



**Activité
2008-2013
de la
Commission des
Participations et
des Transferts**

**Rapport
au Ministre de
l'Économie
et des Finances**

septembre 2013

*Commission des participations
et des transferts
Le Président*

Monsieur le Ministre,

J'ai l'honneur de vous présenter le rapport de la Commission des participations et des transferts sur son activité au cours des cinq dernières années.

Pendant cette période, la Commission a examiné 26 dossiers dont elle a été saisie soit au titre des dispositions législatives soit à la suite d'une demande d'expertise du Gouvernement. Elle a rendu 32 avis ou décisions. Les montants financiers cumulés mis en jeu dans le cadre des opérations examinées ont atteint près de 16 milliards d'euros.

Les opérations les plus importantes ont eu pour objet de renforcer la situation financière de plusieurs grands groupes publics en vue de leur permettre en particulier de faire face aux investissements importants qu'impose l'évolution de leurs marchés, au niveau tant national que mondial.

EDF a ainsi cédé en octobre 2010 ses réseaux de distribution d'électricité au Royaume-Uni, pays dans lequel le groupe procédait par ailleurs à de grands investissements dans la perspective de la relance du nucléaire. Areva a vendu en juin 2010 sa filiale Areva T&D, spécialisée dans les équipements de transmission électrique, et a bénéficié d'une augmentation de capital en décembre 2010 souscrite principalement par Kuwait Investment Authority (KIA), à l'occasion de laquelle les certificats d'investissement émis par Areva ont été échangés contre des actions ordinaires : ces deux opérations relevaient du plan de financement du groupe arrêté en juin 2009. La Poste, pour sa part, a bénéficié à partir du printemps 2011 d'augmentations de capital souscrites par l'Etat et la Caisse des Dépôts et Consignations.

L'Etat a également procédé depuis le début de l'année 2013 à deux cessions partielles de ses participations dans Safran et Aéroports de Paris (le FSI étant associé à cette dernière cession). Ces opérations, accueillies favorablement par le marché, préservent la place de l'Etat dans ces entreprises (niveau inchangé des droits de vote dans Safran et maintien de la majorité du capital dans ADP). Elles s'inscrivent dans la stratégie définie par le Premier Ministre en mai 2013 visant à dégager des ressources pour le soutien à l'investissement en France. La cession de titres de Safran est la première opération de marché qui a pu être réalisée par l'Etat depuis fin 2007 et l'éclatement de la crise financière.

D'autres opérations ont visé la consolidation de certains secteurs : l'acquisition par Safran des activités de propulsion solide de SNPE (filiale stratégique), la fusion de Transdev et Veolia Transport (qui ouvrait des perspectives remises en cause par l'annonce du retrait de Veolia), le rachat par EDF des minoritaires de sa filiale EDF Energies Nouvelles, désormais totalement intégrée au sein du groupe. Dans le même esprit, l'Etat a transféré au secteur privé certaines entreprises de taille moins importante, comme l'Agence pour la Diffusion de l'Information Technologique (ADIT) ou les Thermes d'Aix-les-Bains, pour leur permettre de connaître, grâce à l'apport de capitaux privés, une nouvelle étape de développement.

Conformément à la loi, la Commission détermine, en appliquant les méthodes usuelles, la valeur des entreprises et se prononce en outre, pour les opérations hors marché, sur le choix de l'acquéreur par la procédure de l'avis conforme. L'évolution de la conjoncture financière et économique depuis le début de la crise n'a pas été sans influencer, lors de l'examen des dossiers par la Commission, l'application des méthodes d'évaluation. Des taux d'intérêt historiquement bas, des incertitudes accrues, des anticipations plus prudentes, ont une influence sur la manière dont les entreprises sont valorisées par le marché.

La Commission a consacré en 2012 à ce sujet plusieurs séances de réflexion, avec le concours d'experts de différents horizons. Elle en a retenu que le contexte actuel justifie, plus encore que par le passé, le recours à plusieurs approches pour chaque évaluation, selon sa pratique constante. Hors cas extrêmes (sociétés très endettées, pays en crise), les méthodes usuelles gardent leur pertinence, en particulier l'actualisation des flux de trésorerie, mais doivent être mises en perspective en considérant plusieurs scénarii ou en modélisant différents cycles au vu des forces et des faiblesses de chaque entreprise et en recourant autant que possible aux références offertes par des entreprises ou opérations comparables.

Une partie importante des travaux de la Commission au cours de ces cinq dernières années a consisté enfin à répondre à une demande nouvelle du Gouvernement de disposer, à titre d'expertise indépendante, d'une évaluation, selon les méthodes financières de valorisation des actifs, des lots de fréquences hertziennes attribués aux opérateurs de téléphonie mobile de troisième (3G-UMTS) puis de quatrième génération (4G-LTE). La Commission a ainsi procédé à l'évaluation des actifs publics représentés par ces fréquences en recourant aux méthodes d'analyse multicritères, incluant au cas d'espèce l'approche par les coûts d'opportunité. L'enjeu financier de ces évaluations a été confirmé par le montant de plus de 4,4 milliards d'euros de redevances fixes encaissées lors de l'attribution de ces fréquences.

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



Bertrand SCHNEITER

Membres de la Commission des participations et des transferts (Décret du 18 septembre 2008) :



Bertrand SCHNEITER, président de la Commission

*Inspecteur général des Finances,
ancien président de l'Établissement public de financement et de
restructuration (EPFR)
ancien délégué interministériel pour Disneyland Paris
ancien secrétaire général de la Compagnie nationale des commissaires
aux comptes*



Pierre ACHARD
*Inspecteur général des
Finances*



Daniel DEGUEN
*Président d'honneur
du CCF*



Philippe MARTIN
*Président de la Section
des Travaux publics
du Conseil d'Etat*



Perrette REY
*Président d'honneur du
Tribunal de Commerce de
Paris*



Philippe ROUVILLOIS
*Inspecteur général des Finances
président d'honneur de la SNCF
ancien Administrateur général du CEA*



Jean SÉRISÉ
*Directeur honoraire au
Ministère des Finances*

Secrétaire général :

Dominique AUGUSTIN
*directeur-adjoint
à la Banque de France*



Sommaire

<i>Introduction :</i>	6
<i>Première partie :</i> les dossiers traités par la Commission	10
<i>Deuxième partie :</i> Textes des Avis de la Commission publiés au Journal Officiel	28
<i>Troisième partie :</i> le rôle de la Commission des participations et des transferts (mise à jour de l'étude publiée en 2011)	112

La crise économique et financière survenue à partir de 2007 a marqué l'ensemble de la période de cinq années (mi 2008-mi 2013) couverte par le présent rapport et a eu un impact important sur les opérations examinées par la Commission.

La crise économique

Après des signes précurseurs dès la fin 2006, la crise financière survient durant l'été 2007 avec l'effondrement du marché des subprimes qui entraîne des pertes importantes pour les banques et une chute des marchés financiers.

