT) atteint 2,3 millions de personnes. Le taux de chômage au sens du BIT (7,3 % de la population active) retrouve son niveau du deuxième trimestre 2024.

Il reste légèrement supérieur à son précédent point bas depuis 1982 (7,1 % au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023) et nettement au-dessous de son pic de mi-2015 (-3,2 points).

### Taux de chômage au sens du BIT



Note : estimation à +/- 0,3 point près du niveau du taux de chômage et de son évolution d'un trimestre à l'autre. L'enquête Emploi a été rénovée en 2021 ; les données antérieures à 2021 ont été recalculées en nouvelle mesure, afin de disposer de séries cohérentes.

Lecture : au 4<sup>e</sup> trimestre 2024, le taux de chômage au sens du BIT est de 7,3 % en France hors Mayotte et de 7,1 % en France métropolitaine.

Champ : personnes vivant en logement ordinaire, actives.

Source : Insee, **enquêtes Emploi**.





## Deuxième partie : activité de la Commission en 2024

La complexité des opérations examinées par la Commission suppose qu'elle soit en général informée et consultée aux différentes étapes de leur réalisation.

La Commission est en conséquence souvent conduite à traiter les dossiers sur des périodes de plusieurs mois, mais à ne rendre son avis définitif qu'à la fin du processus, peu de temps avant l'acte (décret ou arrêté) décidant ou autorisant le transfert, acte qui précède immédiatement la réalisation de la transaction (« *closing* »). Cet acte doit être pris dans le délai de 30 jours après l'avis de la Commission, sauf durée de validité différente fixée par cette dernière en fonction des conditions particulières de l'opération.

Outre ses évaluations et avis qu'elle est tenue de rendre publics conformément aux dispositions du III de l'article 27 de l'ordonnance du 20 août 2014, la Commission s'attache à présenter à tous son activité, le cadre juridique s'y appliquant ainsi que ses évolutions et, enfin, à communiquer ses rapports annuels remis au ministre chargé de l'économie.

Au cours de l'année 2024, la Commission a tenu 36 séances. Elle a examiné onze opérations ; cinq ont fait l'objet d'un avis en 2024, quatre opérations seront en principe réalisées en 2025 et deux autres ont été reportées *sine die*.

### 1- Liste des avis de la Commission rendus publics au cours de l'année 2024

Les avis émis par la Commission au titre de l'art. 27 de l'ordonnance du 20 août 2014 sont rendus publics dans les conditions prévues au III de cet article : « les évaluations et avis de la Commission sont rendus publics à l'issue de l'opération ». Pour les avis dont la publication ne serait pas requise par l'article 27, la Commission décide s'ils doivent être rendus publics, après consultation de l'autorité qui a demandé l'avis.

Les avis sont rendus publics sur le site internet de la Commission.

Les avis rendus publics en 2024 sont les suivants :

- Avis n° 2024 - A.C. – 01 du 20 mars 2024 relatif au transfert au secteur privé de Défense Conseil International et à la cession d'actions de SOFEMA
- Avis n° 2024 - A.C. – 02 du 3 juillet 2024 relatif au transfert au secteur privé par le groupe La Poste de la société La Poste Telecom
- Avis n° 2024 - A.C. – 03 du 11 septembre 2024 relatif à la cession par l'Agence de gestion et de recouvrement des avoirs saisis et confisqués d'une action de la SARL Croissance Foot

- Avis n° 2024 - A.C. – 04 du 13 septembre 2024 relatif au transfert au secteur privé par la SNCF et la RATP de la société SYSTRA
- Avis n° 2024 - A.C. – 05 du 16 octobre 2024 relatif à la prorogation du délai de validité de l’avis n° 2024- A.C. – 03 relatif à la cession par l’Agence de gestion et de recouvrement des avoirs saisis et confisqués d’une action de la SARL Croissance Foot
- Avis n° 2024 – A. - 06 du 27 novembre 2024 relatif à l’évaluation de la société Sapmer

## 2- Présentation des avis rendus par la Commission en 2024

Les avis rendus par la Commission en 2024 sont présentés par ordre chronologique.

### *Défense Conseil International (DCI)*

L’Etat a cédé 21,56 % des parts qu’il détenait dans la société Défense Conseil International (DCI) pour un montant de 46,2 M€. L’opération a été autorisée par l’arrêté du 26 mars 2024 sur avis conforme de la Commission du 20 mars 2024.

Défense Conseil International (DCI) a été créée en 1972 à l’initiative du ministère des armées, pour assurer le transfert des savoir-faire des armées, notamment dans le cadre de programmes de coopération internationale et de vente de matériel militaire français.

Le capital de DCI était réparti entre l’Etat (55.56%), SOFEMA<sup>3</sup> (33.33%) et Groupe ADIT (11.11%), via sa filiale à 100 % Eurotradia international.

Dans le cadre de cette opération, le Groupe ADIT a acquis auprès de l’Etat 21,56% des parts de DCI, auprès de SOFEMA les 33,3% que détenait cette société dans DCI, avec des conditions de compléments de prix strictement identiques.

L’opération a été autorisée par l’arrêté du 26 mars 2024 sur avis conforme de la Commission du 20 mars 2024.

L’opération a été clôturée le 4 avril 2024.

A l’issue de l’opération, le Groupe ADIT détenait 66% de DCI, le solde du capital restant détenu par l’Etat. En outre, l’Etat détient une action de préférence dans DCI et continue de disposer de droits spécifiques sur la gouvernance dont des

---

<sup>3</sup> Société créée en 1997 via la fusion de deux anciens offices d’armement : l’OFEMA et la SOFMA.

droits de veto sur des décisions stratégiques (transfert du siège, cessions de titres, acquisitions, emprunts, etc.).

Créé en 1993 en tant que service de l'Etat, transformé en société anonyme en 2001 et privatisé<sup>4</sup> en 2011, Groupe ADIT est un leader européen de l'intelligence stratégique, dont la mission essentielle consiste à réduire, d'une part les risques auxquels ses clients sont exposés dans leurs projets à l'international, d'autre part l'incertitude inhérente à toute stratégie de croissance.

La Commission a disposé du rapport de valorisation de DCI établi par Société Générale, conseil de l'Etat.

La banque conseil a retenu la seule évaluation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF<sup>5</sup>).

La méthode des comparables boursiers a été écartée car les cinq sociétés identifiées exerçaient des activités beaucoup plus diversifiées que DCI et dans des géographies très différentes. En outre, les deux sociétés dont les activités étaient les moins éloignées de DCI avaient une taille beaucoup plus importante.

La méthode des comparables de transactions offrait encore moins de possibilités de référence pertinente.

Eu égard au modèle d'affaires de la société, la Commission a considéré que les approches fondées sur la valeur comptable n'étaient pas adaptées, car ne considérant que la seule performance historique sans prendre en compte les perspectives futures de la société.

Elle a estimé que les méthodes fondées sur les sociétés comparables (comparables boursiers ou comparables de transactions) devaient également être écartées compte tenu des différences trop marquées en termes de périmètre d'activités et de taille.

Et, à l'instar de la banque conseil, la Commission a estimé que, pour DCI, la méthode de valorisation intrinsèque était la seule pertinente.

La valorisation selon la méthode DCF s'appuyait sur un plan d'affaires élaboré sur la base du plan moyen terme (PMT) préparé par la direction de DCI pour la période 2022-2026 et validé par le conseil d'administration en mai 2022.

Un plan d'affaires « stressé » avait par ailleurs été réalisé en prenant en compte certaines incertitudes et en supprimant l'impact des acquisitions envisagées.

---

<sup>4</sup> L'Etat dispose encore aujourd'hui d'une action de préférence dans la filiale ADIT.

<sup>5</sup> *Discounted Cash Flow*.

Enfin, le plan d'affaires retenu par le conseil intégrait des hypothèses additionnelles relatives au niveau de BFR<sup>6</sup> (DCI ayant besoin d'un BFR élevé compte tenu des délais de paiement de ses principaux clients).

Le plan d'affaires construit par la banque conseil prévoyait un chiffre d'affaires qui atteindrait 317 M€ en 2030, versus 224 M€ en 2023.

Pour l'actualisation des flux de trésorerie, la banque conseil a retenu un CMPC central de 10,4% qui se fondait notamment sur un taux sans risque (basé sur l'OAT 10 ans), une prime de risque en France fondée sur une moyenne Bloomberg France 12 mois et une prime de taille (Duff & Phelps).

Considérant que les deux tiers du chiffre d'affaires étaient réalisés à l'étranger, la Commission a souhaité connaître la valeur des fonds propres déterminée, *ceteris paribus*, sur la base d'une prime de risque calculée en fonction des géographies d'intervention de DCI, soit un CMPC de 11,4%.

La Commission a estimé prudent de retenir cette dernière valeur de préférence à celle issue du scénario retenu par la banque conseil.

Le taux de croissance à l'infini (TCI) de 2,3% qui a été retenu est celui qui était également utilisé par les analystes pour la valorisation des deux entreprises cotées les plus proches de DCI. C'est un taux qui intègre l'inflation. Eu égard aux perspectives de progression des dépenses militaires, notamment en Europe en réaction à la guerre menée en Ukraine par la Russie, le taux a été jugé raisonnable par la banque conseil.

Par ailleurs, la valorisation n'a pris en compte aucune synergie de coût entre DCI et Groupe ADIT. Mais la banque conseil a estimé que de telles synergies pourront probablement être activées dans certains domaines. Le Groupe ADIT a évoqué cette possibilité en matière de développement commercial.

A cet égard, la Commission a souligné que le Groupe ADIT voyait dans cette acquisition des opportunités de synergies commerciales qui devraient bénéficier à DCI, notamment grâce aux liens étroits et anciens que Groupe ADIT entretient avec la BITD<sup>7</sup> et les acteurs publics de la défense.

L'offre de Groupe ADIT (complément de prix maximal compris) pour l'acquisition de la participation de 21,56% du capital et des droits de vote de DCI était très légèrement au-dessus du haut de la fourchette de la valeur centrale des fonds propres de DCI retenue par la banque conseil.

Au final, la Commission a estimé que la valeur des fonds propres de la société DCI ne saurait être inférieure à 213 M€ (pour 100% des fonds propres).

---

<sup>6</sup> Besoin en Fonds de Roulement.

<sup>7</sup> Base industrielle et Technologique de Défense qui regroupe l'ensemble des entreprises de défense qui contribuent à concevoir et à produire les équipements des armées.

Le contrat de cession des titres DCI à Groupe ADIT prévoyait d'une part un paiement à la clôture de 46,1 M€, équivalent à une valeur de 214 M€ pour 100% des fonds propres de DCI, d'autre part, un complément de prix d'un montant maximal de 8,9 M€ déterminé en fonction du niveau du chiffre d'affaires consolidé cumulé sur les exercices 2023, 2024 et 2025.

Avec le complément de prix maximum, la valeur de 100% des fonds propres de DCI ressortait à 255 M€.

Par ailleurs, en application du II de l'article 27 de l'ordonnance du 20 août 2014, la Commission devait émettre un avis sur les modalités de la procédure, le choix des acquéreurs et les conditions de la cession.

La Commission a observé qu'eu égard à ses activités, le choix des actionnaires de DCI était soumis à des contraintes spécifiques. Les métiers de DCI se situent en effet dans le prolongement de ceux exercés par des entreprises de la BITD, dont font en outre partie tous les actionnaires de SOFEMA et dont l'Etat, via la direction générale de l'armement du ministère de la défense, est le pivot.

L'Etat souhaitait donc maintenir un niveau de contrôle suffisant sur DCI en détenant d'une part au moins 34% de son capital pour disposer d'une minorité de blocage, d'autre part une action de préférence qui lui attribue des droits spécifiques, notamment, un droit de veto sur les cessions/acquisitions d'actions de DCI.

Dans ces conditions, l'Etat n'était disposé à céder qu'une part minoritaire n'excédant pas 21,56 % du capital de DCI.

De plus la Commission a observé que le prix de cession des titres DCI était identique pour l'Etat et pour SOFEMA. Or, dans cette transaction, l'Etat abandonne sa position de contrôle sur DCI, alors que SOFEMA ne cède qu'un tiers du capital de l'entreprise. SOFEMA bénéficiait d'une offre de Groupe ADIT associée à un bloc de contrôle de DCI.

L'absence de valorisation spécifique de la position de contrôle de l'Etat sur DCI pouvait cependant se justifier dans la mesure où la cession des titres détenus par SOFEMA était indispensable pour permettre au Groupe ADIT de devenir actionnaire majoritaire, tout en maintenant un contrôle significatif de l'Etat sur DCI.

La Commission a estimé qu'il était très peu probable qu'une mise en concurrence aurait permis de trouver d'autres candidats que le Groupe ADIT.

En tout état de cause, vu les montants en jeu, le recours aux marchés financiers était exclu et l'impossibilité de trouver acquéreur pour les titres auto-détenus entre 2014 et 2019 montre qu'une procédure de gré-à-gré n'aurait probablement pas donné de résultats probants.

Quand bien même un nouvel actionnaire minoritaire aurait été intéressé, l'Etat aurait alors perdu le contrôle exclusif de DCI sans qu'un nouvel actionnaire majoritaire se substitue à lui ; un éparpillement de l'actionnariat n'aurait pas apporté de réponses aux enjeux stratégiques de DCI.

Le nouvel actionnaire majoritaire de DCI devait être un acteur de confiance considéré favorablement par le ministère des armées et par l'écosystème des armées et de l'industrie de défense et capable de s'engager à long terme. Groupe ADIT répondait à ces critères.

La prise de contrôle par l'ADIT est donc apparue comme étant la seule solution permettant de satisfaire aux objectifs stratégiques de l'Etat et de DCI.

La Commission a également pris en considération les synergies prévisibles résultant de la prise de contrôle par Groupe ADIT pour apprécier l'intérêt de l'opération pour les actionnaires.

Par ailleurs, la Commission a constaté que le complément de prix, fondé sur un montant de chiffre d'affaires cumulé des exercices 2023 à 2025, relevait davantage, d'un point de vue économique, d'un paiement différé compte tenu du faible niveau des seuils de déclenchement et du chiffre d'affaires déjà réalisé en 2023.

### ***Croissance Foot***

La Commission a été saisie par l'Agence de gestion et de recouvrement des avoirs saisis et confisqués (l'AGRASC) d'une cession de la dernière action qu'elle détenait pour le compte de l'Etat dans la société Croissance Foot à la suite d'une procédure de confiscation judiciaire.

La totalité de la participation détenue par l'AGRASC, moins une action, avait été cédée en 2023. Conformément au protocole de cession du 2 août 2023, la vente de la dernière action est intervenue en 2024 suite à la cession de contrôle de la société Croissance Foot par l'acquéreur de la participation de l'Etat.

Pour mémoire, la Commission avait souligné dans son rapport d'activité de l'année 2022 qu'il lui apparaissait opportun de modifier la loi en vue de limiter la saisine de la Commission aux seules cessions présentant un caractère significatif, ce critère pouvant être apprécié au regard du chiffre d'affaires au moment de la saisie des biens.

L'opération a été autorisée par l'arrêté du 5 novembre 2024 sur avis conforme de la Commission du 11 septembre et du 16 octobre 2024.

### ***La Poste Télécom***

La société La Poste Telecom (LPT), dont le nom commercial est La Poste Mobile, est un opérateur de réseau mobile virtuel (MVNO<sup>8</sup>) qui a été créé en 2011. LPT est aujourd'hui le premier opérateur virtuel du marché français avec 2,4 millions de clients.

---

<sup>8</sup> *Mobile Virtual Network Operator.*

La cession des 51% que détenait La Poste dans la société La Poste Télécom, pour un montant de 484,5 M€, a été autorisée par l'arrêté du 5 juillet 2024 sur avis conforme de la Commission en date du 3 juillet 2024.