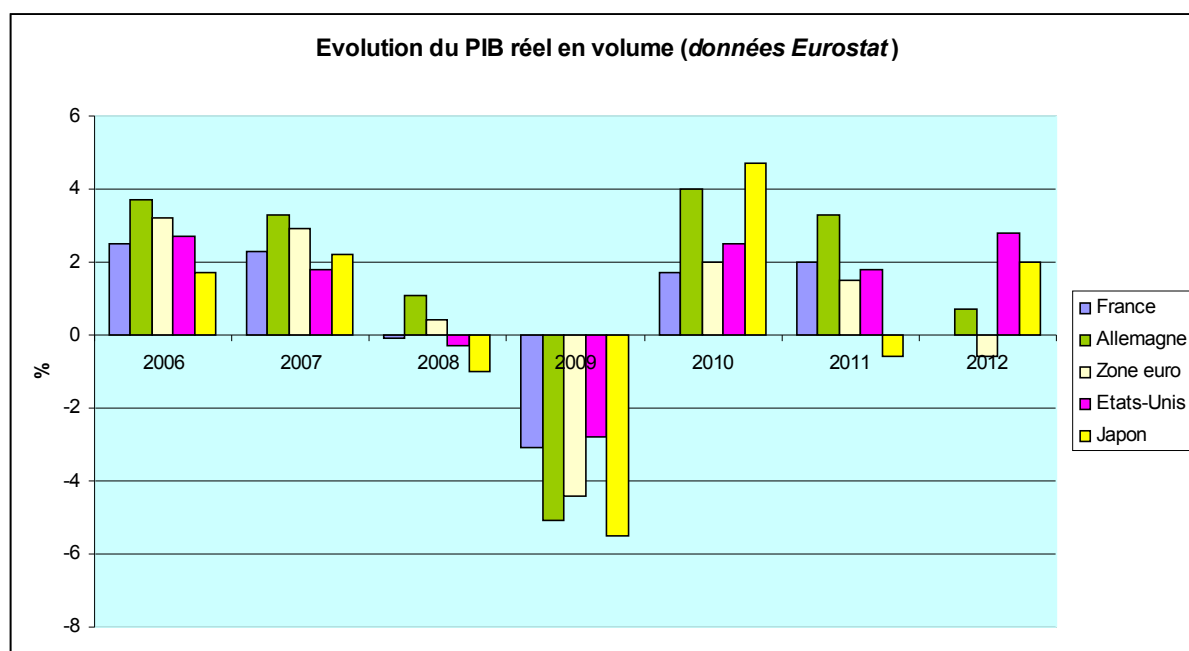
Le tarissement de la liquidité qui s'en suit entraîne une crise bancaire et financière aiguë en septembre 2008 aux Etats-Unis conduisant au sauvetage de grands établissements, à leur reprise, voire à leur liquidation (Lehman Brothers).

La récession, mesurée en termes de PIB, débute aux Etats-Unis dès la fin 2007, se généralise dans le monde en 2008 et atteint son paroxysme en 2009.

Des plans de relance massifs sont mis en oeuvre dans de nombreux pays fin 2008 et début 2009 tandis que les banques centrales injectent les liquidités nécessaires aux marchés.

En 2010 et 2011 survient la crise des dettes publiques qui conduit aux plans de sauvetage successifs de la Grèce, de l'Irlande et de Chypre dans la zone euro.

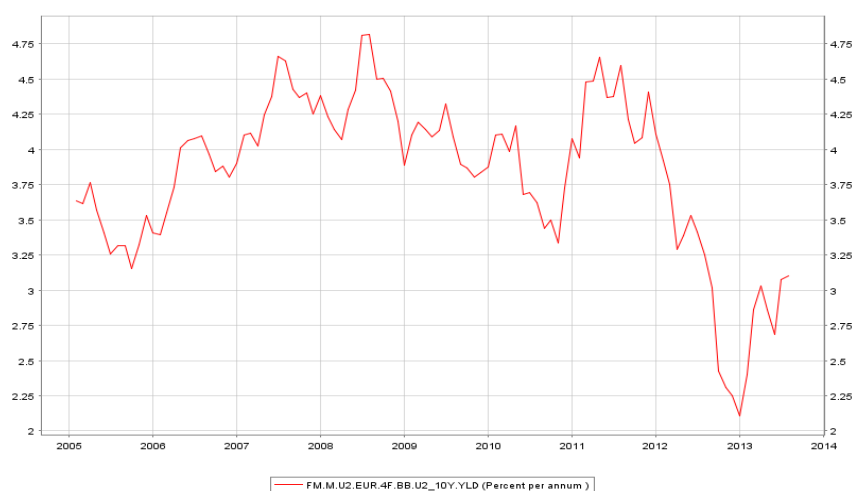
L'année 2012 et le début 2013 restent marqués par un faible niveau d'activité.



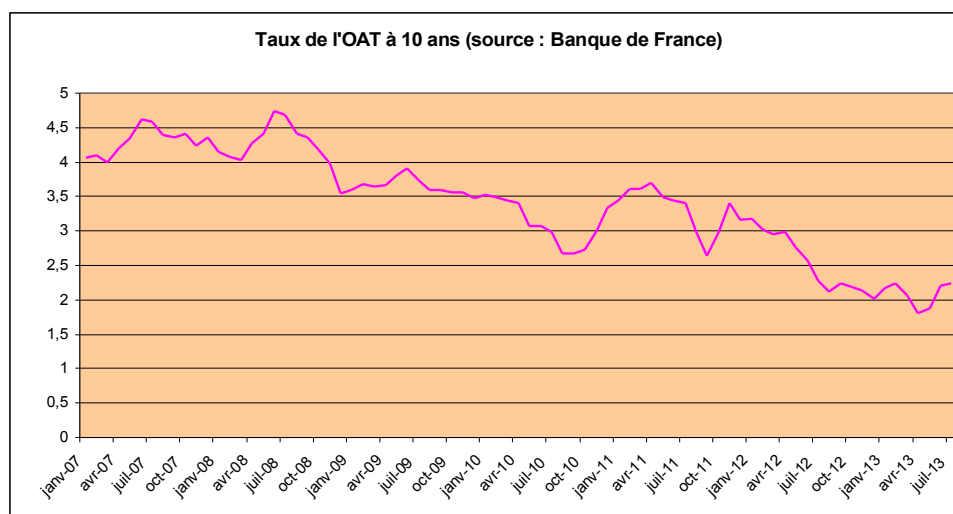
Les taux d'intérêt

Les taux d'intérêt, après une légère remontée en 2007 et 2008, se sont inscrits en recul, reprenant leur orientation globale à la baisse depuis trente ans, pour atteindre des niveaux historiquement bas malgré une tendance à la hausse depuis le début de l'année 2013.

Euro-area 10-year Government Benchmark bond yield (source : BCE)



La tendance est particulièrement nette pour la France si l'on ne retient que l'OAT à 10 ans.



Les marchés boursiers

Les marchés financiers ont été affectés en profondeur tant par la succession des crises bancaires et financières que par la chute de l'activité économique puis sa stagnation.

Les marchés boursiers, soumis à de fortes variations de leur volatilité, se sont progressivement redressés, surtout aux Etats-Unis.

Evolution comparée sur six ans des indices CAC 40 (en rouge) et S&P 500 (en bleu) (source BCE)



Impact sur les travaux de la Commission

Ces évolutions ont marqué de diverses manières les travaux de la Commission :

- elles ont rendu plus difficile la réalisation des opérations, et presque impossibles celles faisant appel au marché boursier ;
- elles ont pesé sur la valeur des entreprises concernées ;
- elles ont eu une incidence sur les méthodes d'évaluation.