L'opération, qui portait également sur le solde du capital de La Poste Télécom détenu par SFR, a été finalisée le 15 novembre 2024.

LPT a été cédée à Bouygues Telecom (BT).

Cette cession s'inscrit dans le contexte d'un marché des MVNO en phase de consolidation. Leur part de marché s'est ainsi réduite de 7% en 2019 à 4% en 2022, à la suite de l'acquisition de plusieurs MVNO par des MNO<sup>9</sup>.

L'acquéreur, BT, renforce ainsi son parc d'environ 2,4 millions de clients Mobile et accède au réseau de distribution des 7000 bureaux de poste.

Cette cession a aussi permis au groupe La Poste de récolter les fruits d'une diversification réussie sur le marché de la téléphonie mobile tout en poursuivant la commercialisation des offres mobile et fixe sous la marque La Poste Mobile au sein du réseau postal.

S'agissant de la commercialisation des offres de La Poste Mobile dans le réseau des bureaux de poste, La Poste continue d'être rémunérée en fonction du niveau d'activité et avec un minimum garanti dans le cadre de deux nouveaux contrats cadre de service et de licence de marque.

Pour les clients de La Poste Mobile, l'acquisition par BT a été sans impact sur les conditions de leur contrat existant et sur leur numéro de téléphone. Seules les cartes SIM seront changées à partir du second semestre 2025.

Pour déterminer la valeur de LPT, la Commission a disposé du rapport d'évaluation préparé par Messier & Associés, conseil du vendeur, qui a retenu les trois méthodes d'évaluation suivantes : (i) la méthode DCF d'actualisation des flux de trésorerie futurs, (ii) la méthode des comparables de transactions et (iii) la méthode des comparables boursiers.

**La méthode DCF** était fondée sur le plan d'affaires à horizon de 2028 préparé par la direction de LPT et sur des projections 2029 et 2030.

Le coût moyen pondéré du capital retenu est de 8,5 % (en ligne avec les pairs). Un taux de croissance perpétuelle de 1,0 % en année terminale a été retenu.

Pour le calcul de la valeur terminale, les amortissements et les investissements ont été fixés à 2,5 % du chiffre d'affaires (en conformité avec la moyenne attendue sur la période 2025-2030).

---

<sup>9</sup> Mobile Network Operator.

La valeur des fonds propres obtenue à partir de la méthode DCF était significativement supérieure à celle issue des deux autres méthodes et significativement inférieure au prix offert par Bouygues Telecom.

La Commission a considéré que la méthode DCF constituait l'approche la plus pertinente en ce qu'elle détermine une valeur actuelle sur la base des flux de trésorerie futurs à partir d'hypothèses prudentes et étayées.

La Commission observait également que le taux sans risque utilisé pour le calcul du CMPC (taux au 15 février 2024) était à un niveau sensiblement inférieur (de l'ordre de 30 points de base) à celui constaté au moment où la Commission a adopté le présent avis. Toutes choses égales par ailleurs, la valeur intrinsèque de LPT serait ainsi légèrement inférieure à la valeur centrale retenue par le conseil.

La Commission observait par ailleurs que le prix proposé par BT était nettement supérieur à la valeur intrinsèque déterminée par le conseil de La Poste.

Cela s'expliquait en premier lieu par les revenus générés par le nouveau contrat « *wholesale* » avec LPT et les synergies découlant de l'opération. En second lieu, la proposition de prix de BT tenait compte du coût d'opportunité qu'impliquerait la prise de contrôle du plus important MVNO français par l'un de ses concurrents.

Pour la **méthode des transactions comparables**, huit transactions comparables ont été retenues concernant des sociétés internationales dans le domaine des télécoms et ayant une activité fixe et mobile. Elles portaient sur des sociétés implantées en Europe de l'ouest cédées entre 2017 et 2023.

La fourchette de VE/Ebitda<sup>10</sup> 2023 des huit transactions comparables ressortait à 6,7-13,3. La transaction la plus proche était l'acquisition du deuxième MVNO français par BT en 2020 avec un multiple d'Ebitda de 9,3.

**La méthode des comparables boursiers** était l'approche que le conseil estimait la moins pertinente des trois, notamment du fait de la différence de montant de chiffre d'affaires. Elle reposait sur dix sociétés cotées dont deux MVNO<sup>11</sup> allemands. Il en ressortait un ratio de VE/Ebitda moyen de 5,5 (sur l'Ebitda 2023).

Enfin, **la méthode de l'actif net comptable** a été écartée car elle est fondée sur une valeur historique des actifs et des passifs, qui semblait peu pertinente en ce qu'elle ne tenait compte ni de la valeur réelle des actifs, ni des performances futures de La Poste Telecom.

La **méthode de l'actif net réévalué**, qui consiste à corriger l'actif net comptable de la société des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au

---

<sup>10</sup> Valeur d'entreprise / Ebitda

<sup>11</sup> 1&1 et Freenet AG.



passif ou en engagements hors bilan, a été également écartée, car elle ne permet pas de prendre en compte les performances futures de la société.

La Commission a finalement considéré que la valeur des fonds propres de LPT (pour 100% des fonds propres) ne pouvait pas être inférieure à 600 M€ (hors prise en compte des synergies de l'opération avec BT et hors impact positif pour BT du contrat « *wholesale* »).

Par ailleurs, la Commission a observé qu'à la date d'examen de son avis, un désaccord subsistait entre SFR et La Poste sur les conditions de la cession par SFR à BT des 49 % qu'il détenait dans LPT. En l'absence d'accord, la transaction entre La Poste et BT ne pouvait pas être conclue puisque la cession des titres détenus par SFR à BT était une condition suspensive de la transaction entre La Poste et BT.

Compte tenu de cette incertitude, la Commission avait demandé de disposer d'un engagement écrit conjoint de La Poste et de Bouygues Telecom (BT) assurant que, quel que soit l'accord financier trouvé avec SFR, ses conséquences négatives éventuelles n'affecteraient en aucune manière, directement ou indirectement, la consistance de l'opération ou le prix payé par BT à La Poste. Les courriers susvisés de La Poste et de Bouygues Telecom, datés du 1<sup>er</sup> juillet 2024, répondent à cette demande.

Toute modification apportée au prix ou à la consistance de l'opération rendrait nécessaire un nouvel avis de la Commission tenant compte de ces modifications.

Finalement, le 16 octobre 2024, les dirigeants de La Poste, SFR et Bouygues Télécom, sont parvenus à un accord, sous l'égide d'un juge conciliateur.

Lors de sa séance du 25 octobre 2024, la Commission a examiné les termes de ce protocole transactionnel qui prévoyait le versement par La Poste à SFR d'une indemnité en contrepartie de l'engagement de SFR de procéder à la cession de ses titres LPT aux conditions financières prévues au contrat du 4 avril 2024.

La Commission a constaté que s'il avait été connu avant la signature du contrat de cession de LPT entre BT et La Poste, le montant de la première composante de cette indemnité en faveur de SFR ne serait pas venu modifier le prix proposé par BT ou la valorisation des fonds propres de LPT.

La seconde composante de l'indemnité portait sur un élément nouveau constitutif pour SFR d'un coût qu'il était légitime de neutraliser.

La Commission observait par ailleurs que le traitement comptable de la cession et du versement de l'indemnité refléterait bien le caractère totalement dissocié de ces deux opérations, la première étant traitée comme une cession d'actif et la seconde comme une charge d'exploitation.

En conclusion, dans sa lettre adressée au ministre chargé de l'économie en date du 5 novembre 2024, la Commission a estimé que les dispositions du protocole de conciliation n'affectaient pas la substance de la cession de LPT à BT et ne

remettaient pas en cause ses conclusions sur cette opération, telles que présentées dans son avis du 3 juillet 2024.

## **SYSTRA**

La privatisation de SYSTRA a été autorisée par l'arrêté du 10 octobre 2024 sur avis conforme de la Commission du 20 août 2024. L'opération a été finalisée le 23 octobre 2024.

La société était détenue à hauteur de 86,8% par la SNCF et la RATP, à part égales. Ces dernières ont cédé chacune 23,4% du capital de SYSTRA pour un montant global de 294,6 M€.

SYSTRA est une entreprise d'ingénierie de premier plan au niveau mondial dans le secteur des transports.

A l'horizon 2027, SYSTRA a pour ambition de devenir l'une des cinq premières sociétés d'ingénierie MTR<sup>12</sup> et de consolider sa troisième place mondiale en termes de chiffre d'affaires réalisé à l'international.

La croissance organique n'étant pas suffisante pour atteindre ces objectifs, la société devra mener des opérations de croissance externe qui rendront nécessaire un confortement des fonds propres de SYSTRA.

SYSTRA n'étant pas considéré comme un actif stratégique par la RATP et la SNCF, la recherche d'un nouvel actionnaire disposant des capacités financières nécessaires a été engagée par ses actionnaires historiques.

La cession a porté sur 58,2% du capital de Systra. Les cédants sont les quatre banques actionnaires pour la totalité de leurs parts (11,5%), la SNCF et la RATP pour 23,4% chacune. Ces deux dernières entreprises conservant 20% chacune du capital de SYSTRA.

Les 58,2 % cédés ont été logés dans une holding d'acquisition détenue à hauteur de 80,1 % par Latour Capital, 16,4 % par Fimalac et 3,6 % pour Société Générale ; ces trois acteurs détiennent ainsi indirectement 46,6 %, 9,5 % et 2,1 % du capital de SYSTRA.

Créée en 2011, Latour Capital est une société de gestion agréée par l'AMF. La société gère plus de 3,5 Md € d'actifs et est détenue à 100% par ses dix associés.

Créé en 1992, Fimalac est la holding familiale de Marc Ladreit de Lacharrière, qui bénéficie, grâce à ses investissements, d'une large expérience multisectorielle.

---

<sup>12</sup> *Mass Transit and Rail*

Pour fixer la valeur de SYSTRA, la Commission a disposé des travaux de valorisation réalisés par NOMURA, conseil du vendeur.

La banque conseil a choisi de retenir à titre principal les méthodes de valorisation DCF<sup>13</sup>, LBO<sup>14</sup> et celle des comparables de transaction.

La méthode des comparables boursiers a été retenue à titre indicatif.

La méthode DDM<sup>15</sup> a été écartée par la banque conseil qui considérait qu'elle n'était pas adaptée au modèle d'affaires de SYSTRA et à l'horizon d'investissement.

La méthode de l'actif net réévalué a également été écartée, les principaux actifs étant des immobilisations incorporelles dont l'évaluation reposerait sur les prévisions de la société et serait *in fine* redondante avec l'approche DCF.

Par ailleurs, un expert indépendant a été chargé chaque année par SYSTRA de déterminer la valeur de la société pour le compte de son FCPE (Fonds commun de placement d'entreprise). Les fourchettes de valeurs qu'il retient sont fondées sur une moyenne des évaluations obtenues par la méthode DCF et par celle des comparables boursiers.

La banque conseil a décidé de ne retenir le résultat de ces évaluations qu'à titre informatif car, d'une part la méthode DCF qu'utilise l'expert indépendant est fondée sur un plan d'affaires différent de celui utilisé pour la transaction, d'autre part, la méthode des comparables boursiers n'a pas été retenue à titre principal par la banque conseil.

Les méthodes DCF et LBO s'appuyaient sur un plan d'affaires 2023-2027 qui combinait un plan d'affaires organique et un plan d'affaires de croissance externe.

Le plan d'affaires a été soumis à une évaluation approfondie de la part des conseils sélectionnés pour réaliser les travaux d'audit de la transaction.

Le plan d'affaires global prévoit une augmentation moyenne du chiffre d'affaires de 12,3% de 2022 à 2027 et une forte progression de la marge d'EBIT<sup>16</sup>.

La croissance moyenne retenue pour le plan d'affaires organique était cohérente avec celle du marché dans son ensemble.

Les chiffres d'affaires prévisionnels reposaient principalement sur l'écoulement du carnet de commande de SYSTRA, ainsi que sur la conversion des revenus considérés comme sécurisés car dépendant de la capacité de SYSTRA à

---

<sup>13</sup> *Discounted Cash Flow.*

<sup>14</sup> *Leverage Buy Out.*

<sup>15</sup> *Discounted Dividend Model.*

<sup>16</sup> *Earnings before interest and taxes.*

remporter les appels d'offres sur des projets identifiés ou des extensions de contrats.

SYSTRA avait par ailleurs d'ores et déjà engagé en 2023 une stratégie de croissance externe ambitieuse.

La direction avait identifié les cibles potentielles et a déterminé les acquisitions à réaliser au cours de la période 2023-2027.

En 2023, trois acquisitions ont été conclues, en ligne avec le plan de la direction, principalement dans les pays nordiques et en Australie. Une acquisition significative a également été finalisée en 2024 (Rail System Australia).

**Pour la Méthode DCF**, la valeur d'entreprise a été déterminée par l'actualisation des flux de trésorerie libre que l'entreprise était capable de générer.

L'actualisation a été réalisée sur la base d'un CMPC<sup>17</sup> de 11,2%. Ce taux intégrait une prime de risque déterminée sur la base de sociétés françaises du CAC 40 et SBF 120.

Concernant le niveau du CMPC, la Commission s'est notamment assurée que le niveau de la prime de risque retenue était bien cohérent avec celui déterminé en fonction des géographies de réalisation du chiffre d'affaires de la société.

La Commission observait par ailleurs que le taux sans risque avait légèrement augmenté entre la date de valorisation par la banque conseil et la date d'adoption du présent avis, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, diminuait la valeur d'entreprise de la société.

Une prime de taille a été également prise en compte et a été déterminée sur la base des comparables de transactions et des primes constatées chez les entreprises d'ingénierie cotées.

Le taux de croissance à l'infini retenu était de 1,5%. Ce taux reflétait la perspective de croissance à long terme de SYSTRA une fois que la société aurait réalisé les acquisitions qu'elle projetait sur les prochaines années. A cet égard, la Commission observait que ce taux était proche du taux de croissance moyen pondéré du PIB des pays d'implantation de SYSTRA estimé par le FMI à l'horizon 2029.

**La méthode LBO** consistait à déterminer, à fin 2023, la valeur des fonds propres maximum sous contrainte d'un rendement financier cible sur une période d'investissement donnée assortie d'une cession à l'échéance.

Cette méthode était donc fondée sur la génération de *cash flow* aux actionnaires. Elle permettait de prendre en compte, d'une part, le niveau et le coût exacts d'endettement utilisés par la structure d'acquisition, d'autre part, le taux de rendement attendu par l'acquéreur.

---

<sup>17</sup> Coût moyen pondéré du capital.

L'horizon d'investissement retenu était conforme aux usages. La valeur terminale était calculée sur la base d'un multiple d'EBIT ajusté.

Le taux de rendement interne cible de l'investisseur était estimé entre 22,5% et 27,5% compte tenu de la nature de l'opération et de l'ambition du plan de croissance externe.

La fourchette de valeur des fonds propres résultant de la méthode LBO était plus large que celle de la méthode DCF.

**La méthode des transactions comparables** reposait sur cinq transactions, dont trois avaient été réalisées en 2017 et deux en 2021, dont la société d'ingénierie EGIS, dossier sur lequel la Commission a émis un avis en 2021 .

La fourchette de valeur des fonds propres résultant de la méthode des transactions comparables était plus élevée que celle de la méthode LBO.

Toutefois, la valeur maximum de la méthode des comparables de transactions restait très proche de celle de la méthode LBO.

**La méthode des comparables boursiers** a été retenue à titre indicatif. Elle prenait pour référence cinq sociétés cotées<sup>18</sup> ayant une capitalisation boursière comprise entre 1,7 et 17,4 Mds €.

La banque conseil a retenu des sociétés de taille significatives, classées par la presse spécialisée, et dont plus 30% des revenus proviennent de leur activité dans les transports.

Toutefois, aucune des sociétés identifiées n'était pleinement comparable du fait notamment de différences de positionnement, de taille, de profil de croissance, de rentabilité et aucune société ne disposait d'un éventail d'activités pleinement comparable à celui de SYSTRA.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, la Commission a estimé que la valeur de 100% des fonds propres de SYSTRA ne pouvait être inférieure à 500 M€.

En outre, la SNCF et la RATP conservant chacune 20% du capital de SYSTRA à la clôture de la transaction qui fait l'objet du présent avis, la Commission constatait que les dispositions du pacte d'actionnaires protégeront de manière appropriée leurs intérêts patrimoniaux, notamment dans l'hypothèse d'une cession ultérieure de leurs parts dans SYSTRA.

---

<sup>18</sup> Deux sociétés américaines, une suédoise, une néerlandaise et une canadienne.

## **SAPMER**

La Commission s'est également prononcée, dans son avis du 27 novembre 2024, sur le projet de souscription par la région de La Réunion à l'augmentation de capital réservée de la société SAPMER pour un montant de 5 M€, soit 10,3% du capital de la société. La réalisation de l'opération a finalement été décidée le 7 février par la commission permanente du conseil régional de La Réunion. (cf. infra la présentation plus détaillée de l'avis).

### 3- Opérations dont l'examen par la Commission a commencé en 2024 mais qui feront l'objet d'un avis en 2025

Quatre dossiers dont l'examen par la Commission a démarré en 2024 pourraient faire l'objet d'un avis en 2025.

## **CNP CIH**

CNP CIH est une société de droit chypriote détenue indirectement à 100% par CNP Assurances du groupe La Poste.

CNP CIH est une société holding qui a pour principales filiales des sociétés d'assurance vie (CNP Cyprialife Limited) et non-vie (CNP Asfalistiki Limited) à Chypre et une société d'assurance vie en Grèce (CNP Zois Monoprosopi Anonymi Asfalistiki Etaireia).

Le groupe CNP CIH est aujourd'hui le 2<sup>ème</sup> assureur vie chypriote, avec 24% de part de marché en 2023 et le 1<sup>er</sup> assureur non-vie avec 15% de part de marché en 2023.

En l'absence de synergie entre le pôle chypriote et les autres entités du groupe, CNP Assurances a décidé de céder CNP CIH, dont la contribution au niveau du groupe n'est pas significative (1% du résultat net part du groupe) et dont les perspectives de croissance sont limitées.

Le contrat de cession de CNP CIH a été signé le 9 juillet 2024 avec Hellenic Bank.

Hellenic Bank, qui a été créée en 1976, est une entreprise cotée sur la bourse de Chypre.

En 2015, Hellenic Bank a cédé ses activités en Grèce. Depuis lors, son activité se concentre uniquement sur Chypre.

Hellenic Bank est l'un des principaux acteurs locaux dans la banque de détail. Hellenic Bank est désormais la deuxième institution financière du pays avec un bilan consolidé de 17,5 Mds €.

La clôture de l'opération sera réalisée en 2025 une fois levées toutes les conditions suspensives qui, outre l'autorisation du ministre chargé de l'économie sur avis conforme de la Commission, portent sur l'autorisation de l'autorité de la concurrence chypriote, les autorisations du régulateur assurantiel chypriote et du régulateur assurantiel grec pour la filiale grecque de CNP CIH.

### *Transdev*

Le 16 décembre 2024, la Caisse des Dépôts et le groupe Rethmann ont engagé des négociations exclusives sur l'évolution du capital de Transdev.

La Caisse des Dépôts a retenu l'offre du groupe Rethmann France en vue de devenir l'actionnaire majoritaire de Transdev, via l'acquisition d'une participation additionnelle de 32%.

Les parties ont engagé des négociations exclusives à cet effet. Cette opération conduirait à un rééquilibrage des participations entre les deux actionnaires, Rethmann France (S.A.S) devenant l'actionnaire majoritaire, avec 66% du capital, aux côtés de la Caisse des Dépôts, qui conserverait 34% du capital, signe de l'importance que recouvre la France, premier marché de Transdev.

L'opération envisagée interviendrait à l'issue d'un processus ouvert qui a permis à la Caisse des Dépôts de sélectionner le groupe Rethmann, sur la base de quatre critères :

- sa capacité à accompagner dans la durée, financièrement et opérationnellement, la croissance de Transdev dans l'ensemble des pays où le groupe est implanté ;
- son adhésion à la stratégie de développement du groupe Transdev, notamment en matière de responsabilité sociale et environnementale ;
- sa compatibilité avec les valeurs et les objectifs de la Caisse des Dépôts et son adhésion aux principes de gouvernance souhaités dans le cadre de l'opération envisagée ;
- son attachement au développement de l'activité et au maintien du siège social en France.

L'opération envisagée serait ensuite réalisée dans le courant de l'année 2025, sous réserve de l'approbation des autorités administratives et réglementaires compétentes et après la procédure d'information/consultation des instances représentatives du personnel du groupe Transdev.

Ce rééquilibrage matérialiserait la continuité actionnariale de Transdev. Il en consacrerait également la stabilité managériale, l'équipe en charge du Groupe restant aux commandes, et la poursuite de son développement stratégique, aussi bien en France qu'à l'international.

Pour mémoire, Transdev est un groupe de transports publics. La société est présente dans 19 pays dont les plus importants sont la France, 30% du chiffre d'affaires, puis les USA, l'Allemagne et les Pays-Bas.

Le cœur de l'activité de Transdev concerne les transports urbains et périurbains (52%), les déplacements Intercités (26%) et le rail (12%).

Transdev opère 55 000 véhicules et dispose de 102 000 salariés, pour l'essentiel des chauffeurs.

### ***RATP Dev Transit London Limited (RDTL)***

RDTL est une filiale indirecte à 100% de l'Epic RATP.

RDTL exploite une centaine de lignes de bus à Londres avec environ 4 000 employés, 10 garages et 1 250 bus. C'est le cinquième acteur de transport par bus de l'agglomération londonienne.

Depuis 2019, tous les exercices de RDTL ont été déficitaires dans un contexte qui s'est de surcroît dégradé au fil du temps du fait de facteurs exogènes défavorables.

En outre, une garantie illimitée en montant de la maison mère, exigée par l'autorité organisatrice des transports de Londres, expose la RATP à des risques financiers.

Enfin, les investissements à venir seront de plus en plus lourds, notamment du fait de la mise en service des bus électriques.

Dans ce contexte, et confrontée au refus de l'autorité londonienne des transports de consentir des compensations financières ou d'augmenter les tarifs, RATP Dev a décidé de céder RDTL.

A l'issue d'un processus de cession compétitif, un contrat de cession avec la société First Bus a été signé le 9 décembre 2024.

First Bus, présente dans plus de 40 grandes villes du Royaume-Uni, est une compagnie de bus qui transporte plus d'un million de passagers par jour.

C'est une filiale de FirstGroup Plc, société créée en 1995 et cotée à la bourse de Londres (FTSE 250), qui est une multinationale britannique de transport.

L'avis de la Commission a été adopté le 24 janvier 2025.

### **CCR Re**

Le 3 juillet 2024 SMABTP et MASCF avaient finalisé l'acquisition de 75 % du capital de la filiale concurrentielle de la Caisse Centrale de Réassurance



(CCR), qui appartenait jusqu'alors indirectement à 100 % à l'Etat. L'opération avait fait l'objet de l'avis 2023-AC-03 de la Commission.

CCR Re a été rebaptisée, le 17 janvier 2025, Arundo Re. Ce changement d'identité marque l'avant-dernière étape de l'autonomisation complète de CCR Re.

CCR, qui détient encore 25% de Arundo Re, a effectivement consenti à une promesse de vente de sa participation résiduelle. Cette dernière pourrait aboutir à la cession de sa participation en 2026 aux conditions de prix fixées dans le contrat de cession de 2023.

Elle pourrait néanmoins intervenir dès 2025, sous réserve que les parties prenantes trouvent un accord sur le prix.

Le cas échéant, CCR s'est engagé à solliciter l'avis de la Commission sur cette cession.



## Troisième partie : les prises de participations par les régions soumises à un avis de la Commission

Avec l'entrée en vigueur de la loi NOTRe<sup>19</sup> en 2015, la Commission des participations et des transferts a vu son domaine de compétence s'élargir aux opérations de prise de participation par les régions au capital d'entreprises commerciales dès lors que ces opérations dépassent certains seuils. Parallèlement, le II de l'article 181 de la loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques<sup>20</sup>, a élargi sa compétence aux opérations de privatisation consistant dans le transfert au secteur privé de la majorité du capital d'une société détenue par une collectivité territoriale. L'article 184 de la même loi a ajusté en conséquence les seuils figurant au 2° du I de l'article 26 de l'ordonnance du 20 août 2014.

Depuis lors, la Commission a été saisie de huit opérations.

Il a donc semblé utile de consacrer l'étude du présent rapport annuel à ce thème.

Après avoir rappelé le cadre juridique applicable, l'étude présente la typologie des opérations examinées puis les principaux enseignements que l'on peut en tirer.

### 1- Evolution des interventions des régions en matière économique

La volonté d'améliorer la coordination des acteurs locaux en matière de développement économique avait conduit à l'adoption, dans le cadre de la loi n° 2004-809 du 13 août 2004 relative aux libertés et responsabilités locales, d'un dispositif expérimental d'une durée de cinq ans, sous le vocable de **schéma régional de développement économique (SRDE)**.

L'objet du SRDE était de « *définir les orientations stratégiques de la région en matière économique* », en prenant en compte « *les orientations stratégiques découlant des conventions passées entre la région, les collectivités territoriales ou leurs groupements et les autres acteurs économiques et sociaux du territoire concerné.* »

Lorsqu'un schéma était adopté par une région, celle-ci était compétente, par délégation de l'Etat, pour attribuer tout ou partie des aides qu'il mettait en œuvre au profit des entreprises et faisant l'objet d'une gestion déconcentrée.

---

<sup>19</sup> Loi n° 2015-991 du 7 août 2015 portant nouvelle organisation territoriale de la République.

<sup>20</sup> Loi n° 2015-990 du 6 août 2015.

Les régions ont adopté des SRDE concourant à l'affirmation de leur rôle par la formalisation de leurs orientations stratégiques.

Nonobstant l'absence de nouvelle législation à l'issue de la période d'expérimentation de cinq ans, de nombreuses régions ont continué d'adopter un document pluriannuel recensant leurs principales priorités en matière de développement économique et parfois d'innovation.

Pour autant, les dispositifs existants portés par une pluralité d'acteurs (collectivités territoriales, Etat, opérateurs) restaient complexes et une rationalisation des compétences s'avérait nécessaire.

En 2015, la loi NOTRe est donc venue éclairer le cadre du développement des entreprises et des territoires.

L'élargissement et l'approfondissement des compétences de la région en matière de développement économique visaient une plus grande efficacité et une plus grande pertinence des dispositifs territorialisés de soutien aux entreprises, comme le préconisaient le rapport sur la compétitivité dit « Gallois » et le rapport de la « mission commune d'information sur l'avenir de l'organisation décentralisée de la République », dit « Raffarin - Krattinger ».

Dans le prolongement de ces travaux, la loi NOTRe de 2015 a ainsi :

- affirmé le rôle de la région en qualité de responsable parmi les collectivités territoriales du développement économique sur son territoire, en particulier pour les politiques de soutien aux petites et moyennes entreprises et aux entreprises de taille intermédiaire (article L. 1511-1 du code général des collectivités territoriales) ;
- prévu l'adoption pour une durée de cinq ans d'un schéma régional de développement économique, d'innovation et d'internationalisation (SRDEII) en vue notamment de fixer les conditions d'exercice des compétences régionales ;
- précisé et renforcé le rôle de la région, seule ou aux côtés de l'Etat, en matière de soutien à l'animation et de gouvernance des pôles de compétitivité<sup>21</sup> ;
- offert de nouvelles possibilités d'intervention (article L. 4211-1 du même code) telles que la prise de participation au capital de sociétés d'accélération du transfert de technologies (SATT) ou, plus généralement, en modifiant les

---

<sup>21</sup> La recommandation n° 13 du rapport « Gallois » était d'« ajuster le pilotage [des pôles de compétitivité] à leur dimension : l'État devrait assumer la responsabilité première –en coopération avec les régions concernées– des pôles mondiaux ; les autres pôles pourraient utilement être pilotés par les régions– en coopération avec l'État ». Ces dispositions font également suite aux recommandations du rapport « pour des aides simples et efficaces au service de la compétitivité » de juin 2013, dit rapport « Queyranne » : « Réunir dans un document stratégique régional unique (SRDEII) et public, toutes les interventions des collectivités territoriales pour améliorer la cohérence, clarifier les compétences et accroître la lisibilité des interventions pour les entreprises. »

conditions dans lesquelles une région peut décider, dans le cadre des orientations définies par le schéma régional ( SRDEII), de prendre une participation au capital d'une société commerciale (suppression du régime précédent d'autorisation gouvernementale subordonnée à l'adoption d'un décret en Conseil d'Etat, consultation de la Commission des participations et des transferts pour les opérations d'acquisition et de cession les plus importantes).

## 2- Rappel du cadre juridique applicable aux acquisitions de participations par les régions depuis l'entrée en vigueur de la loi NOTRe en 2015.

On regrettera, à titre liminaire, que la clarification obtenue en ce qui concerne les opérations de l'Etat par l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, qui rassemble en un texte unique et clair l'ensemble des compétences conférées à la Commission en la matière, n'ait pas été menée à bien en ce qui concerne les nouvelles compétences reconnues à la Commission pour les opérations liées à la détention de participations dans des sociétés commerciales par des collectivités territoriales.

En effet, seule une partie des compétences de la Commission figure au code général des collectivités territoriales, les compétences en matière de transfert de capital au secteur privé demeurant, quant à elles, isolées dans un article de la loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques.

La présente étude est limitée à la compétence de la Commission en matière de prise de participation des régions dans certaines sociétés commerciales.

### **Le cadre législatif**

L'article L. 4211-1 du code général des collectivités territoriales (CGCT) énumère les différents types d'interventions susceptibles d'être conduites par la région en matière, notamment, de développement économique. La loi NOTRe a ajouté à cet article un 8° *bis* autorisant les régions à participer au capital de sociétés commerciales, autres que celles déjà mentionnées à son 8° (c'est-à-dire autres que les sociétés de capital-investissement, les sociétés de financement régionales et interrégionales, les sociétés d'économie mixte et les sociétés ayant pour objet l'accélération du transfert de technologies), pour autant que cette participation contribue à la mise en œuvre du schéma régional de développement économique, d'innovation et d'internationalisation ( SRDEII) prévu à l'article L. 4251-13 du même code.

Cette référence au schéma est logique puisqu'il constitue la feuille de route de la région, en vertu de l'article L. 4251-12 du CGCT « la collectivité territoriale est responsable, sur son territoire, de la définition des orientations en matière de

développement économique ». A ce titre, aux termes des deux premiers alinéas de l'article L. 4251-13 du même code, « La région élabore un schéma régional de développement économique, d'innovation et d'internationalisation. Ce schéma définit les orientations en matière d'aides aux entreprises, de soutien à l'internationalisation et d'aides à l'investissement immobilier et à l'innovation des entreprises, ainsi que les orientations relatives à l'attractivité du territoire régional.»

Par les dispositions du 8° *bis* de l'article L. 4211-1 du CGCT, en vigueur depuis le 1er janvier 2016, le législateur a entendu élargir l'arsenal à la disposition des régions afin de conforter leur rôle moteur en matière d'action économique. Cette faculté était, rappelons-le, auparavant et par principe, interdite pour toutes les collectivités territoriales, sauf dérogations expresses prévues par la loi (pour les sociétés d'économie mixte locale, par exemple) ou autorisation individuelle donnée par décret en Conseil d'Etat. Cette interdiction n'a été levée par la loi NOTRe que pour les régions.