Ce dernier point, qui touche à la mission fondamentale de la Commission -la fixation de la valeur des entreprises-, a conduit celle-ci à poursuivre sa réflexion sur ces méthodes.

Le Conseil constitutionnel, dans sa décision des 25 et 26 juin 1986, reprise par la loi du 6 août 1986, exige que l'évaluation soit « conduite selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés en tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur boursière des titres, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence des filiales et des perspectives d'avenir ».

Au moins trois évolutions importantes au cours des dernières années ont eu un impact sur les paramètres retenus dans les méthodes usuelles d'évaluation :

- l'incertitude croissante sur les prévisions liée à la situation de crise (qui rend la construction des plans d'affaires plus complexe),
- la forte baisse des taux d'intérêt (qui paradoxalement pousse à la hausse les évaluations sauf à majorer les primes de risque),
- la moindre signification des cours de bourse pour de nombreuses raisons (place des gestions indicielles, volume d'opérations hors marché, volatilité des cours sans rapport avec les perspectives de l'entreprise considérée).

La Commission a consacré en 2012 à ce sujet plusieurs séances de réflexion, avec le concours d'experts de différents horizons. L'opinion des praticiens est que ces difficultés ne remettent

pas en cause, sauf dans des cas extrêmes (pays en crise, entreprises très endettées), la validité des méthodes usuelles d'évaluation, mais conduisent à utiliser celles-ci avec des précautions accrues.

Pour sa part, la Commission estime que cette situation renforce la pertinence d'une analyse multi-critères telle qu'elle résulte des dispositions législatives.

Concrètement, cela signifie qu'une évaluation ne peut être conduite qu'à partir de l'utilisation de plusieurs méthodes, selon la pratique toujours retenue par la Commission et exigée par elle des banques conseils, les résultats de ces méthodes devant être pondérés selon chaque cas, cette pondération pouvant aussi évoluer dans le temps.

L'actualisation des flux donne une valeur établie sur les fondamentaux de l'entreprise. Elle suppose toutefois, dans le contexte actuel, la construction de plans d'affaires prenant en compte notamment différents scénarii (assortis de primes de risque cohérentes), plusieurs cycles d'activité du secteur considéré (pour éviter un poids trop fort des valeurs terminales) et les évolutions rapides des entreprises (qui peuvent imposer des restructurations récurrentes). Par ailleurs, avec la baisse des taux, les éléments financiers de l'évaluation (calcul du coût moyen pondéré du capital) doivent être également considérés avec soin : détermination de la prime de risque (par méthode historique ou prospective), calcul de la volatilité spécifique (coefficient bêta).

L'application des multiples de sociétés cotées comparables donne une valeur de marché immédiate et a de ce fait une forte influence sur les appréciations des investisseurs. Elle est toutefois, dans le contexte actuel, impactée par les mouvements volatiles des marchés financiers parfois sans rapport direct avec un changement des perspectives de l'entreprise.

Les références de transactions comparables, quant elles sont disponibles, sont du plus grand intérêt. Toutefois, le nombre de transactions est en baisse avec la crise, les multiples antérieurs à celle-ci peuvent difficilement être utilisés et certaines cessions peuvent se dérouler dans un contexte de temps contraint pour le vendeur, peu propice à une bonne valorisation.

Les transactions portant sur des blocs majoritaires se sont effectuées en général à des niveaux de valorisation très supérieurs aux cours de bourse, les primes de contrôle élevées ayant compensé en partie la baisse des multiples boursiers (contrairement à une tendance procyclique antérieure).

Première partie : les dossiers traités par la Commission

Au cours des cinq années sous revue (septembre 2008-août 2013), la Commission a examiné 26 dossiers dont elle a été saisie, soit au titre des dispositions législatives soit à la suite d'une demande d'expertise du Gouvernement. Elle a tenu 162 séances et rendu 32 avis ou décisions. Les montants financiers cumulés mis en jeu dans le cadre des opérations examinées ont atteint près de 16 milliards d'euros.

En raison de la complexité des opérations qu'elle examine, la Commission est en général informée et consultée par l'Agence des participations de l'Etat (APE) à chaque étape de leur réalisation. L'avis définitif (« avis conforme » lorsque la loi le requiert) ne peut intervenir qu'après que l'opération ait fait l'objet des consultations obligatoires des instances représentatives du personnel et des autorisations, européenne ou nationale, au titre de la politique de la concurrence. Cet avis ne peut être antérieur de plus d'un mois à l'acte (décret ou arrêté) autorisant le transfert, acte qui précède immédiatement la réalisation de la transaction (« closing »). La Commission est donc souvent amenée à traiter les dossiers sur des périodes qui peuvent s'étaler sur plusieurs mois mais à ne rendre son avis définitif qu'à l'extrême fin du processus.

Ces dossiers peuvent être classés selon divers critères : la nature de l'opération, la catégorie juridique (au regard des lois de privatisation), l'activité économique concernée ou encore la dimension financière. Pour faciliter la lecture, le critère retenu en premier ci après est celui de la nature de l'opération, des tableaux annexes présentant ces mêmes dossiers selon les autres critères.

Ont été retenues les catégories suivantes :

- opérations de capital sur les grandes entreprises publiques ;
- cession de grandes filiales par des entreprises publiques ;
- cession de participations diverses par l'Etat ;
- opérations réservées aux salariés ;
- évaluations des lots de fréquences hertziennes ;

1. Opérations de capital sur les grandes entreprises publiques :

Six opérations peuvent être rangées dans cette catégorie :

- deux concernent ADP : l'entrée au capital de Schiphol Group et la cession d'actions par l'Etat par appel d'offres ;
- deux concernent Areva : l'entrée au capital de KIA et l'échange des certificats d'investissement contre des actions ;
- l'entrée de la CDC au capital de La Poste à l'occasion d'une augmentation de capital ;
- la cession d'actions de Safran par l'Etat sur le marché.

a.- cession par l'Etat de 8 % d'Aéroports de Paris à Schiphol Group dans le cadre de participations croisées

(cession de gré à gré avec accord de coopération industrielle, commerciale ou financière soumise à l'avis conforme de la Commission – article 3 et 4 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 et article 1er-1° du décret n° 93-1014 du 3 septembre 1993, décret n° 2006-575 du 22 mai 2006 autorisant une ouverture minoritaire du capital d'Aéroports de Paris)

Aéroports de Paris (ADP) a été introduit en bourse en juin 2006 au prix de 44 € (45 € pour les investisseurs institutionnels). Aéroports de Paris et Schiphol Group (aéroport d'Amsterdam) ont décidé de se rapprocher et les deux groupes ont annoncé le 21 octobre 2008 leur intention de signer un accord-cadre de coopération industrielle à long terme et de prise de participations croisées à hauteur de 8 %. Un avis relatif aux objectifs de cet accord a été publié au Journal officiel du 22 octobre 2008.

L'entrée de Schiphol Group au capital d'ADP se faisait par l'acquisition d'actions auprès de l'Etat français au prix de 67 € par action, tandis qu'ADP souscrivait à des actions nouvelles de Schiphol Group. Un pacte d'actionnaires entre l'Etat français et Schiphol Group était destiné à régir leurs droits et obligations réciproques en tant que co-actionnaires d'ADP.

La Commission a tenu six séances sur ce dossier au cours desquelles elle a auditionné l'Agence des participations de l'Etat, Aéroport de Paris et Schiphol Group.

Au total la Commission a conclu de ses travaux que le prix de vente des actions d'ADP par l'Etat français à Schiphol Group envisagé par les accords ne sous-estimait pas la valeur de la société, que l'évaluation que les parties retenaient pour Schiphol Group, soit environ 4,3 milliards d'euros, afin de déterminer le prix de la souscription d'ADP à l'augmentation de capital, était faite sur des bases homogènes avec celle d'ADP et qu'ainsi l'ensemble de la transaction respectait les intérêts patrimoniaux du secteur public. Elle a rendu en conséquence un avis conforme à l'opération le 20 novembre 2008.

L'opération a été autorisée par l'arrêté du 26 novembre 2008 fixant les modalités de transfert au secteur privé d'une participation minoritaire détenue par l'Etat au capital de la société Aéroports de Paris SA. A l'issue de cette cession, l'Etat détenait 60,4 % du capital de la société Aéroports de Paris.

b.- cession par appel d'offres de 9,5 % du capital d'Aéroports de Paris (articles 2 et 4 de la loi du 6 août 1986, article 1^{er} 2^o du décret n° 93-1041 du 3 septembre 1993, décret n° 2006-575 du 22 mai 2006 autorisant une ouverture minoritaire du capital d'Aéroports de Paris)

L'Etat, auquel s'est associé le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI), ont décidé de procéder à la cession, dans le cadre d'une procédure hors marché, de leur participation excédant le seuil de la majorité du capital de la société Aéroports de Paris (ADP). L'opération a pris la forme d'un appel d'offres avec cahier des charges (arrêté sur avis conforme de la Commission).

Les objectifs des cédants étaient au premier chef d'optimiser leurs intérêts patrimoniaux, y compris de long terme -tout en veillant à préserver l'équilibre, la pérennité et la diversité de l'actionariat de la Société- par la recherche d'actionnaires de long terme, susceptibles de conforter le développement de la Société, notamment par leur participation à sa gouvernance, dans le respect des accords de coopération conclus avec Schiphol.

Deux types d'offres étaient proposées comportant l'engagement d'acquiescer :

- pour l'offre A un nombre d'actions compris entre 2% et 4% du capital d'ADP,
- pour l'offre B un nombre d'actions compris entre 4,5% et 6% . L'Etat s'engageait à voter en faveur d'un représentant de l'acquéreur au conseil d'administration d'ADP. Tout candidat

déposant une offre B devait déposer une offre A et le prix par action de l'offre B devait être supérieur à celui de l'offre A.

Cinq candidats se sont manifestés et trois d'entre eux ont déposé des offres fermes : Norges Bank, VINCI et Crédit Agricole Assurances. Les candidats ayant déposé le 28 juin les offres les mieux disantes ont été sélectionnés : VINCI et Crédit Agricole Assurances pour leurs offres B. Le prix a été fixé à 78,5 € par action (la Commission avait fixé le 27 juin la valeur d'ADP comme ne pouvant être inférieure à 68 € par action).

La Commission a émis un avis conforme sur l'opération le 29 juin 2013.

La cession à Predica (filiale intégrale de Crédit Agricole Assurances) et à SOC 15 (filiale intégrale de VINCI) a été autorisée par l'arrêté du 3 juillet 2013 fixant les modalités de transfert au secteur privé d'une participation minoritaire détenue par l'Etat et le Fonds stratégique d'investissement au capital de la société Aéroports de Paris.

A l'issue de l'opération, l'Etat détient directement la majorité du capital d'Aéroports de Paris, le FSI n'y détenant plus de participation.

c.- l'augmentation de capital d'Areva :

(demande d'avis à titre consultatif de la Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie)

Dans son plan de financement de juin 2009, Areva, à côté de la cession d'actifs, envisageait l'ouverture de son capital jusqu'à 15 % à des investisseurs de long terme, industriels ou financiers. Des discussions ont été conduites avec les deux fonds souverains du Koweït et du Qatar ainsi qu'avec le groupe Mitsubishi Heavy Industries (MHI), partenaire industriel d'Areva. Le Gouvernement a décidé de reporter l'entrée d'investisseurs industriels à une éventuelle deuxième phase d'augmentation de capital qui leur serait réservée. A l'issue du processus, l'offre de Kuwait Investment Authority (KIA) a été acceptée par le conseil de surveillance d'Areva. Elle consistait à souscrire pour 600 millions d'euros à une augmentation de capital d'Areva sur la base d'une valorisation des fonds propres de ce dernier à 11,5 milliards d'euros. Pour assurer que l'augmentation de capital couvrait bien les besoins d'Areva, l'Etat français a décidé de participer à la souscription à hauteur de 300 millions d'euros dans les mêmes conditions. KIA détient ainsi 4,83 % du capital d'Areva.

La Commission, qui avait commencé en 2009 l'étude du dossier y a consacré huit séances en 2010 au cours desquelles elle a notamment entendu la présidente d'Areva et l'APE. Dans un avis du 22 décembre 2010, la Commission a estimé que le prix proposé par KIA pour entrer au capital d'Areva respecte la valeur de l'entreprise et est conforme aux intérêts patrimoniaux de l'Etat.

Autorisée par l'arrêté du 23 décembre 2010, l'augmentation de capital est intervenue juridiquement le 28 décembre 2010. Conformément à la réglementation boursière, une augmentation de capital par émission d'actions de préférence sans droit de vote en faveur des titulaires de certificats d'investissement d'Areva a été lancée avec une période de souscription ouverte du 3 au 14 janvier 2011 ; cette émission a été rendue possible par une modification des statuts de la société approuvée par le décret n° 2010-1613 du 23 décembre 2010.

d.- l'offre publique d'échange par CEA des certificats d'investissement d'Areva contre des actions ordinaires :

(demande d'avis à titre consultatif de la Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie)

L'échange des certificats d'investissement d'Areva contre des actions ordinaires a fait suite à l'augmentation de capital d'Areva et à son ouverture minoritaire à Kuwait Investment Authority (KIA) en 2010, opération qui avait fait l'objet d'un avis favorable de la Commission. Cet échange répondait à un engagement pris vis-à-vis de KIA ; à défaut de sa réalisation, KIA aurait pu revendre à l'Etat sa participation dans Areva. En conséquence, le CEA, établissement public principal actionnaire d'Areva, a initié une offre publique d'échange simplifiée.

La Ministre a demandé à la Commission, à titre d'expertise, un avis sur les termes de cette offre.

La Commission a conclu, au regard de l'ensemble des éléments du dossier, qu'une décision du CEA de procéder à l'OPE à parité ne serait pas contraire aux intérêts patrimoniaux du CEA et de l'Etat.