Le législateur a toutefois souhaité accompagner la mise en œuvre de cette nouvelle compétence de garanties suffisantes pour limiter les risques inhérents à toute prise de participation au capital d'une société commerciale et ainsi préserver les intérêts patrimoniaux des régions en évitant qu'elles prennent des risques excessifs. Ces préoccupations de prudence ressortaient clairement des travaux préparatoires de la loi.

Les risques inhérents à ce type de prise de participation sont d'abord et surtout les risques économiques et financiers qui peuvent résulter de la vie de toute société commerciale.

Ce sont ensuite des risques juridiques, en particulier, en matière de responsabilité des actionnaires des sociétés commerciales et des administrateurs.

En effet, si la responsabilité des actionnaires est, en principe, limitée au montant des apports, cette limitation comporte toutefois des exceptions importantes. En pratique, les banques exigent souvent l'engagement personnel des administrateurs et des principaux actionnaires en garantie des prêts consentis à la société. Par ailleurs, cette limitation ne s'applique pas aux actionnaires dirigeants d'une société en liquidation judiciaire poursuivis dans le cadre d'une action en comblement de passif (articles L. 651-1 et L. 651-2 du code de commerce).

En ce qui concerne la responsabilité des administrateurs, il convient de rappeler qu'en principe, les administrateurs représentant les collectivités territoriales, qui peuvent être des élus locaux, sont responsables civilement et pénalement dans les conditions de droit commun. Ce principe a été atténué par la règle selon laquelle les collectivités territoriales se doivent de garantir leurs agents contre toute condamnation civile pour des agissements commis dans l'exercice de leurs fonctions. L'article L. 4253-4 du CGCT rappelle à cet égard que « lorsque, dans une société anonyme, une région a la qualité de membre ou de président du conseil d'administration, de membre du directoire, de membre ou de président du

conseil de surveillance, la responsabilité civile résultant de l'exercice du mandat des représentants de la région incombe à la région et non à ces représentants ».

### **Le cadre réglementaire**

Pour s'assurer de l'efficacité de ces garanties, les dispositions de l'article L. 4211-1 du CGCT prévoient qu'un décret en Conseil d'Etat précise « les limites » dans lesquelles cette participation au capital des sociétés commerciales est possible et, d'autre part, définit « les conditions dans lesquelles est saisie la Commission des participations et des transferts (...) » Le décret auquel renvoient les dispositions du 8° *bis* de l'article L. 4211-1 du CGCT est aujourd'hui codifié aux articles R. 4211-1 à R. 4211-8 de ce code.

#### *Limites financières*

Ces articles fixent, tout d'abord, des limites financières prenant la forme de deux ratios prudentiels venant s'ajouter à diverses conditions générales, tenant à ce que « La société faisant l'objet d'une prise de participation exerce tout ou partie de son activité sur le territoire régional » (art. R. 4211-2 du CGCT). « Le montant de la prise de participation par une région dans une même société » ne doit pas excéder « 1 % des recettes réelles de fonctionnement de cette région (...) » (art. R. 4211-3) et « Le montant total des participations détenues par une région dans le capital de sociétés commerciales ne » doit pas représenter « plus de 5 % de ses recettes réelles de fonctionnement (...) » (art. R. 4211-4).

#### *Ratios prudentiels*

Les deux ratios prudentiels encadrant les opérations autorisées sont précis: la part de capital d'une société commerciale détenue par une ou plusieurs régions est limitée à 33 % (art. R. 4211-5). Elle est immédiatement inférieure à la minorité de blocage lors des assemblées générales extraordinaires qui se prononcent à la majorité des deux tiers. Cette limitation a pour objectif de limiter l'engagement financier des régions mais aussi de ne pas les mettre en situation de bloquer les décisions de la société commerciale dont elles sont actionnaires. Par ailleurs, afin d'éviter une prise de contrôle d'une société commerciale par des personnes publiques du seul fait de la prise de participation d'une région, cet article prévoit que la prise de participation ne peut avoir pour effet de porter la part de capital détenue, directement ou indirectement, par des personnes publiques à plus de 50% (art. R. 4211-5).

#### *Règles procédurales*

Ces articles comportent, ensuite, des règles procédurales. La prise de participation n'est possible que sur délibération du conseil régional, au vu d'un rapport établi par un expert indépendant, qui est annexé à la délibération. Contrairement à l'avis de la CPT, le rapport de l'expert a une visée essentiellement informative.

Ces règles visent à assurer que la région soit en mesure de prendre une décision éclairée. Le rapport de l'expert indépendant doit, notamment, comporter :

1° Une analyse de la situation financière de l'entreprise, à laquelle s'ajoute une analyse économique permettant d'apprécier ses perspectives d'évolution ;

2° La valeur réelle de la société évaluée selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés. Par symétrie avec la méthodologie pratiquée par la Commission, ces termes reprennent littéralement ceux de l'article 28 de l'ordonnance du 20 août 2014, résultant eux-mêmes des principes fixés par le Conseil constitutionnel.

#### *Saisine de la Commission*

Enfin, l'article R. 4211-6 précise les hypothèses et les conditions dans lesquelles la Commission des participations et des transferts est saisie.

La Commission n'est saisie que des opérations d'acquisition les plus importantes. Deux seuils alternatifs commandent cette saisine.

Le premier seuil est fixé en fonction de la taille de la société cible, appréciée selon soit le chiffre d'affaires réalisé (supérieur à 75 M€), soit le nombre de ses employés (plus de 500). Les critères retenus assurent une harmonisation avec les seuils fixés pour la saisine de la Commission par la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 précitée (cf. II de l'article 181 relatif aux transferts au secteur privé de la majorité du capital d'une société détenue par une collectivité territoriale). Il pourrait être précisé que ces critères sont appréciés sur une base consolidée.

Le second seuil est fixé en fonction du montant de la participation (égal ou supérieur à 3 M€). Cette limitation a été fixée par référence aux autorisations de prises de participation délivrées selon le régime antérieur à la loi NOTRe.

Cet article précise, par ailleurs, l'objet de l'avis de la Commission ainsi que sa portée et, ce qui n'est pas le cas pour les participations de l'Etat, fixe le délai dans lequel la Commission doit se prononcer, soit deux mois à compter de sa saisine.

Ces dispositions garantissent que les prises de participation les plus importantes ne se feront pas à un prix d'acquisition excessif, déconnecté de la valeur réelle de la société. La Commission ne fixe pas le prix d'acquisition mais détermine la valeur de la société cible. Cette évaluation borne en quelque sorte le prix d'acquisition.

Il est, en outre, expressément prévu que le rapport de l'expert indépendant est communiqué, pour information, à la Commission qui n'est en rien tenue de le suivre, et que l'avis de la Commission est annexé à la délibération du conseil régional.

Enfin, et pour mémoire, ces dispositions sont applicables à la Guadeloupe et la Réunion en vertu de l'article L. 4431-1 du CGCT. Elles s'appliquent également, en vertu de l'article L. 4437-3 du CGCT, à la collectivité départementale de Mayotte qui exerce les compétences dévolues aux départements

et régions d'outre-mer (article LO 3511-1 du CGCT) ainsi qu'aux collectivités territoriales de Guyane et Martinique qui exercent les compétences attribuées à un département et une région d'outre-mer (articles L. 7111-1 et L. 7211-1 du CGCT).

En conclusion de cette présentation, un élément du contenu du rapport de l'expert indépendant mérite attention. En vertu du 4° de l'art. R. 4211-6, le rapport de l'expert indépendant doit comporter « (...) / 4° Une analyse technique de la qualification juridique de la participation au capital envisagée au regard des conditions fixées au paragraphe 1 de l'article 107 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. »<sup>22</sup>. Cette appréciation relève ainsi du champ de la mission confiée à l'expert indépendant qui doit éclairer, sur cette question, la collectivité.

Cette exigence peut se prévaloir d'une certaine logique. La qualification d'aide d'Etat est étroitement liée à l'appréciation de la situation financière de l'entreprise, de l'état du secteur concerné et du caractère avisé de l'investissement, qui doit par ailleurs être réalisée par l'expert. Elle peut relever d'une appréciation économique complexe au cas par cas.

La question des aides d'Etat, du moins s'agissant des prises de participation les plus importantes, est ainsi toujours présente dans l'analyse que doit conduire la région. Il n'est pas certain que l'expert, doté la plupart du temps de compétences comptables et financières, soit à même de conduire seul cette appréciation. Un appoint juridique peut, dans certains cas, s'avérer nécessaire.

On rappellera que, pour qu'une mesure nationale puisse être qualifiée d'« aide d'Etat » au sens du paragraphe 1 de l'article 107 du TFUE, l'aide doit répondre à quatre conditions :

1° Il doit s'agir d'une intervention de l'Etat ou au moyen de ressources d'Etat ;

2° Cette intervention doit être susceptible d'affecter les échanges entre les Etats membres ;

3° Elle doit accorder un avantage sélectif à son bénéficiaire ;

4° Elle doit fausser ou menacer de fausser la concurrence<sup>23</sup>.

La Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) a une acception large de la notion d'aide qui inclut les aides accordées sous quelque forme que ce soit, comprenant notamment les prises de participation au capital d'entreprises (voir en ce sens : CJCE 14 novembre 1984, *Intermills c/ Commission*, aff. C. 323-82, point 31), comme de celle de ressources d'Etat, qui englobe non seulement l'Etat *stricto sensu*, mais aussi les collectivités territoriales et leurs groupements (voir par

---

<sup>22</sup> Paragraphe 1 de l'art. 107 du TFUE : « Sauf dérogations prévues par les traités, sont incompatibles avec le marché intérieur, dans la mesure où elles affectent les échanges entre Etats membres, les aides accordées par les Etats ou au moyen de ressources d'Etat sous quelque forme que ce soit qui faussent ou qui menacent de fausser la concurrence en favorisant certaines entreprises ou certaines productions. »

<sup>23</sup> Cf. en annexe le rappel réglementaire des aides d'Etat.



exemple sur ce point la décision précitée ou CJCE, 6 septembre 2006, aff. C-88/03, *Portugal c/ Commission*, point 55).

Seules ne constituent pas une aide d'Etat les prises de participations par « acquisition partielle ou totale d'avoirs sociaux d'une entreprise existante sans apport de capital frais ». Dans tous les autres cas, la Commission européenne examine si l'apport en capital est réalisé « dans des circonstances qui seraient acceptables pour un investisseur privé opérant dans les conditions normales d'une économie de marché ». La Commission européenne a précisé diverses hypothèses dans lesquelles elle estime que ce critère est ou non rempli (ce qui dépend notamment de la santé financière de la société, des perspectives de développement ou des difficultés économiques que connaît le secteur, du revenu escompté, de l'intervention de co-investisseurs privés...).

La CJUE a très tôt validé l'application de ce critère dit de l'investisseur privé ou avisé (voir en ce sens : arrêts du 10 juillet 1986, *Royaume de Belgique c/ Commission*, n° 234/84 et n° 40/85 points 14 et 13) qu'elle précise progressivement dans sa jurisprudence (voir l'arrêt du 4 septembre 2014, aff. C 533/12 P et C 536/12 P, *SNCM c/ Corsica Ferries France*, cf notamment, points 20 et suivants ; arrêt du 1er octobre 2015, aff. C-357/14 P, *Electrabel SA et Dunamenti Erőmű c/ Commission*, notamment points 90 et suivants ).

Le Conseil d'Etat statuant au contentieux a également adopté ce critère (CE 27 février 2006, n° 264406, 264545, *Compagnie Ryanair Limited et Chambre de commerce et d'industrie de Strasbourg et du Bas-Rhin*, au Recueil, s'agissant de subventions accordées par la chambre de commerce à la compagnie aérienne pour des actions de promotion touristiques).

La qualification d'aide d'Etat entraîne une obligation de notification préalable qui empêche en principe tout commencement d'exécution de la mesure. La Commission européenne détient la compétence exclusive pour statuer sur la compatibilité de l'aide avec le marché intérieur. Il appartient donc aux régions de s'assurer que la prise de participation envisagée remplit le critère de « l'investisseur avisé » et, le cas échéant, de la notifier préalablement à la Commission européenne.

### 3- Les opérations examinées par la Commission

Depuis l'entrée en vigueur de la loi NOTRe, la Commission a examiné huit opérations.

Trois opérations en 2018, présentées par Auvergne Rhône-Alpes (AURA) et par la Bretagne (pour deux opérations), une en 2019 présentée par la Nouvelle-Aquitaine, deux en 2023 présentées par La Réunion et par AURA et une en 2024 présentée par La Réunion.

Début 2025, la Commission a été saisie du projet de la région Grand-Est de prendre une participation dans une société à créer, qui sera contrôlée par le

groupe EDF et qui aura vocation à recycler les métaux issus du démantèlement de centrales nucléaires.

#### Avis n° 2018 - A. - 1 du 18 mai 2018 relatif à l'évaluation de la société Yer Breizh

La région Bretagne avait pour projet d'entrer au capital d'une société commerciale s'inscrivant dans un projet de développement de la société Doux, ou d'un projet de reprise, totale ou partielle, de la société Doux. Le groupe Doux avait 1500 employés et se fournissait auprès de 500 éleveurs.

La décision d'entrer au capital de la société Yer Breizh s'inscrivait dans les lignes directrices fixées par le Conseil régional en octobre 2017 relatives à la Région actionnaire. Elle s'inscrivait dans un ensemble de mesures de soutien financier de la Région.

La société Yer Breizh était alors une société en cours de constitution entre la Région Bretagne (qui devait y prendre une participation à hauteur de 5% du capital) et trois sociétés. Elle avait déposé une offre de reprise d'une partie des actifs des sociétés du groupe Doux<sup>24</sup> déclarées en liquidation judiciaire par jugements du Tribunal de commerce de Rennes du 4 avril 2018. Le 18 mai, le Tribunal de commerce a retenu cette offre.

L'exploitation des actifs repris au groupe Doux par la société Yer Breizh générant un chiffre d'affaires supérieur à 75 millions d'euros, les dispositions de l'article R 4211-7 du Code général des collectivités territoriales s'appliquaient.

Pour évaluer les fonds propres de l'entreprise la Commission devait tenir compte des caractéristiques particulières de l'opération. La méthode des multiples et celle de l'actualisation des flux de trésorerie ne pouvaient pas être retenues en l'absence de résultat d'exploitation et de *cash flow*.

La société Yer Breizh ayant été créée dans le but d'acquérir « à la barre du tribunal » des actifs des sociétés en liquidation du groupe Doux, la valeur de la société dépendait entièrement de la valeur des actifs qu'elle devait acquérir et celle-ci devait être appréciée essentiellement sur la base de la valeur vénale des actifs.

Le rapport de l'expert indépendant montrait que le prix d'acquisition des actifs de Doux par Yer Breizh n'était pas surévalué. En effet, la valeur nette comptable, partiellement réévaluée, de ces actifs, tout comme la valeur déterminée par l'expertise préalable en valeur d'assurance faisaient apparaître des valeurs nettement supérieures au prix d'acquisition. Les stocks étaient pour leur part

---

<sup>24</sup> Le groupe Doux avait développé un modèle intégré de production de volailles et de produits élaborés à base de volaille. Il s'était développé en particulier dans l'exportation de volailles congelées et transformées vers les pays de la péninsule arabique. A partir de 2004, le groupe a connu des difficultés financières et la société s'est retrouvée en règlement judiciaire en 2012. Un redressement du groupe a été entrepris avec l'entrée de nouveaux actionnaires, mais la liquidation judiciaire, prononcée en avril 2018, n'a pu être évitée.

acquis, après inventaire contradictoire, selon les méthodes de valorisation précisées dans l'offre de reprise et qui ne laissaient pas entrevoir de surévaluation. Les actifs étaient acquis par la société Yer Breizh grâce à l'apport initial de ses actionnaires pour un montant de 6 millions d'euros.

Compte tenu de tous ces éléments, la Commission a estimé que la valeur de la société Yer Breizh était correctement évaluée à 6 millions d'euros.

#### [Avis n° 2018 - A. - 5 du 7 novembre 2018 relatif à l'évaluation de la société Groupe d'Aucy Holding](#)

Le conseil régional de Bretagne envisageait de transformer l'avance remboursable de 5 M€ accordée au Groupe D'Aucy Holding (GDH) en une prise de participation.

La décision d'entrer au capital de la société Groupe d'Aucy Holding s'inscrivait dans les lignes directrices fixées par le Conseil régional dans sa délibération susvisée des 12 et 13 octobre 2017 relative à la Région actionnaire. Elle confirmait le soutien financier apporté par la région au groupe coopératif d'Aucy dans son ensemble.

La participation envisagée était supérieure à 3 millions d'euros et devait faire l'objet d'un avis de la Commission.

Le groupe coopératif d'Aucy regroupait 9 000 agriculteurs coopérateurs et 4 500 salariés (dont les deux tiers en Bretagne).

Le groupe avait connu des difficultés financières qui avait conduit la Région Bretagne à apporter son soutien financier à la société Groupe d'Aucy Holding (GDH) en septembre 2016 avec une avance remboursable de 5 M€ et une garantie d'emprunt de même montant.

A l'issue de la conversion de l'avance remboursable, la Région Bretagne détiendrait 2,75% environ du capital de Groupe d'Aucy Holding (GDH). Les principaux éléments du projet de pacte d'actionnaires ont été indiqués à la Commission.

L'expert indépendant a conduit son évaluation de la société Groupe d'Aucy Holding selon une approche « somme des parties », analysant la valeur de chacune des deux divisions, D2L et Œufs, selon trois méthodes.

- l'actualisation des flux de trésorerie sur la base des plans d'affaires de la société pour la période 2019-2021 extrapolés jusqu'en 2024.

- les multiples boursiers : sur la base de l'Ebitda sur les années 2019 et 2020, les échantillons comprennent 11 sociétés pour D2L et 10 sociétés pour Œufs.

- à titre illustratif, les multiples de transactions comparables de 18 transactions pour D2L et 15 pour Œufs car une partie d'entre elles est utilisable.

L'expert a écarté l'application de la méthode de l'actif net réévalué s'agissant d'une société industrielle en activité.

Sur ces bases, l'expert a présenté des fourchettes d'évaluation de Groupe d'Aucy Holding qui sont convergentes.

La Commission a constaté la convergence des résultats fournis par les différentes méthodes d'évaluation. Elle a analysé le plan d'affaires retenu par l'expert indépendant et a confirmé que la valeur retenue pour l'acquisition des parts de capital de GDH est correcte.

#### [Avis n° 2018 - A. - 6 du 20 décembre 2018 relatif à l'évaluation de la société Himpulsion](#)

La Région Auvergne-Rhône-Alpes souhaitait entrer au capital de la société Himpulsion dont l'objet était le financement et la réalisation d'infrastructures de production d'hydrogène, principalement à partir d'énergies décarbonées, et de stations de rechargement des véhicules à hydrogène.

La participation envisagée étant supérieure à 3 millions d'euros, les dispositions de l'article R 4211-7 du code général des collectivités territoriales s'appliquaient.

Cette opération s'inscrivait dans le cadre du projet « Zero Emission Valley » qui visait à faire de la région un leader dans le domaine des énergies décarbonées en accélérant le déploiement de véhicules à pile à combustible et de stations à hydrogène. Le projet a été retenu le 20 décembre 2017 dans l'appel à projet européen «Connecting Europe Facility (CEF) Blending Call 2017», ce qui lui a permis de bénéficier d'un financement européen à hauteur maximale de 20% par rapport à un coût global évalué à environ 50,7 millions d'euros.

Le projet était porté en partenariat par la Région, ENGIE, Michelin et la Caisse des Dépôts et Consignations.

Il avait aussi pour objectif de dynamiser la filière hydrogène, dont 80% des acteurs français étaient localisés dans la région, et de créer des emplois.

Le projet comportait deux volets complémentaires :

- la mise en place de l'infrastructure (qui devait être réalisée par Himpulsion) de production d'hydrogène « propre », de stations de recharge, et de services (notamment d'entretien) ;

- l'octroi de subventions publiques pour l'acquisition de 1 000 véhicules à hydrogène en vue de rendre leur coût d'achat comparable à celui des modèles diesel.

La société Himpulsion SAS avait été créée le 24 octobre 2018 par ENGIE Hydrogène International (groupe ENGIE) et SPIKA (groupe Michelin).

Sur la base du montant total à financer pour la mise en place de l'infrastructure du projet « Zero Emission Valley », un plan de financement a été établi comprenant une augmentation de capital de Himpulsion, des prêts d'associés, la subvention européenne et une dette externe.

Pour sa part, la Région Auvergne-Rhône-Alpes avait le projet de prendre une participation de 33% dans le capital de Himpulsion, pour un montant de 7,25 millions d'euros.

D'autres investisseurs entrant également au capital, celui-ci, d'un montant total de 21,96 millions, devait être réparti comme suit :

- Région Auvergne-Rhône-Alpes : 33%,
- groupe Michelin : 22,8%,
- groupe ENGIE : 22,8%,
- Caisse des Dépôts et Consignations : 16,9%,
- Crédit Agricole : 4,5%.

La Commission a disposé du rapport de l'expert indépendant qui a conduit son évaluation sur la base de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie. Il a estimé en effet que, en l'espèce, l'approche par les multiples de sociétés comparables se heurtait à l'absence d'éléments de comparaison suffisamment pertinents et que l'approche par l'actif net réévalué n'était pas adaptée pour une société n'ayant pas encore commencé son activité.

L'expert indépendant a élaboré son évaluation à partir du plan d'affaires établi par les porteurs du projet.

Pour sa part, la Commission a considéré que, s'agissant d'une société n'ayant pas encore d'activité et qui n'a été constituée que pour la mise en œuvre d'un projet précisément déterminé par ses concepteurs, le choix de retenir pour l'évaluation la seule méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie était adapté.

Elle a notamment souligné que les investisseurs en capital, parmi lesquels la Région, bénéficiaient d'un taux de rendement interne conforme aux standards de l'investissement dans le secteur, compte-tenu des caractéristiques du projet et de son niveau de risque. Le projet devait en effet s'apprécier non comme un investissement de nature financière mais comme un investissement industriel d'innovation tant pour la Région que pour les industriels concernés.

Sur cette base, la Commission a estimé que la valeur des fonds propres de la société Himpulsion était correctement évaluée à 22 M€, soit le montant des apports en capital.

Avis n° 2019 - A. - 4 du 3 juillet 2019 relatif à l'évaluation de la société FI Wh Holdco (projet Flying Whales)

La Région Nouvelle -Aquitaine souhaitait souscrire à l'augmentation de capital de la société FI Wh Holdco, actionnaire majoritaire de la société Flying Whales SAS qui avait pour objet de développer une solution de dirigeables de transport de charges lourdes ou encombrantes. La participation envisagée étant supérieure à 3 millions d'euros, l'avis de la Commission sur la valeur de la société était requis.

La société Flying Whales SAS a été créée en 2012 en vue de développer une solution innovante de dirigeables de transport point à point de charges lourdes ou encombrantes (avec une capacité de 60 tonnes). Le marché mondial potentiel était estimé par la société à plusieurs centaines de dirigeables.

Le modèle économique était construit sur la base de la vente des dirigeables et de la facturation de frais de maintenance par Flying Whales SAS. A court terme, les dirigeables seraient vendus à une filiale à constituer, Flying Whales Services, qui les mettrait à disposition des clients selon une formule de prestation de services.

Classé programme d'investissement d'avenir (PIA), le projet Flying Whales bénéficiait du soutien financier des pouvoirs publics, en particulier de la BPI à travers sa procédure d'aide aux projets de recherche et développement structurants pour la compétitivité (PSPC) ainsi que de la Direction générale de l'armement (DGA).

L'intérêt de la Région pour participer au projet s'inscrivait dans les orientations en matière d'aides aux entreprises de son schéma régional de développement économique, d'innovation et d'internationalisation de décembre 2016. Elle a décidé ainsi de participer dès 2017 à la première levée de capital externe.

La Région motivait son intérêt pour le projet par les objectifs suivants :

- favoriser la mobilité et les transports intelligents,
- poursuivre et renforcer la politique des filières, notamment dans les secteurs de l'aéronautique et du bois,
- accélérer le développement des territoires par l'innovation,
- développer l'écosystème de financement des entreprises.

Le développement du projet Flying Whales impliquait de nombreuses entreprises de la région, notamment de grands groupes du secteur de l'aéronautique. Il était également important pour l'activité forestière.

De plus, Flying Whales prévoyait d'établir en Nouvelle-Aquitaine ses activités industrielles (usine) et commerciales (F W Services).

Le projet, tant directement que par l'activité apportée à ses partenaires industriels, était donc susceptible à la fois de renforcer des filières régionales majeures et d'apporter un volume d'emplois significatif.

La société Flying Whales SAS avait conduit son premier tour de table externe en 2017, pour un montant de 10 millions d'euros, auquel avait participé la Région Nouvelle-Aquitaine.

Le deuxième tour de table, qui faisait l'objet de l'avis, poursuivait, pour un montant de 30 millions d'euros, l'ouverture de capital de Flying Whales à des partenaires institutionnels et industriels. La souscription de la Région Nouvelle-Aquitaine devait être de 7,75 millions. Après l'augmentation de capital la région devait détenir 32,99%.

La Région Nouvelle-Aquitaine siégeait au conseil d'administration de Fl Wh Holdco depuis 2017.

S'agissant d'une société en phase de premier développement, l'expert indépendant a retenu comme méthode d'évaluation la plus appropriée celle de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

La séquence des flux était établie selon le plan d'affaires de la société jusqu'en 2030.

En vue de tenir compte de l'horizon relativement lointain des prévisions de premières ventes et d'intégrer les risques potentiels d'exécution techniques, industriels et de marché liés au projet, l'expert :

- a appliqué une décote, croissante avec le temps, sur les flux de trésorerie opérationnels projetés;

- a retenu un taux d'actualisation élevé, 25%, sur la base de la méthode du modèle d'évaluation des actifs financiers.

L'expert a conclu que « le calcul de valorisation par la méthode DCF fait apparaître une valorisation de Flying Whales d'environ 63 millions d'euros. Cette valorisation induirait une valorisation des titres Fl Wh Holdco de l'ordre de 31,5 millions d'euros sur la base d'une détention de 50% des titres de Flying Whales SAS (après impact du *share call option*) ».

La Commission a considéré que la société à évaluer étant dans une première phase de développement, la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie était la plus adaptée.

La Commission a étudié le plan d'affaires établi par le management et qui était aussi à la base des travaux de l'expert indépendant.

La Commission soulignait que du point de vue financier, la bonne marche du projet supposait la concrétisation des apports de fonds prévus en 2020 et qu'il appartiendrait à la Région Nouvelle-Aquitaine de se déterminer le moment venu quant à sa participation à la troisième levée de capital et sur son montant. Le niveau de la participation de la Région devait rester en permanence conforme aux seuils fixés par les articles R. 4211-3 et R. 4211-5 du code général des collectivités

territoriales ainsi qu'à la limite globale des participations fixée à l'article R. 4211-4 de ce code.

Au final, la Commission estimait que la valeur, avant l'augmentation de capital, des fonds propres de la société Flying Whales SAS avait été correctement évaluée à 63 millions d'euros et donc la valeur de ceux de FI Wh Holdco à 31,5 millions.

[Avis n° 2023 - A.C. – 02 du 19 janvier 2023 relatif au transfert au secteur privé par la SAEML SEMATRA de la société Air Austral et à l'évaluation de la société Air Austral](#)

Le conseil régional de La Réunion et la SEMATRA avaient saisi la Commission dans le cadre du plan de restructuration de la société Air Austral.

SEMATRA, détenu à hauteur de 73,5% par la région de La Réunion<sup>25</sup>, détenait 99% du capital d'Air Austral.

Le plan de restructuration d'Air Austral prévoyait notamment l'entrée d'un nouvel actionnaire majoritaire (55,18%) et la souscription par SEMATRA à une augmentation de capital d'Air Austral. SEMATRA devait conserver ainsi une part minoritaire (44,8%) du capital d'Air Austral<sup>26</sup>.

Cette restructuration, compte tenu de ses modalités, constituait à la fois une privatisation, entrant dans le champ du II de l'article 181 de la loi du 6 août 2015, et une opération de prise de participation relevant du 8 bis de l'article L. 4211-1 et de l'article R. 4211-7 du code général des collectivités territoriales. Elle nécessitait donc, à un double titre, l'avis de la Commission.

Par ailleurs, l'opération était également soumise à l'approbation de la Commission européenne au titre du contrôle des aides d'Etat et de l'Autorité française de la concurrence au titre du contrôle des concentrations.

Selon le communiqué de la Commission européenne du 5 janvier 2023, celle-ci avait « ... autorisé en vertu des règles de l'UE en matière d'aides d'Etat, le projet de la France d'octroyer (i) une aide à la restructuration d'un montant de 119,3 millions d'euros pour permettre le retour à la viabilité de la compagnie aérienne Air Austral ; et (ii) une aide d'un montant de 17,5 millions d'euros pour indemniser cette compagnie des dommages subis suite à la pandémie du coronavirus entre le 17 mars et le 30 juin 2020. ».

---

<sup>25</sup>Le reste du capital est détenu par le département de La Réunion (11,42%), la Caisse des Dépôts et Consignations (13,59%) et d'autres investisseurs minoritaires (1,5%).

<sup>26</sup> 0.02% du capital est détenu par des actionnaires minoritaires.



La Commission européenne<sup>27</sup> indiquait également que « *le plan permet de garantir la viabilité sur le long terme de la compagnie, en évitant ainsi sa liquidation qui serait particulièrement dommageable pour la région ultrapériphérique et assistée qu'est La Réunion.* »

La Commission européenne précisait enfin qu'elle avait « *notamment tenu compte de mesures visant à limiter les distorsions de concurrence, à savoir : (i) la limitation du nombre des sièges offerts par Air Austral ; (ii) une limitation du nombre des lignes aériennes exploitées par la compagnie ; (iii) l'interdiction de prises de participations dans d'autres entreprises ; et (iv) l'ouverture des accords commerciaux aux compagnies aériennes qui en feraient la demande. Ces mesures seront en place pendant toute la durée du plan de restructuration, c'est-à-dire de janvier 2022 à mars 2025.* »

En France, l'Autorité de la concurrence, qui a rendu sa décision le 12 janvier 2023<sup>28</sup>, avait considéré que l'opération n'était pas de nature à porter atteinte à la concurrence sur les marchés concernés.

Air Austral était la seule compagnie aérienne basée à La Réunion. Elle est la société faîtière du groupe Air Austral spécialisé dans le transport aérien régulier de passagers et de fret.

Le groupe exploite, depuis 1990, date de sa création, des liaisons aériennes avec huit pays de la zone sud-ouest de l'Océan Indien et trois pays situés en Asie (Inde, Thaïlande et Chine). Le groupe Air Austral exploite également une activité long courrier de et vers la métropole, au départ de La Réunion depuis 2003, et au départ de Mayotte depuis 2016.