Au total, 73,7 % des certificats d'investissement ont été présentées à l'offre ouverte jusqu'au 16 mai 2011. Les certificats non apportés représentant 0,98 % du capital d'Areva, une procédure visant à leur reconstitution forcée en actions ordinaires a été mise en œuvre conformément à l'article L. 228-31 du code de commerce. Pour sa part, Areva a converti les actions de préférence sans droit de vote émises lors de l'augmentation de capital en actions ordinaires, dans les conditions prévues à ses statuts. A l'issue de ces deux opérations, le capital d'Areva ne comprend plus que des actions ordinaires qui ont été admises à la cote de Nyse Euronext Paris le 30 mai 2011.

e.- l'entrée de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) au capital de La Poste :

(demande d'avis à titre consultatif de la Ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi)

Pour faire face aux défis auxquels elle est confrontée, en particulier l'ouverture complète à la concurrence du courrier au 1er janvier 2010 et le développement des communications électroniques, La Poste a élaboré un plan d'affaires de 5 ans qui suppose un important programme d'investissement de 9 milliards d'euros. La loi n° 2010-123 du 9 février 2010 a permis l'ouverture minoritaire du capital de la société La Poste à des personnes morales de droit public. Une augmentation de capital de 2,7 milliards d'euros a été décidée à laquelle souscrivent pour 1,2 milliard l'Etat et 1,5 milliard la CDC, donnant à celle-ci une participation de 26,32 % dans La Poste. Cette augmentation de capital se fait donc juridiquement sur la base d'une valorisation de La Poste de 3 milliards d'euros ex ante. Un complément de valorisation est prévu en fonction de la réalisation des objectifs du plan d'affaires.

La Commission a tenu sept séances sur ce dossier au cours desquelles elle a procédé à l'audition du président et des responsables des branches opérationnelles de La Poste, de la CDC et de l'APE. Dans un avis du 4 novembre 2010, la Commission a estimé que les conditions d'ensemble de l'opération constituaient un accord équilibré qui préserve les intérêts patrimoniaux de l'Etat.

Les accords ont été finalisés en janvier 2011. L'Etat et la CDC ont procédé à l'augmentation de capital, par voie d'actions à bons de souscription d'actions, en trois annuités de 1,05, 1,05 et 0,6 milliards d'euros intervenues en avril 2011, mars 2012 et avril 2013.

*f.- cession sur le marché de 3,12 % du capital de Safran
(articles 2 et 4 de la loi du 6 août 1986, décret n° 2004-1320 du 26 novembre 2004 relatif au transfert du secteur public au secteur privé de la société Snecma)*

L'Etat a décidé en mars 2013 de procéder à une cession sur le marché d'un peu plus de 3 % du capital de Safran. Cette opération était la première réalisée en bourse depuis la cession en décembre 2007 de 2,5 % du capital d'EDF, la crise financière et boursière intervenue entre-temps n'ayant plus été propice à de telles opérations. La technique du livre d'ordre accéléré (ABB) a été utilisée comme à l'occasion d'autres cessions secondaires d'actions par l'Etat.

La Commission a tenu trois séances sur ce dossier au cours desquelles elle a entendu l'Agence des participations de l'Etat. Dans son avis du 25 mars 2013, la Commission a estimé que la valeur de Safran ne pouvait être inférieure à 33 € par action soit globalement à environ 13,76 milliards d'euros.

L'opération a été réalisée le 26 mars 2013 au prix de 34,50 € par action. La cession a été autorisée par l'arrêté du 28 mars 2013 fixant le prix et les modalités d'attribution d'actions de la société Safran.

A l'issue de cette cession, l'Etat détient 27 % du capital de Safran mais le montant de ses droits de vote, un peu inférieur à 30 %, n'est pas affecté en raison de l'obtention de droits de vote double sur des titres inscrits au nominatif.

2. Opérations d'entreprises publiques sur leurs filiales :

Six opérations peuvent être rangées dans cette catégorie. Elles ont été dans leur finalité de deux types :

i. des cessions de grandes filiales en vue du désendettement de groupes amenés à procéder par ailleurs à d'importants investissements :

- la cession d'Areva T&D par Areva ;
- la cession d'EDF UK Networks par EDF ;

ii. des opérations à finalité industrielle :

- la cession d'Alysia par Aéroports de Paris ;
- le rachat par EDF des actionnaires minoritaires d'EDF Energies Nouvelles ;
- la fusion de Transdev (filiale de la CDC) avec Veolia Transports ;
- la cession des actifs de propulsion solide de la SNPE.

*g.- le transfert par Areva au secteur privé d'Areva T&D :
(transfert au secteur privé d'une participation indirecte de l'Etat soumis à l'avis conforme de la Commission – article 20 de la loi du 6 août 1986)*

La cession par Areva de sa filiale transmission et distribution (Areva T&D) faisait partie du plan de financement annoncé en juin 2009 par le groupe pour faire face à un programme important d'investissement de 9 milliards d'euros d'ici 2012, lié aux perspectives ouvertes par

la relance du nucléaire dans le monde. Areva T&D fournit principalement des systèmes clef en main, des équipements et des services pour les réseaux de transmission (longue distance) et de distribution (courte distance) de l'électricité, ainsi que en amont pour la connexion des centrales de génération et en aval pour la connexion d'entreprises très consommatrices d'énergie. Trois candidats ont participé à la procédure de cession, dans un processus concurrentiel très actif dont la Commission a été tenue informée de toutes les étapes : un consortium Alstom/Schneider Electric, General Electric et un consortium Toshiba/INCJ.

La Commission, qui avait tenu dix séances sur le dossier en 2009, y a consacré à nouveau trois séances en 2010. Elle a procédé à de nombreuses auditions, notamment des dirigeants d'Areva et d'Areva T&D, de l'APE et des trois candidats à l'acquisition. La Commission a émis le 4 mai 2010 un avis conforme à la cession d'Areva T&D au consortium Alstom/Schneider Electric au vu des énonciations de son offre qui comportait notamment un prix de 2,29 milliards d'euros (correspondant à une valeur d'entreprise de 4,09 milliards). La Commission avait fixé la valeur d'Areva T&D à 2,2 milliards d'euros.

La cession a été autorisée par le décret n° 2010-589 du 2 juin 2010 pris sur l'avis conforme de la Commission et elle a été juridiquement réalisée le 7 juin 2010.

h.- le transfert au secteur privé par EDF de ses réseaux de distribution d'électricité au Royaume-Uni :

(transfert au secteur privé d'une participation indirecte de l'Etat soumise à l'avis conforme de la Commission – article 20 de la loi du 6 août 1986)

EDF avait annoncé début 2009 un plan de cession de 5 milliards d'euros d'actifs non stratégiques en vue notamment d'améliorer ses ratios d'endettement, alourdis par l'ampleur des opérations de croissance externe qui venaient d'être réalisées en Belgique, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Dans ce dernier pays, EDF détenait trois opérateurs de distribution d'électricité (EPN, SPN et SPN), représentant 28 % du marché et présents dans les régions dynamiques de l'est et du sud-est de l'Angleterre. Trois consortiums ont au début de la procédure présenté une offre indicative d'acquisition. Parmi les offres définitives, EDF a sélectionné celle du groupe hongkongais Cheung Kong qui, proposant notamment un prix de 3,2 milliards de livres sterling, était la mieux disante à tous égards.

La Commission a tenu trois séances sur ce dossier au cours desquelles elle a notamment entendu le président d'EDF, le dirigeant du groupe EDF au Royaume-Uni, l'acquéreur et l'APE. La Commission, ayant fixé la valeur des actifs cédés à 2,7 milliards de livres sterling (soit environ 3 milliards d'euros), a émis le 20 octobre 2010 un avis conforme à cette opération.

La cession a été autorisée par le décret n° 2010-1259 du 22 octobre 2010 pris sur l'avis conforme de la Commission et elle a été juridiquement réalisée le 29 octobre 2010.

i.- le transfert d'Alyzia assistance au secteur privé par Aéroports de Paris :

(demande d'avis à titre consultatif de la Ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi)

Le groupe Alyzia, filiale d'Aéroports de Paris, exerce ses activités dans l'assistance en escale aux compagnies aériennes et dans la sûreté. L'activité d'assistance, fortement déficitaire de façon récurrente ne faisant pas partie de son cœur d'activité, Aéroports de Paris a décidé de céder le groupe Alyzia.

La Commission a tenu trois séances sur ce dossier en 2011 durant lesquelles elle a entendu l'APE et le groupe Aéroports de Paris. En cours de procédure, Aéroports de Paris a limité le périmètre de la cession à la seule activité d'assistance, de telle sorte que les seuils prévus à l'article 20 de la loi du 6 août 1986, entraînant l'obligation d'un avis conforme de la Commission, n'étaient plus atteints. En conséquence, l'opération, sous sa nouvelle forme, a été présentée à titre consultatif à la Commission qui n'a pas émis d'opposition à sa réalisation (séance du 6 décembre 2011). La cession a été autorisée par le décret n°2011-1998 du 28 décembre 2011.

j.- l'offre publique simplifiée alternative d'achat ou d'échange par EDF des actions de EDF Energies Nouvelles

(ouverture minoritaire du capital d'EDF par échange de titres suivant les procédures du marché financier – articles 2 et 4 de la loi du 6 août 1986)

EDF Energies Nouvelles est un des principaux acteurs de la production d'énergies renouvelables et est particulièrement présent dans l'éolien. Cotée en bourse, la société était principalement détenue par EDF à hauteur de 50 % (et 50,2 % des droits de vote) et par le groupe de son fondateur, M. Mouratoglou, pour 25,1 % (et 25,2 % des droits de vote). L'évolution du secteur a conduit EDF à souhaiter intégrer la société à son groupe en rachetant les parts des autres actionnaires. Cette opération a été menée au moyen d'une offre publique simplifiée alternative d'achat ou d'échange par EDF des actions de EDF Energies Nouvelles. Le groupe Mouratoglou s'est engagé à présenter ses titres à l'offre d'échange.

La Commission a tenu trois séances sur ce dossier en 2011 et a auditionné l'Agence des Participations de l'Etat et le groupe EDF. Elle a rendu le 8 avril 2011 un avis favorable aux conditions prévues pour l'opération.

Le groupe EDF, détenant à l'issue de l'offre 96,71 % du capital de EDF Energies Nouvelles, a décidé la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sur le fondement de l'article L. 433-4 III du code monétaire et financier. Le retrait obligatoire s'est conclu le 16 août 2011, date à laquelle les actions de EDF Energies Nouvelles ont été radiées de la cote de Nyse Euronext Paris.

k.- la cession d'activités de la SNPE à Safran :

(cession de gré à gré avec accord de coopération industrielle, commerciale ou financière d'actifs essentiels d'une participation directe de l'Etat soumise à l'avis conforme de la Commission – article 3 et 4 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 et article 1^{er}-1° du décret n° 93-1014 du 3 septembre 1993, article 3 modifié de la loi n° 70-575 du 3 juillet 1970)

Le regroupement des activités de Safran et de la SNPE (Société nationale des poudres et explosifs) dans la propulsion solide, considérée comme un enjeu stratégique pour les applications militaires et spatiales, vise à rationaliser et consolider cette filière industrielle. Après plusieurs mois de discussions, Safran a présenté en septembre 2010 une offre de reprise de SNPE Matériaux Energétiques (SME), qui constitue un actif essentiel de la SNPE, et de la participation de 40 % que détient SNPE dans la société Regulus.

Par décret du 14 mars 2011, une action spécifique de l'Etat a été instituée au capital de SME, en application de l'article 10 de la loi du 29 juillet 2009. Les garanties, en matière environnementale, accordées par SNPE au cessionnaire font par ailleurs l'objet d'une garantie de l'Etat à SNPE dans le cadre de l'autorisation donnée par l'article 98 de la loi du 29 décembre 2010.

La Commission qui avait débuté l'examen de ce dossier en 2009 y a consacré deux séances en 2010 et quatre séances en 2011. Elle a notamment auditionné l'Agence des Participations de l'Etat, la Délégation générale pour l'armement, les dirigeants de la SNPE et de Safran.

La Commission a rendu le 10 février 2011 un avis conforme qui approuve les conditions de l'opération estimant qu'elles préservent les intérêts nationaux et respectent les intérêts patrimoniaux de l'Etat. Les parties ont finalisé l'opération.

l.- le transfert de Transdev au secteur privé par la Caisse des Dépôts et Consignations : (transfert au secteur privé d'une participation indirecte de l'Etat soumise à l'avis conforme de la Commission – article 20 de la loi du 6 août 1986)

Transdev était le quatrième opérateur privé de transport public de voyageurs en Europe, présent dans tous les modes de transport. Le capital de Transdev était détenu par la CDC, majoritaire, et la RATP. L'évolution du secteur des transports rendant nécessaire des acteurs de taille de plus en plus grande, la CDC a décidé de rapprocher Transdev d'un autre acteur du secteur. L'offre du groupe Veolia, prévoyant le rapprochement de Transdev et de Veolia Transports dans une structure détenue à parité par la CDC et Veolia, a été acceptée par la CDC sous réserve de l'avis conforme de la Commission. Le but de cette opération était de constituer un des grands groupes mondiaux privés de transport de voyageurs avec un chiffre d'affaires consolidé de l'ordre de 8 milliards d'euros. Des négociations sont intervenues parallèlement avec la RATP afin de lui permettre de sortir du capital de Transdev, dont elle détenait indirectement 25,6 % et de recevoir en rémunération de cette sortie des actifs détenus tant par Transdev que par Veolia, notamment au Royaume-Uni. Le pacte d'actionnaires entre Veolia Environnement et la CDC précisait notamment que celle-ci bénéficierait de droits de préemption réciproques, droit de premier refus, droit de sortie conjointe et d'une option d'achat en cas de changement de contrôle de Veolia Environnement

La Commission a commencé l'examen de cette opération en 2009 puis a tenu sept séances en 2010 et deux séances en 2011. Elle a notamment entendu à plusieurs reprises les représentants de l'Etat, la CDC, Veolia, la RATP et les dirigeants de Transdev. La réalisation de l'opération était complexe compte tenu de nombreuses autorisations à obtenir d'autorités de la concurrence dans le monde et parfois d'autorités organisatrices des transports.

La Commission a rendu le 10 février 2011 un avis conforme à l'opération estimant que la parité retenue entre Transdev et Veolia Transport ainsi que les conditions de sortie de la RATP préservent les intérêts patrimoniaux de la CDC et de l'Etat.

L'annonce par le groupe Veolia Environnement de son retrait du capital, pour des raisons qui lui sont propres, modifie la structure mise en place, mais les dispositions nécessaires à la protection dans une telle éventualité des intérêts de la Caisse des dépôts et consignations avaient été intégrées à l'accord d'origine.