Le groupe générait, avant la pandémie de Covid-19, un chiffre d'affaires annuel d'environ 400 M€. A l'instar d'autres compagnies aériennes, les confinements, restrictions de voyages et fermetures de frontières consécutifs à la pandémie de COVID-19 avaient sévèrement dégradé la situation financière d'Air Austral.

Les pertes accumulées avaient conduit à des fonds propres négatifs à la fin des exercices 2020-2021 et 2021-2022.

Finalement, en août 2022, un groupe d'investisseurs réunionnais (Run Air), mené par la société Deleflie SAS, a fait une offre ferme pour entrer au capital d'Air Austral en tant qu'actionnaire majoritaire, aux côtés de SEMATRA et d'autres actionnaires minoritaires.

Run Air, constituée de 27 investisseurs réunionnais avec comme principal actionnaire (59%) la SAS Deleflie, devait acquérir une participation de 55,18% dans Air Austral.

---

<sup>27</sup> Décision C(2023) 198 final du 5 janvier 2023

<sup>28</sup> Décision n° 23-DCC-09 du 12 janvier 2023 relative à la prise de contrôle conjoint de la société Air Austral par la société SEMATRA et le groupe Deleflie.

L'apport total de fonds, de 55 M€, correspondait aux besoins de trésorerie estimés d'Air Austral, répartis entre Run Air et SEMATRA : 30 M€ pour Run Air (dont 17 M€ en capital, correspondant à une participation de 55,18%, et 13 M€ en compte courant) et 25 M€ pour SEMATRA (dont 13 M€ en capital, correspondant à une participation de 44,8%, et 12 M€ en compte courant).

Le rapport de l'expert indépendant soulignait que, sans perspective de reprise, Air Austral se retrouverait incessamment en cessation de paiement et, sans injection de capital, dans un scénario de liquidation<sup>29</sup>.

Pour la valorisation d'Air Austral, l'expert indépendant avait adopté la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie.

Il utilisait également, mais à titre subsidiaire seulement, la méthode des comparables boursiers.

Au final, l'expert évaluait la valeur d'entreprise d'Air Austral dans une fourchette comprise entre 53 et 61 M€. Il en déduisait que la valorisation de la société à 55 M€ dans le contexte de la transaction (fonds propres et avances en compte courant) était raisonnable.

Concernant la valorisation d'Air Austral, la Commission a considéré que la méthode DCF était une approche pertinente au regard des spécificités de l'entreprise et du marché sur lequel elle opère.

Concernant le plan d'affaires, la Commission estimait qu'il pourrait être moins favorable que celui retenu par l'expert.

La Commission a donc demandé des calculs de sensibilité de la valeur d'entreprise et de la valeur des fonds propres à des marges d'exploitation plus dégradées, même si une dégradation de la marge opérationnelle devrait conduire Air Austral à engager rapidement des mesures correctrices visant à maintenir une marge opérationnelle adéquate sur un périmètre d'opérations plus restreint.

La Commission a également relevé que le CMPC retenu par l'expert était élevé. L'expert a donc fourni une estimation de la valeur d'entreprise et de la valeur des fonds propres sur la base de niveaux de CMPC moins élevés.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, la Commission a estimé que la valeur des fonds propres d'Air Austral, après mise en œuvre du plan de restructuration, pouvait être correctement estimée à 30 M€.

---

<sup>29</sup> « Dans un tel scénario, la SEMATRA ne recouvrerait aucune valeur sur son investissement. En effet, la SEMATRA est à la fois le créancier le plus subordonné de la Société et son actionnaire principal, et la liquidation des actifs d'Air Austral ne permettrait pas de rembourser complètement les créanciers qui sont seniors à la SEMATRA. Si la transaction est mise en œuvre, la SEMATRA ne recouvrera pas non plus initialement de valeur sur l'investissement qu'elle a réalisé jusqu'ici. Néanmoins, la SEMATRA pourra rester en tant qu'actionnaire minoritaire au capital d'Air Austral, qui maintiendra une activité opérationnelle au-delà de 2022, et sera bénéficiaire d'une clause de retour à meilleure fortune. »

Avis n° 2023 – A. - 5 du 2 octobre 2023 relatif à l'évaluation de la société  
Alpes du Nord Aménagement Touristique (ANAT)

La région Auvergne-Rhône-Alpes (AURA) envisageait de souscrire à l'augmentation de capital de la société ANAT, dont elle détenait 1% du capital social initial, en vue de lui permettre d'acquérir les 2 821 612 actions détenues par la société SOFIVAL dans le capital de la Compagnie des Alpes (CDA), représentant 5,59% du capital de cette dernière. Ce projet d'investissement devait être présenté à l'assemblée plénière de la région AURA les 19 et 20 octobre 2023.

La participation envisagée étant supérieure à 3 M€, la Commission a été saisie.

La région AURA est la première destination mondiale pour le tourisme hivernal. L'économie de la montagne y représente 92.000 emplois directs et indirects, pour un chiffre d'affaires avoisinant les 7,5 Mds € par an.

La région contribue au soutien de cette filière.

Un plan Tourisme 2022-2028 a été adopté par la région AURA en juin 2022. Il avait pour ambition de faire de la région AURA la première destination européenne de tourisme durable.

C'est dans ce contexte qu'en juin 2023, la région AURA a participé à la création d'une société dénommée Alpes du Nord Aménagement Touristique (ANAT). Sa participation, d'un montant de 1 K€, représente 1% du capital de cette société et a été autorisée par la délibération susvisée du conseil régional d'AURA des 29 et 30 juin 2023.

Les autres actionnaires d'ANAT étaient la SEM Savoie Stations Ingénierie Touristique (SSIT)<sup>30</sup> pour 54% et trois établissements de crédit mutualistes régionaux pour 15% chacun.

La société ANAT avait pour objet de participer au développement de l'activité touristique sur le territoire des Alpes du nord, soit directement soit via des prises de participations dans des sociétés dont l'activité contribue à cet objet.

Le projet prioritairement porté par la société ANAT était d'acquérir la participation de 5,59% actuellement détenue par la société SOFIVAL dans la société cotée Compagnie des Alpes, leader mondial dans le secteur des domaines skiables avec un portefeuille de dix domaines du massif alpin français.

Cette acquisition visait à conforter la place des acteurs locaux (région AURA, département de la Savoie et banques régionales) dans le développement du tourisme des stations de ski des Alpes du nord et s'inscrit dans leurs objectifs de soutien et d'accompagnement de la filière touristique.

---

<sup>30</sup> La SSIT est détenue à 74% par le département de la Savoie.

L'ANAT souhaitait en outre disposer d'un siège au conseil d'administration de la Compagnie des Alpes, renforçant ainsi la présence des acteurs locaux dans la gouvernance de sociétés de remontées mécaniques impliquées dans les plus importantes stations des Alpes. Le représentant de l'ANAT au conseil d'administration de la Compagnie des Alpes pourrait ainsi promouvoir les intérêts des stations de sports d'hiver, notamment dans les choix d'adaptation que la Compagnie des Alpes devra faire au regard des effets du changement climatique.

La décision de nommer un représentant de l'ANAT au conseil d'administration de CDA devait être prise par ce dernier et par l'assemblée générale de CDA. A cet égard, lors de son audition par la Commission, le représentant de la CDC avait indiqué que cette dernière était favorable à l'attribution à l'ANAT d'un siège au conseil d'administration de la CDA.

Par ailleurs, la Commission avait été informée que la SSIT et la région AURA s'étaient entendues pour que le premier représentant de l'ANAT au conseil d'administration de CDA soit choisi parmi les représentants désignés par le conseil régional dès lors que la région aurait décidé de détenir 25% du capital de l'ANAT.

La Compagnie des Alpes a été créée en 1989 par la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC). La CDC reste aujourd'hui le principal actionnaire de CDA avec 42,1% de son capital.

La Compagnie des Alpes a été introduite en bourse le 18 novembre 1994. L'action de la Compagnie des Alpes est cotée au compartiment B (*Midcaps*) d'Euronext.

Spécialisée initialement dans l'exploitation des domaines skiables alpins, CDA est le premier exploitant de remontées mécaniques au monde.

CDA a entrepris de diversifier ses activités à partir de 2002, d'abord en faisant l'acquisition de parcs de loisirs, puis à partir de 2018 dans la distribution touristique puis l'hébergement.

L'expert indépendant a déterminé la valeur objective de CDA sur la base des approches suivantes :

- l'approche patrimoniale ;
- l'analyse du cours de bourse ;
- les études des analystes boursiers ;
- la méthode des comparables boursiers ;
- la méthode des comparables de transactions ;

- l'approche DCF<sup>31</sup> des *cash flow* actualisés.

Pour sa part, la Commission a considéré que la valeur de l'ANAT reposait entièrement sur celle des actions de CDA et qu'il convenait de déterminer la valeur de l'ANAT sur la base de l'actif net réévalué en substituant au prix d'acquisition des titres CDA, leur « *valeur objective* ».

La Commission a examiné les différentes approches retenues par l'expert pour déterminer la valeur de CDA puis de l'ANAT.

La Commission n'a retenu ni la méthode des comparables boursiers ni celle des comparables de transaction à titre principal.

Elle a retenu la **méthode DCF** qui permet d'obtenir une valorisation sur la base d'un plan d'affaires et de projections de *cash flow* qui se fondent sur l'analyse ad hoc des données et des potentialités de l'entreprise.

La Commission a par ailleurs considéré que la **méthode patrimoniale**, qui consiste à déterminer les capitaux propres de CDA à partir de ses comptes consolidés certifiés par les commissaires aux comptes, constituait une approche intéressante dans la mesure où elle rend compte du niveau d'investissement passé et de la santé financière du groupe, indépendamment de la rentabilité future et des perspectives de croissance de CDA.

Avec cette approche, la valeur unitaire de l'action ressortait à 20,28 €, soit un montant sensiblement supérieur au prix de cession de 17 €.

Au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été communiqués, la Commission a finalement estimé que la valeur des fonds propres de la société ANAT était correctement évaluée à 28,8 M€, soit le montant des apports en capital.

## [Avis n° 2024 – A. - 6 du 27 novembre 2024 relatif à l'évaluation de la société Sapmer](#)

Le Conseil régional de La Réunion a saisi la Commission, en application du 8°bis de l'article L. 4211-1 et de l'article R. 4211-7 du Code général des collectivités territoriales, afin qu'elle se prononce sur la valeur de la société Sapmer, principal armement de pêche à La Réunion.

La région envisageait de souscrire à l'augmentation de capital réservée de la société Sapmer pour un montant de 5 M€, soit 10,3% du capital de la société.

La participation envisagée étant supérieure à 3 M€, les dispositions de l'article R. 4211-7 du code général des collectivités territoriales s'appliquaient.

---

<sup>31</sup> *Discounted cash flow*

La région La Réunion considérait Sapmer comme étant une entreprise emblématique de La Réunion. Elle y développe, depuis 75 ans, un savoir-faire sous pavillon et maîtrise réunionnais.

Son intervention, qui s'inscrit dans le cadre de sa politique de patriotisme économique réunionnais, avait pour objet de contribuer à reconstituer les fonds propres de Sapmer dans un contexte difficile pour la société.

L'objectif poursuivi par la région était également de préserver sa souveraineté économique dans le secteur de la pêche en faisant en sorte que l'entreprise ne soit pas rachetée par des acteurs extérieurs à La Réunion.

La région juge que son intervention a contribué à fédérer des investisseurs privés réunionnais en vue de recapitaliser la Sapmer.

La région présentait enfin son investissement dans Sapmer comme un investissement à long terme et de nature purement financière. Elle n'exclut toutefois pas une revente de ses parts si le contexte s'y prête.

Interrogée par la Commission sur le rôle qu'elle pourrait jouer dans la future gouvernance de Sapmer, la région a décidé de négocier un pacte d'associés, dont le projet a été transmis à la Commission le 22 novembre 2024. Aux termes de ce projet, la région a indiqué qu'elle disposerait d'un siège au conseil d'administration dès lors que sa participation au capital resterait supérieure ou égale à 5%.

Créé en 1947, le groupe Sapmer est composé de 11 sociétés avec à sa tête Sapmer SA.

Le groupe Sapmer est le principal acteur de la grande pêche dans les eaux des Terres Australes et Antarctiques Françaises (TAAF) avec une flottille de 8 navires de pêche consacrés à 3 pêcheries (thon, légine et langouste).

Il se présente comme le premier armateur français de pêche et de valorisation de produits de la mer, le premier employeur de marins à La Réunion et le deuxième exportateur de La Réunion. Il est le leader mondial de la pêche à la légine australe.

Le groupe Sapmer a réalisé en 2023 un chiffre d'affaires de l'ordre de 140 millions d'euros majoritairement à l'export. En 2023, l'effectif moyen du groupe en équivalent temps-plein était de 400 personnes.

Depuis 2009, le groupe Sapmer est coté sur le marché Euronext Growth Paris.

Le groupe Sapmer a été confronté, d'une part, à un fort ralentissement de son activité en 2021, consécutivement à la crise du Covid, comme l'ensemble des acteurs de la pêche, d'autre part, à la réduction drastique et inattendue des quotas mauriciens de pêche au thon, combinée à de nouvelles contraintes réglementaires fin 2022.

Les pertes consécutives à cette dégradation ont ramené les capitaux propres de 53,6 M€ fin 2022 à 23,4 M€ fin 2023.

Dans ce contexte, le groupe Sapmer a obtenu l'ouverture d'une procédure de conciliation, destinée à accompagner les efforts engagés de réorganisation de son outil industriel autour (i) du recentrage de l'activité de pêche intégralement sous pavillon français, (ii) de la mise en œuvre du programme de renouvellement de la flotte de palangriers prévu à horizon 2026-2029.

En contrepartie ont été obtenus (i) un moratoire de remboursement de 2 ans des prêts à moyen et long terme ainsi que l'étalement des remboursements sur 5 ans et (ii) le rachat de la participation de Jaccar Holdings dans Sapmer Investissements par Cana Tera.

L'homologation du protocole de conciliation, le 21 février 2024, prévoyait une augmentation de capital réservée de 20 M€ au prix de 7,72 euros par action représentant une décote de 20% par rapport au cours moyen pondéré des 6 derniers mois précédant l'annonce de l'opération, soit une valorisation, avant augmentation de capital, de 27 M€ du groupe Sapmer.

Le tour de table, réalisé auprès de l'actionnaire historique du groupe Sapmer, d'acteurs privés régionaux et de la région La Réunion, a été entériné lors de la tenue d'une Assemblée Générale Mixte en date du 17 avril 2024.

Une première tranche de 15 M€ a été réalisée le 17 avril<sup>32</sup>, les 5 M€ restant, apportés par la région, devant faire l'objet d'une décision ultérieure du conseil régional, en principe avant la fin de l'année 2024.

La Commission a disposé du rapport d'expertise indépendante établi par le cabinet CPA, accompagné par le cabinet Taylor Wessing sur les aspects juridiques, en application de l'article R. 4211-6 du code général des collectivités territoriales.

**Concernant la détermination de la valeur des fonds propres**, l'expert indépendant a mené ses travaux à l'aide notamment des derniers comptes audités et certifiés concernant l'exercice clos au 31 décembre 2023 et des données financières de nature prévisionnelle établies et validées par la direction générale de Sapmer.

L'expert indépendant soulignait que ces données prévisionnelles revêtaient un caractère d'incertitude inhérent à toute donnée prospective et qu'il n'exprimait aucune opinion quant à leur vraisemblance et à la probabilité de leur réalisation.

Un des paramètres particulièrement importants à cet égard concerne les quotas de pêche.

Le plan d'affaires est fondé sur un maintien de ces quotas. L'expert considère que c'est l'hypothèse la plus probable. Pour autant, des risques de

---

<sup>32</sup> Permettant aux capitaux propres d'atteindre 34,1 M€ au 30 juin 2024.

diminution des quotas, qui résulteraient par exemple d'une raréfaction de la ressource ou de l'entrée de nouveaux acteurs, ne peuvent être totalement écartés.

La juste valeur des fonds propres du groupe Sapmer a été estimée sur la base d'une approche multicritères fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie (méthode dite DCF<sup>33</sup>) et la méthode des comparables boursiers.

La valeur d'entreprise du groupe Sapmer ressortait dans une fourchette comprise entre 84 et 116 M€ pour une moyenne de 100 M€, après mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation présentées ci-dessous.

La mise en œuvre de la **méthode des multiples boursiers** reposait sur les données financières disponibles et publiques des sociétés du secteur. L'approche s'appuyait sur l'analyse et la sélection des entreprises présentant des similitudes rendant l'approche comparable pertinente.

Lorsque les données retenues présentent encore des différences remarquables avec le groupe évalué, les travaux intègrent la prise en compte de décotes. Dans le cadre du groupe Sapmer, une décote de 30% liée à la taille et à l'illiquidité du titre Sapmer a été retenue.

L'expert indépendant a écarté de sa comparaison certains acteurs fournissant exclusivement ou très majoritairement des poissons dit d'élevage ou présentant des lignes de métier trop diversifiées (chimie fine, transformation...).

Finalement, sur les 8 sociétés identifiées, l'expert indépendant ne retenait les comparables boursiers que de deux d'entre elles.

Après prise en compte d'une décote de taille et d'illiquidité, la valeur d'entreprise du groupe Sapmer s'est établie dans une fourchette comprise entre 51 et 136 M€. Cette large fourchette s'explique notamment par un premier semestre 2024 marqué par des conditions de pêche défavorables et des dépenses de restructuration liées au recentrage de l'activité sous pavillon français.

La valeur d'entreprise moyenne du groupe Sapmer ressortait à 94 M€.

Sur la base de l'approche multicritères mise en œuvre, la valeur d'entreprise du groupe Sapmer ressortait à hauteur de 97 M€. La pondération des méthodes retenues par l'expert correspondait à 50% pour l'approche de rendement (méthode DCF) et 50% pour l'approche analogique des multiples boursiers.

Pour passer de la valeur d'entreprise à la juste valeur de marché du groupe Sapmer au 30 juin 2024, l'expert déduisait la dette consolidée de 43,8 M€.

La juste valeur de marché du groupe Sapmer ressortait ainsi à 53,4 M€ après opération de capital soit à 33,4 M€ avant opération d'augmentation de capital.

Pour l'expert indépendant, la juste valeur déterminée était cohérente avec les conditions d'entrée proposées pour cette prise de participation, à savoir une

---

<sup>33</sup> *Discounted Cash Flow.*



décote de 20% du cours moyen des 6 derniers mois du groupe Sapmer avant annonce de l'opération.

La Commission a estimé pertinent de retenir la méthode des comparables boursiers et celle de l'actualisation des flux de trésorerie.

**Concernant la méthode des comparables boursiers**, la Commission a estimé que plusieurs des caractéristiques essentielles des deux sociétés retenues étaient trop différentes de celles de Sapmer.

Ce n'est donc qu'à titre informatif que la Commission a retenu les multiples issus de ces deux sociétés. Ils permettent de situer des ordres de grandeur constatés dans des entreprises du secteur de la pêche.

Concernant la **méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF)** la Commission a estimé que des risques de diminution des quotas, qui résulteraient par exemple d'une raréfaction de la ressource ou de l'entrée de nouveaux acteurs, ne pouvaient pas être écartés.

Concernant le taux d'actualisation, la Commission estimait que le CMPC retenu devait être dans le haut de la fourchette des taux envisagés par l'expert indépendant.

Enfin, la Commission observait que la valeur terminale, au-delà de l'horizon du plan d'affaires, représentait 77% de la valeur des fonds propres. C'est une part importante, qui résulte notamment des efforts d'investissement à réaliser pendant le plan d'affaires (remplacement de quatre palangriers) et qui incite à retenir un taux de croissance à l'infini prudent.

Au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été communiqués, la Commission a finalement estimé que la valeur des fonds propres de la société Sapmer pouvait être correctement évaluée à 47 M€, soit le montant correspondant au prix retenu pour l'augmentation de capital.

La Commission constatait par ailleurs que l'entrée de la région La Réunion dans le capital de Sapmer soulevait des interrogations et des critiques de certains concurrents, notamment sur le caractère d'aide d'Etat que revêtirait la participation de la région.

A cet égard, le rapport de l'expert indépendant indique que l'absence de distinction de traitement entre les co-investisseurs au stade de la prise de participation ainsi qu'entre les co-actionnaires une fois la prise de participation réalisée, conduit à considérer que la région Réunion agit en tant qu'investisseur avisé dans des conditions normales de marché, ce qui permettrait d'écarter la qualification d'aide d'Etat.

La qualification d'une éventuelle aide d'Etat ne relève pas de la compétence de la Commission. Mais les éventuels recours devant les juridictions compétentes sont porteurs de risques juridiques et financiers qui pourraient affecter la valorisation de l'entreprise.

Pour sa part, la Commission estimait que la situation financière de Sapmer, telle que décrite supra, rendait nécessaire une augmentation de capital à bref délai.

La Commission observait qu'une banque conseil avait été mandatée pour trouver des investisseurs potentiels et que les deux candidats qui s'étaient manifestés avaient formulé une offre conjointe qu'ils avaient finalement décidé de retirer le 23 décembre 2023.

La nouvelle offre, du 19 décembre 2023, portée par Cana Tera était donc la seule solution permettant à Sapmer de redresser rapidement sa situation financière grâce, notamment, à une augmentation de capital de 20 M€.

Pour autant, la Commission recommandait à la région de se ménager des conditions de sortie de son investissement les plus flexibles possibles, au mieux des intérêts de la société et de la région. Le projet de pacte d'associés transmis à la Commission dans une version qui n'est pas encore définitive pourrait utilement évoluer dans le sens de cette plus grande flexibilité.

#### 4- Les principaux enseignements

Le cadre juridique applicable aux prises de participations par les régions dans des entreprises commerciales paraît à première vue précis et détaillé (cf. § 2 supra). Il repose notamment sur trois principes fondamentaux :

- l'entreprise dont la région prend une part de capital doit demeurer sous le contrôle d'acteurs privés ;
- le montant des investissements régionaux dans le capital d'entreprises commerciales est plafonné unitairement ainsi que pour l'ensemble des participations détenues par une région ;
- un expert indépendant établit un rapport sur la société concernée, préalablement à la prise de participation.

Depuis 2015, un petit nombre d'opérations supérieures au seuil d'intervention de la Commission ont été réalisées. Cinq régions seulement ont eu recours à ce dispositif pour un total de huit opérations.

On pourrait penser qu'un flux aussi réduit d'opérations traitées par la Commission dans un cadre juridique étayé n'appelle pas grande attention.

Cependant l'expérience acquise par la Commission depuis 2015 amène cette dernière à tirer un certain nombre d'enseignements de l'examen des dossiers concernés et à formuler des observations et recommandations pour l'avenir.

Ce point d'étape sur [l'application de la loi NOTRe ] la mise en œuvre des nouvelles compétences conférées de la Commission des participations et des transferts à l'égard des collectivités territoriales paraît d'autant plus utile qu'il est vraisemblable que les régions, désormais de grande taille et toujours plus

conscientes de leur rôle dans le développement économique, pourraient accélérer leurs initiatives capitalistiques dans les années qui viennent.

L'avis de la Commission porte sur la valeur de la société ; son objectif est de permettre à la région de s'assurer que le prix d'acquisition n'est pas supérieur à sa valeur réelle.

En vue de déterminer cette valeur, la Commission doit appréhender tous les aspects du dossier et tous les éléments de contexte susceptibles d'avoir une incidence sur celle-ci.

Le cas échéant, la Commission estime également devoir appeler l'attention de la région sur tout élément susceptible d'impacter la valorisation des titres dont la région envisage l'acquisition et plus généralement sur tout élément de nature à affecter ses intérêts patrimoniaux.

Les points d'attention de la Commission peuvent être regroupés autour de huit grands thèmes.

*1) Les projets présentés par les régions doivent s'inscrire dans les objectifs stratégiques de ces dernières en matière de développement économique*

Il est tout d'abord essentiel qu'une région puisse étroitement lier un projet de prise de participation aux objectifs définis par le Schéma Régional de Développement Economique, d'Innovation et d'Internationalisation ( SRDEII) qu'elle adopte pour une durée de cinq ans. Ce schéma est certes énoncé en termes parfois généraux. Sa présence permet cependant d'éviter l'éparpillement des ressources, de concentrer les efforts de la région sur ses points de force et de déployer une vision de long terme.

La Commission n'est pas directement juge de l'opportunité pour une région de rentrer au capital d'une entreprise. Elle est cependant conduite à s'assurer, au vu des éléments fournis par la région, de la présence d'un lien suffisant entre l'entreprise concernée et le tissu économique régional. L'objectivation de ce lien passe par la nature de l'activité de l'entreprise, par sa capacité d'investissement et de formation, par ses effectifs locaux actuels ou potentiels, par ses liens avec les autres acteurs économiques régionaux et par sa contribution générale au développement régional.

*2) La très grande diversité des projets proposés par les régions conduit à les caractériser selon deux critères principaux : finalité de l'investissement régional ; la nature des acteurs privés aux côtés desquels une région investit*

#### a.- Finalité de l'investissement régional

Les opérations examinées peuvent être regroupées en trois familles en termes de finalité de l'investissement :

- il peut d'abord s'agir d'investissements dans des entreprises ayant un fort impact sur les structures régionales. Il en est ainsi de l'investissement de la région AURA au capital de la société ANAT, en vue de lui permettre d'acquérir 5,59 % du capital de la Compagnie des Alpes, ainsi que de la présence envisagée par la région Grand-Est dans le Technocentre de Fessenheim ;
- dans d'autres situations, la région cherche à contribuer au développement de start-up et/ou à promouvoir de nouvelles technologies. Tel est le cas de la participation de la région Nouvelle-Aquitaine au capital de la société Fl Wh Holdco, actionnaire majoritaire d'une SAS dont l'objet est de développer une solution de dirigeables de transport de charges lourdes ou encombrantes ;
- Enfin, des régions interviennent parfois dans des entreprises en difficulté dont le rétablissement et la pérennité présentent un intérêt régional majeur de leur point de vue. Tel fut le cas de la participation de la région Bretagne à la reprise de la société Doux (le groupe Doux avec 1500 employés se fournissait auprès de 500 éleveurs). La région Bretagne est également entrée au capital de la société Groupe d'Aucy Holding qui regroupait 9000 agriculteurs coopérateurs et 4500 salariés, dont les deux tiers en Bretagne. La région Réunion a pris une participation dans la compagnie aérienne Air Austral au titre de l'importance de la société pour les échanges de l'île de la Réunion avec le reste du monde. Cette même région prévoit une entrée au capital du groupe de pêche Sapmer qui est le premier employeur de marins à La Réunion.

#### b.- Nature des acteurs privés aux côtés desquels une région investit

L'expérience, la compétence et l'assise financière des actionnariats privés partenaires de régions sont des critères clés pour apprécier les opportunités et les risques liés à l'investissement régional.

Les groupes d'actionnariats auxquels s'associent les régions peuvent comporter des acteurs économiques puissants ou quasi-institutionnels (CDC, EDF...), des fonds d'investissement, des opérateurs industriels ou des actionnaires individuels.

Ils peuvent être conduits par un chef de file incontesté ou bien afficher un capital plutôt dispersé.

Chaque configuration détermine une grande variété d'évolutions possibles des entreprises dans lesquelles investit une région.

### *3) La Commission est attentive au lien entre valeur des titres et le caractère avisé de l'investissement.*

Sur ce point, la Commission peut s'appuyer sur les conclusions du rapport de l'expert indépendant prévu par la loi. Ce rapport doit en effet comporter une appréciation du caractère avisé de l'investissement. Les rapports examinés par la Commission n'ont bien entendu pas dérogé à cette règle.

La Commission s'est toutefois demandé, dans certains cas, si l'entrée de la région au capital, même en position minoritaire, n'était pas l'élément fédérateur d'un club d'actionnaires qui n'aurait peut-être pas investi sans cette présence régionale. En d'autres termes, ces actionnaires ne se seraient pas considérés eux-mêmes comme des investisseurs avisés s'ils ne comptaient pas sur la présence de la région à leurs côtés pour soutenir le développement de l'entreprise concernée, y compris peut-être par d'autres voies que purement financière (réglementation favorable émanant de la région, achats de cette dernière...).

Un tel cas particulier d'effet fédérateur régional pourrait conduire les actionnaires privés à sous-estimer les investissements nécessaires et le risque d'exploitation attaché à l'entreprise.

Ce type de situation doit par ailleurs inviter les responsables régionaux à s'assurer de la rentabilité financière directe de leur participation. Les impacts indirects que le développement de l'activité de l'entreprise pourrait avoir sur l'économie régionale seront alors considérés comme un facteur positif additionnel.

### *4) Les modalités de gouvernance des entreprises dans lesquelles investit une région sont un élément de leur valeur.*

La place réservée à la région dans la gouvernance de l'entreprise (siège(s) au conseil d'administration et/ou dans les sous-comités et/ou dans un comité consultatif ad hoc) doit être proportionnée à son investissement et aux objectifs stratégiques qu'elle s'assigne.

En tout état de cause, il importe que les prérogatives d'actionnaires minoritaires de la région se reflètent correctement dans la gouvernance de l'entreprise.

Dans plusieurs cas récemment examinés, la Commission a été amenée à faire préciser par la région la place qui lui sera réservée dans la gouvernance de l'entreprise (représentation au conseil d'administration et dans les comités spécialisés du conseil) ainsi que dans les statuts ou le pacte d'actionnaires. Les droits d'actionnaires de la région doivent se refléter correctement dans la gouvernance de l'entreprise. La Commission a été dans ce domaine au soutien des régions concernées.

### 5) *L'opération est-elle conforme au droit de la concurrence et aux aides d'Etat ?<sup>34</sup>*

Concernant les aides d'Etat, deux des quatre caractéristiques constitutives d'une telle aide sont présentes : la région est une entité publique et l'avantage accordé est nécessairement sélectif.

Au cas par cas, la question se pose donc de savoir si les deux derniers critères sont vérifiés : l'aide affecte-t-elle la concurrence et les échanges intra-communautaire ?

Si la réponse est positive, l'aide doit être notifiée à la Commission européenne qui décidera si cette aide est compatible ou non avec le marché intérieur.

Pour deux seulement des dossiers présentés par des régions à la Commission, la question de l'aide d'Etat a été explicitement posée.

Pour Air Austral, la participation de la région La Réunion s'inscrivait dans tout un ensemble d'aides publiques visant au rétablissement financier de la compagnie qui avait été gravement affectée par les conséquences de la crise sanitaire du Covid (cf. supra).

La Commission européenne a donc été saisie au titre de l'ensemble du dispositif mis en place par les pouvoirs publics. Et comme indiqué supra dans la présentation de l'avis Air Austral, elle a « ... autorisé en vertu des règles de l'UE en matière d'aides d'Etat, le projet de la France d'octroyer (i) une aide à la restructuration d'un montant de 119,3 millions d'euros pour permettre le retour à la viabilité de la compagnie aérienne Air Austral ; et (ii) une aide d'un montant de 17,5 millions d'euros pour indemniser cette compagnie des dommages subis suite à la pandémie du coronavirus entre le 17 mars et le 30 juin 2020. ».