3. Cession de participations diverses par l'Etat :

Cinq opérations peuvent être rangées dans cette catégorie :

- la cession de l'ADIT ;
- l'évolution du capital d'Adoma
- l'ouverture minoritaire du capital de la CADEC ;

- le projet de cession de la participation minoritaire dans Gardel ;
- la cession des Thermes d'Aix-les-Bains.

m.- le transfert au secteur privé de la majorité du capital de l'ADIT :

(cession de gré à gré avec cahier des charges d'une participation majoritaire directe de l'Etat soumise à l'avis conforme de la Commission - article 3 et 4 de la loi du 6 août 1986 et article 1^{er}-2^o du décret du 3 septembre 1993)

L'Agence pour la diffusion de l'information technologique (ADIT), détenue intégralement par l'Etat, est spécialisée dans l'intelligence économique, au service des grands groupes industriels français, et dans le conseil aux collectivités territoriales désireuses de développer le tissu économique local. Après un premier projet d'ouverture minoritaire du capital qui n'avait pas abouti début 2008, l'Etat a décidé, en vue de favoriser le développement de la société, de céder 66 % du capital de l'ADIT. Huit candidats ont déposé une offre indicative et deux d'entre eux ont été sélectionnés dans la dernière phase de la procédure. Le groupe Butler a été choisi comme acquéreur au vu des énonciations de son offre qui était la mieux-disante.

La Commission, qui avait tenu en 2010 six réunions sur le dossier, y a consacré une dernière séance en 2011 et elle a émis le 1er février 2011 un avis conforme à l'opération, fixant à 10 millions d'euros la valeur au dessous de laquelle la participation de 66 % dans l'ADIT ne pouvait être cédée par l'Etat. Le prix payé par l'acquéreur a été de 13,2 millions d'euros.

n.- la montée de SNI (groupe CDC) au capital d'Adoma :

(demande d'avis à titre consultatif de la Ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi)

Adoma (anciennement Sonacotra), détenu à 57 % par l'Etat, exerce son activité dans le « logement très social » (foyers et résidences) ainsi que l'hébergement d'urgence et des demandeurs d'asile. La société avait des besoins importants de financement des travaux de rénovation de son parc immobilier. Dans un premier temps, deux des actionnaires actuels, SNI (filiale de la CDC) et Action logement, sont convenus d'apporter un montant total de 50 millions d'euros à Adoma en comptes courants d'actionnaires. En cas de réussite du plan d'affaires de la société, SNI pourrait en prendre le contrôle par augmentation de capital.

La Commission a tenu trois séances sur ce dossier pendant lesquelles elle a notamment entendu les dirigeants d'Adoma, la SNI, la CDC et les représentants de l'Etat. Dans un avis du 9 novembre 2010, la Commission a estimé que les conditions de l'opération respectaient les intérêts patrimoniaux de l'Etat.

L'opération a été finalisée avec la conclusion des accords et la modification des statuts approuvée par le décret n° 2010-1448 du 25 novembre 2010.

o.- l'ouverture minoritaire au secteur privé du capital de la CADEC :

(cession de gré à gré sous le contrôle d'une personnalité indépendante d'une participation directe de l'Etat soumise à l'avis conforme de la Commission – article 7 de la loi n° 86-793 du 2 juillet 1986, articles 3, 4 et 19 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986, article 1^{er}-2^o du décret n° 93-1014 du 3 septembre 1993)

En vue de relancer, dans un cadre bien défini, l'activité de la CADEC, jusque là société de développement régional en voie d'extinction, et dans le contexte de la politique de soutien aux

entreprises locales définie par l'Assemblée de Corse, l'Etat a cédé les 67 % du capital qu'il détenait dans la CADEC à quatre établissements financiers qui avaient remis une offre conjointe en réponse à l'avis de cession publié le 3 octobre 2009. Les acquéreurs sont la Caisse des dépôts et consignations (CDC), SAFIDI (groupe EDF), le Crédit coopératif et la Caisse d'épargne Provence Alpes Corse. Le secteur public reste majoritaire, la CDC acquérant 20 % du capital et la Collectivité territoriale de Corse conservant 33 %. L'Etat et la Collectivité territoriale sont convenus de convertir leurs comptes courants d'actionnaires qui leur sont remboursés en un fonds de réserve destiné à faciliter les opérations de la CADEC.

La Commission a tenu trois séances sur ce dossier au cours desquelles elle a notamment entendu les représentants de l'Etat, les dirigeants de la CADEC et les acquéreurs. Elle a émis le 12 janvier 2010 un avis conforme à l'opération et a fixé la valeur de la participation cédée à 4 millions d'euros, prix payé par les acquéreurs.

L'opération a été finalisée en mars 2010.

*p.- projet de cession des 22 % de Gardel détenus par l'Agence Française de Développement pour le compte de l'Etat
(demande d'avis à titre consultatif du Ministre de l'économie et des finances)*

En avril 2013, le Ministre de l'Economie et des Finances a saisi la Commission en vue de recueillir son avis sur un projet de cession de la participation de 22 % détenue par l'Agence française de Développement (AFD), pour le compte de l'Etat, dans le capital de la société Gardel ainsi que sur l'apurement à cette occasion des créances détenues sur Gardel, au titre de trois prêts participatifs, par l'AFD pour le compte de l'Etat. La Commission a rendu son avis.

*q.- le transfert au secteur privé des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains :
(cession de gré à gré sous le contrôle d'une personnalité indépendante d'une participation majoritaire directe de l'Etat soumise à l'avis conforme de la Commission – article 7 de la loi du 2 juillet 1986, articles 3, 4 et 19 de la loi du 6 août 1986, article 1^{er}-2^o du décret du 3 septembre 1993)*

Les Thermes nationaux d'Aix-les-Bains ont été construits à la fin du XVIIIème siècle par les rois de Sardaigne pour exploiter des eaux dont les propriétés curatives étaient reconnues dès l'époque romaine. La cession de la totalité du capital détenu par l'Etat a été lancée en octobre 2010. Quatre candidats ont déposé une offre indicative en novembre 2010 puis une offre ferme en décembre 2010.

La Commission a tenu une réunion sur ce dossier en 2010 puis trois en 2011. Elle a estimé que la valeur de l'entreprise ne saurait être négative en dépit de sa situation financière délicate. Elle a auditionné les représentants de l'Etat, la personnalité indépendante et les deux candidats à l'acquisition ayant proposé un prix positif.

La Commission a rendu un avis conforme le 22 février 2011 à la proposition du Ministre de retenir la société Compagnie européenne des Bains («ValVital») comme acquéreur au prix de 3 millions d'euros, au vu des énonciations de son offre. L'opération a été finalisée dans ces conditions.

4. Opérations réservées aux salariés :

En vertu de l'article 2 de la loi du 6 août 1986, la Commission dispose d'un droit d'opposition à ces opérations si leurs conditions ne sont pas conformes aux intérêts patrimoniaux des personnes publiques.

Cinq opérations ont relevé de cette catégorie :

- une offre de souscription d'actions réservée aux salariés de GDF-Suez ;
- quatre opérations d'attribution de stock-options par Thales. Ce programme annuel de stock-options s'est achevé en 2011.