Pour Sapmer, qui concerne aussi la région de La Réunion, les avis juridiques de cabinets spécialisés portés à la connaissance de la Commission étaient divergents. La Commission a souligné dans son avis les incertitudes sur la qualification ou non d'aide d'Etat.

Or ces incertitudes peuvent avoir une incidence sur l'appréciation de la valeur des fonds propres de la société au capital de laquelle la région souhaite entrer.

En effet, si une aide apportée est illégale et incompatible avec le marché intérieur, elle doit être récupérée, afin de rétablir la situation économique telle qu'elle existait préalablement à son versement.

Une aide est illégale dès lors qu'il s'agit bien d'une aide et qu'elle a été mise à exécution (ou versée) en violation de l'article 108 § 3 du TFUE, c'est-à-

---

<sup>34</sup> Cf. en annexe un rappel de la réglementation applicable en matière d'aide d'Etat.

dire octroyée sans avoir été préalablement notifiée à la Commission ou avant que cette dernière ait statué sur sa compatibilité avec le TFUE.

Une aide est incompatible avec le marché intérieur en vertu d'une appréciation pour la conduite de laquelle la Commission européenne détient une compétence exclusive.

Donc si une aide est non notifiée et incompatible, la récupération est inévitable.

Si une aide non notifiée est finalement jugée compatible, la récupération intégrale n'est pas une obligation. Les juridictions nationales peuvent sanctionner l'aide pendant la période où elle était illégale, c'est-à-dire entre son versement et la décision de la commission la déclarant compatible, ce qui conduit à récupérer une fraction de l'aide.

Que la restitution soit partielle ou totale, elle affecterait en tout état de cause la situation financière de l'entreprise qui en a bénéficié et remettrait en cause une valorisation initiale qui n'aurait pas pris en compte cette restitution.

#### *6) L'investissement est-il de nature provisoire ou sans horizon temporel ?*

L'horizon temporel est un élément structurant pour la détermination de la valeur. La région est-elle un actionnaire de long terme dans l'entreprise commerciale ou bien est-elle un partenaire temporaire en vue de contribuer à surmonter une période difficile ou d'accompagner la croissance dans une période charnière ?

L'horizon de détention envisagé rétroagit sur la durée du plan d'affaires à prendre en compte qui sera la base du calcul de la valeur des fonds propres avec les méthodes intrinsèques d'évaluation.

#### *7) D'autres alternatives à la prise de participation directe ont-elles été envisagées et le cas échéant pourquoi la prise de participation a-t-elle été retenue ?*

Les régions disposent de plusieurs moyens pour apporter des financements aux entreprises commerciales. Elles peuvent le faire par des apports en fonds propres, par des prêts, des subventions ou des engagements de garantie.

Il est donc important que la région soit en mesure d'explicitier les raisons pour lesquelles elle a retenu l'apport en fonds propres de préférence, ou à côté, d'autres instruments à sa disposition.

#### *8) La région devrait procéder à un examen périodique de ses participations directes dans des entreprises commerciales.*

Une fois entrée au capital d'une entreprise commerciale, la région devrait examiner chaque année, après l'approbation des comptes annuels de l'entreprise par exemple, les résultats obtenus et leur conformité avec les objectifs assignés.

Dans l'environnement économique très changeant qui prévaut désormais, cet examen devrait permettre à la région d'apprécier s'il est opportun ou nécessaire d'adapter sa stratégie initiale et plus généralement de tirer des enseignements utiles pour de futures éventuelles opérations.

En tout état de cause, la région devrait veiller à ce que ses conditions de sortie soient explicitement prévues dans le pacte d'actionnaires.

## 5- Propositions d'évolution du cadre juridique

Par ailleurs, la cohérence du dispositif actuel pourrait être améliorée sur deux points :

### Les augmentations de capital successives

La loi NOTRe impose la saisine de la Commission lors de l'entrée au capital d'une entreprise par une région lorsque l'opération dépasse certains seuils (cf. supra). Le seuil en termes de montant d'investissement a été fixé à un niveau assez bas (3 M€).

Mais une fois l'entrée au capital réalisée, les éventuelles futures augmentations de capital, dès lors qu'elles n'accroissent pas la quote-part détenue par la région, n'appellent pas une nouvelle saisine de la Commission.

Or les montants réinvestis par la région lors d'augmentations de capital ultérieures pourraient être supérieurs à 3 M€ sans modification de la quote-part de la région. Pour autant, la situation financière de la société pourrait avoir évolué et les risques encourus par la région pourraient être au moins égaux à ceux auxquels elle était exposée lors de l'entrée initiale au capital.

L'avis de la Commission sur la nouvelle valorisation de l'entreprise serait donc aussi pertinent que lors de la prise de participation initiale par la région.

A titre d'illustration, l'apport initial de SEMATRA, détenu à hauteur de 73,5% par la région La Réunion, au capital d'Air Austral s'élevait à 13 M€ au début de 2023.

Les difficultés d'Air Austral ont ensuite conduit ses actionnaires à augmenter de nouveau son capital en 2024 pour un montant total de 25 M€, soit 11 M€ pour SEMATRA.

En outre, en 2024, SEMATRA a apporté également à Air Austral 12 M€ en compte courant d'associés.

Ainsi, en plus d'acquérir des actions, une région actionnaire peut également apporter des fonds en compte-courant d'associés qui, en cas de difficultés financières, peuvent être facilement convertis en capital.



Dans le cas d'espèce, la région Réunion détenant 73,5% de SEMATRA, son engagement se montait ainsi à 17,64 M€ en capital et 8,82 M€ en compte-courant.

### Les participations acquises par les départements

Pour l'acquisition de 5,59% de la Compagnie des Alpes, une société dénommée Alpes du Nord Aménagement Touristique (ANAT) avait été créée par la région AURA, la SEM Savoie Stations Ingénierie Touristique (SSIT)<sup>35</sup> et trois établissements de crédit mutualistes régionaux.

Au terme de l'opération, la répartition du capital devait être de 30% pour la SSIT, 25% pour AURA et 15% pour chacune des trois banques régionales.

La société ANAT a pour objet de participer au développement de l'activité touristique sur le territoire des Alpes du nord, soit directement soit via des prises de participations dans des sociétés dont l'activité contribue à cet objet.

Le projet prioritairement porté par la société ANAT était d'acquérir la participation de 5,59% actuellement détenue par la société SOFIVAL dans la société cotée Compagnie des Alpes, leader mondial dans le secteur des domaines skiables avec un portefeuille de dix domaines du massif alpin français.

La Commission a été saisie par la région AURA, mais la participation du département, plus élevée pourtant que celle de la région, n'était pas soumise à l'avis de la Commission.

Cela illustre la capacité des départements à détenir indirectement, via des SEM, des participations de montants significatifs dans des sociétés commerciales.

Il serait dès lors souhaitable de les soumettre à un dispositif équivalent à celui applicable aux régions.

---

<sup>35</sup> La SSIT est détenue à 74% par le département de la Savoie.

## Annexe : rappel du cadre réglementaire des aides d'Etat

Les développements qui suivent sont repris, pour l'essentiel, du « *vade mecum* » des aides d'Etat » de la direction des affaires juridiques des ministères économique et financier, accessible en ligne sur le site des MINEFI.

L'article 107 § 1 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) dispose que, « sauf dérogations prévues par les traités, *sont incompatibles avec le marché intérieur, dans la mesure où elles affectent les échanges entre États membres, les aides accordées par les États ou au moyen de ressources d'État sous quelque forme que ce soit qui faussent ou menacent de fausser la concurrence en favorisant certaines entreprises ou certaines productions.* »

Par la suite, la Cour de justice a précisé la notion d'aide d'Etat en retenant une conception objective<sup>36</sup> et extensive. Selon la Cour, afin « *d'apprécier s'il y a aide, il convient [...] de déterminer si l'entreprise bénéficiaire reçoit un avantage économique, qu'elle n'aurait pas obtenu dans des conditions de marché*<sup>37</sup> ».

Une aide d'État se définit par quatre critères cumulatifs :

- **Une aide publique.** Il peut s'agir de ressources octroyées directement par l'État, indirectement par des organismes liés à l'État, ou encore par les collectivités territoriales. Le cas des aides accordées par les entreprises publiques a fait l'objet d'une évolution jurisprudentielle importante, jusqu'à présumer que toute intervention financière d'une entité publique au profit de tiers est une aide.

- **Un avantage sélectif.** Le traité précise que sont considérées comme aides des contributions qui tendent à « *favoriser certaines entreprises ou productions* ».
- **Une aide affectant la concurrence.** Il peut s'agir de la concurrence interne à l'État membre, comme intra-Union européenne.
- **Une aide affectant les échanges intra-Union européenne.** Toute aide qui assèche le marché, permet de placer des barrières à l'entrée ou renforce la position d'une entreprise par rapport à ses concurrentes sur le marché pertinent (national ou mondial) est présumée affecter les échanges entre États membres.

La Commission européenne a adopté en 2016 une communication sur la notion d'aide d'Etat<sup>38</sup>. Ce document est une synthèse de sa pratique et de la

---

<sup>36</sup> La notion d'aide d'Etat répond à une situation objective et ne peut dépendre du comportement ou des déclarations des institutions.

<sup>37</sup> CJCE, 11 juillet 1996, *SFEI*, aff. C-39/94.

<sup>38</sup> Communication de la Commission relative à la notion d'« aide d'État » mentionnée à l'article 107 § 1 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, (2016/C 262/01), *JOUE C 262 du 19/07/2016*

jurisprudence concernant les différents éléments constitutifs de la notion d'aide d'Etat.

L'article 345 TFUE prévoit que « [l]es traités ne préjugent en rien le régime de la propriété dans les États membres ». Il reconnaît donc la liberté des entités publiques de détenir des participations, même majoritaires, dans les entreprises. Ainsi, les États membres restent libres d'entreprendre, directement ou indirectement, des activités économiques, au même titre que des entreprises privées.

Aux termes de la communication de 1984 mentionnée ci-dessus, « sont à considérer comme des prises de participation publiques, les participations directes de l'État et des autres collectivités territoriales, ainsi que les prises de participation effectuées par des organismes financiers dont les fonds proviennent de ressources d'État au sens de l'article 87 § 1 [107 § 1 TFUE] ou sur lesquels l'État exerce une influence dominante ».

La communication de 1984 distingue quatre types de situations dans lesquelles les pouvoirs publics peuvent être amenés à prendre des participations :

- lors de la création d'entreprises ;
- lors du transfert partiel ou total de propriété du secteur privé au secteur public ;
- lors d'un apport en capital, ou de la conversion d'une dotation en capital, à des entreprises publiques existantes ;
- lors d'une augmentation du capital de sociétés privées existantes.

Toutefois, ces interventions ne doivent pas favoriser les entreprises qui en bénéficient, au détriment de leurs concurrentes. Les dispositions du traité en matière d'aides d'État sont donc applicables à l'État, investisseur public. Son rôle ne peut être remis en cause sur le fondement du traité ; encore faut-il que ce rôle ne dissimule pas une opération d'intervention de l'État pouvoir public, susceptible de fausser la concurrence et d'affecter les échanges entre États membres.

Les institutions de l'UE sont donc vigilantes à l'égard des participations publiques.

Le critère de référence pour repérer l'existence d'une aide d'État est celui de « l'investisseur privé, agissant dans les conditions normales d'une économie de marché ».

Il s'agit alors « d'apprécier si, dans le cadre d'une opération donnée, l'Etat a accordé un avantage à une entreprise en ne se comportant pas comme un opérateur en économie de marché ».

Son application impose de vérifier si, placé dans une situation analogue, un investisseur privé aurait agi de la même façon que l'actionnaire public intervenant au profit de l'entreprise, ou encore de s'interroger sur les possibilités

qu'aurait eues l'entreprise de trouver des capitaux sur le marché privé, dans les mêmes conditions.

Une intervention dans le capital d'une entreprise peut constituer une mesure d'aide, si elle est effectuée à des conditions que n'aurait pas acceptées un investisseur privé agissant dans des conditions normales d'une économie de marché. Le critère se réfère principalement à la logique de rentabilité de l'opération.

Les décisions de la Commission et la jurisprudence donnent des indications sur l'application du critère, ainsi :

- les conditions d'un apport en capital sont considérées comme inacceptables pour un investisseur privé avisé, s'il ne peut être établi qu'un revenu raisonnable sous forme de dividende ou d'une plus-value sur le capital investi peut être escompté ;
- l'apport de capital neuf dans une entreprise dont la situation financière n'est pas saine et ne permet pas d'escompter un rendement normal du capital, ou ne lui permettrait pas de se financer sur les marchés, laisse présumer une aide d'État. En présence de difficultés, il apparaît qu'un investisseur avisé examinerait les perspectives économiques et financières de l'entreprise et exigerait, le cas échéant, un plan de restructuration. En tout état de cause, l'Etat doit procéder à une analyse contrefactuelle et comparer le rendement attendu de l'investissement avec celui d'une liquidation ;
- il en est également ainsi des aides accordées à des secteurs confrontés à des difficultés particulières. La qualification d'aide sera en effet acquise d'autant plus facilement que le secteur concerné connaît des surcapacités structurelles, même si les opérations sont faites dans des conditions acceptables pour un investisseur privé.

En revanche, la bonne santé financière d'une entreprise, ainsi que des perspectives de développement prometteuses, sont favorables à l'appréciation : elles permettent de considérer qu'une prise de participation publique s'est déroulée dans les conditions normales d'investissement dans une économie de marché.

Toutefois, même si l'entreprise rencontre certaines difficultés, le critère peut, sous certaines conditions, être jugé rempli. En effet, selon la Commission et les juridictions UE, « *un associé privé peut raisonnablement apporter le capital nécessaire pour assurer la survie d'une entreprise qui connaît des difficultés passagères, mais qui, le cas échéant, après une restructuration, serait en mesure de retrouver la rentabilité* ».

Selon la Commission européenne, « *[l]orsqu'une opération est réalisée aux mêmes conditions (ce qui implique des niveaux de risque et de rémunération identiques) par des organismes publics et des opérateurs privés se trouvant dans une situation comparable (opération pari passu) [...], il peut normalement en être déduit que cette opération est conforme aux conditions du marché* ». Toutefois, « *le seul fait qu'un apport en capital a été réalisé conjointement et concomitamment*

*avec des investisseurs privés n'exclut pas automatiquement la qualification d'aide d'État. D'autres éléments, en particulier l'égalité de traitement des actionnaires publics et privés, doivent également être pris en compte ».*

En principe, les interventions des organismes publics et des opérateurs privés doivent être décidées et effectuées simultanément (principe de concomitance). Toutefois, la Commission a accepté de prendre en considération une intervention privée, réalisée peu de temps après l'intervention publique, notamment quand l'investisseur privé a déjà signé une lettre d'intention au moment de l'intervention publique.

En cas de risque de liquidation de l'entreprise aidée, la rationalité de l'intervention publique doit s'apprécier au regard des coûts qu'entraînerait cette liquidation. En effet, compte tenu de ces coûts de liquidation, une intervention, dont la rentabilité apparaît faible, peut être néanmoins rationnelle, si elle permet d'éviter une liquidation qui s'avérerait plus coûteuse pour l'État.

Dans ce cadre, le calcul des coûts de liquidation ne peut, en principe, prendre en compte « que la fraction des coûts de liquidation imputable à l'État actionnaire, soit normalement le montant de sa participation au capital de l'entreprise ».

Par ailleurs, la Cour a jugé que « lors de l'appréciation de la rationalité économique d'une mesure étatique, requise par le principe de l'opérateur privé », « les coûts découlant pour l'État du licenciement des travailleurs, des allocations de chômage et des aides pour la reconstitution du tissu industriel [...] ainsi que des garanties accordées et des créances détenues par l'État, dans la mesure où celles-ci sont elles-mêmes constitutives d'aides d'État » devaient être écartés.