*r.- une augmentation de capital de GDF Suez réservée aux salariés :
(droit d'opposition de la Commission – article 2 de la loi du 6 août 1986)*

Le groupe GDF-Suez a procédé en juillet 2010 à une augmentation de capital réservée à ses salariés, comme il en avait manifesté l'intention deux ans auparavant, lors de la fusion entre GDF et Suez, les circonstances de marché n'ayant pas permis de réaliser cette offre plus tôt.

La Commission a tenu trois séances sur ce dossier, où elle a entendu l'APE et l'entreprise. L'examen des caractéristiques de l'opération ne l'a pas conduite à s'y opposer.

L'augmentation de capital est intervenue le 24 août 2010 pour un montant proche de 500 millions d'euros qui a été souscrit par 67 000 salariés du groupe.

*s.- un plan d'options de souscription d'actions chez Thales en décembre 2008 :
(droit d'opposition de la Commission – article 2 de la loi du 6 août 1986)*

La Commission a été invitée à examiner en décembre 2008 un complément au plan de souscription d'actions de Thales auquel elle ne s'était pas opposée en juillet 2008 en vue d'étendre le bénéfice de ce plan à 12 salariés recrutés depuis lors.

Après avoir entendu l'Agence des participations de l'Etat et Thales, la Commission ne s'est pas opposée à cette opération qui a été mise en œuvre par Thales.

*t.- un plan d'options de souscription d'actions chez Thales en juillet 2009 :
(droit d'opposition de la Commission – article 2 de la loi du 6 août 1986)*

Comme chaque année, Thales a adopté en juillet 2009 un plan d'attribution de souscription d'actions (stock-options), accompagné d'attribution d'actions gratuites, dans les conditions de droit commun. La Commission a notamment relevé que le conseil d'administration de Thales, en application de l'article L. 225-185 du code de commerce, avait décidé que le président de la société devrait conserver, sous forme d'actions, à chaque exercice des options dont il est titulaire, et pendant toute la durée de son mandat, 40 % de la plus value d'acquisition nette d'impôt et que le conseil d'administration, conformément aux recommandations AFEP MEDEF, déterminerait d'ici fin 2009 des critères de performance interne et externe auxquels les tranches d'ouverture annuelle des options attribuées au président sont soumises.

La Commission a examiné ce dossier au cours d'une séance où elle a entendu l'APE et l'entreprise et elle ne s'est pas opposée à cette opération qui a été mise en œuvre par Thales.

*u.- un plan d'options de souscription d'actions chez Thales en octobre 2010 :
(droit d'opposition de la Commission – article 2 de la loi du 6 août 1986)*

Comme chaque année, Thales a adopté en octobre 2010 un plan d'attribution de souscription d'actions (stock-options), accompagné d'attribution d'actions gratuites, dans les conditions de droit commun. Comme l'avait souhaité la Commission à l'occasion du plan 2009, l'ouverture des options est soumise à des critères de performance pour les cadres dirigeants de la société et le président doit conserver en actions une partie de la plus-value nette éventuelle réalisée, selon les meilleures pratiques recommandées.

La Commission a examiné ce dossier au cours de deux séances où elle a entendu l'APE et l'entreprise et elle ne s'est pas opposée à cette opération qui a été mise en œuvre par Thales.

*v.- un plan d'options de souscription d'actions chez Thales en septembre 2011 :
(droit d'opposition de la Commission – article 2 de la loi du 6 août 1986)*

Comme chaque année, Thales a adopté en septembre 2011 un plan d'attribution de souscription d'actions (stock-options), accompagné d'attribution d'actions gratuites, dans les conditions de droit commun. Ce dispositif bénéficie à une large population de salariés du groupe. Le plan d'options prévoit que l'ouverture des options est soumise à des critères de performance pour les cadres dirigeants de la société et que le président doit conserver en actions une partie de la plus-value nette éventuelle réalisée, selon les meilleures pratiques recommandées.

La Commission a examiné ce dossier au cours de deux séances où elle a entendu l'APE et l'entreprise et elle ne s'est pas opposée à cette opération qui a été mise en œuvre par Thales.

5. Évaluation des lots de fréquences hertziennes :

A l'occasion de l'attribution de licences d'exploitation de lots de fréquences hertziennes pour la téléphonie mobile (technologie 3G-UMTS puis 4G-LTE), le Gouvernement a souhaité disposer d'une valorisation de ces lots selon les « méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession d'actifs » et a demandé à la Commission de procéder à cette évaluation à titre d'expertise indépendante.

Quatre opérations ont relevé de cette catégorie :

- l'évaluation du prix d'une licence de téléphonie mobile UMTS réservée à un nouvel entrant sur le marché ;
- l'évaluation de deux lots de fréquences hertziennes dans la bande de 2,1 GHz destinées à la téléphonie mobile de troisième génération ;
- l'évaluation de lots de fréquences hertziennes dans les bandes de 800 MHz et 2,6 GHz en vue du développement de la téléphonie mobile de quatrième génération ;
- l'évaluation des fréquences hertziennes dans la bande de 1 800 MHz dans le cadre de l'introduction de la neutralité technologique.

*w.- évaluation du prix d'une licence de téléphonie mobile UMTS réservée à un nouvel entrant sur le marché
(demande d'avis à titre consultatif du Ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi et du Secrétaire d'Etat chargé de l'Industrie et de la Consommation)*

A la suite de plusieurs tentatives infructueuses d'attribuer la quatrième licence de téléphonie mobile UMTS (troisième génération de téléphonie mobile), le Parlement a adopté l'article 22 de la loi n° 2008-3 du 3 janvier 2008 qui donne au Gouvernement la faculté d'arrêter de nouvelles dispositions relatives au montant et aux modalités de versement de la redevance. Le Premier ministre a annoncé le 12 janvier 2009 la décision de lancer un nouvel appel à candidatures reposant sur une division en trois lots de 5 MHz des fréquences restant à attribuer dans la bande 2,1 GHz. Le débat prévu au Parlement par la loi du 3 janvier 2008 s'est tenu les 5 et 11 février dans les deux Assemblées. Le Ministre chargé des communications électroniques y a fait part de l'intention du Gouvernement qu'un tiers des fréquences disponibles soient accordées à un nouvel entrant pour un prix d'environ 206 millions d'euros. Il a également précisé les éléments complémentaires qui accompagneraient cette attribution. Le 5 mars 2009, l'ARCEP a adopté la décision n° 2009-0173 par laquelle l'Autorité proposait au Ministre en charge des communications électroniques les modalités d'appel à candidature pour l'attribution d'une autorisation d'utilisation des fréquences de 14,8 MHz disponibles dans la bande duplex. La procédure se déroulerait en deux étapes prévoyant dans un premier temps l'attribution d'un lot de 5 MHz réservé à un nouvel entrant puis dans un deuxième temps, ouvert à tous, de deux lots de respectivement 5 et 4,8 MHz (ou de trois lots si la première étape a été infructueuse).

Par un communiqué du 4 mai 2009, la Ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi et le Secrétaire d'Etat chargé de l'Industrie et de la Consommation ont annoncé qu'ils demandaient à la Commission des participations et des transferts d'évaluer le prix de la 4ème licence de téléphonie mobile selon les « méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession d'actifs ».

La Commission a estimé qu'elle devait, comme c'est l'usage dans ses travaux, bénéficier du concours d'une banque conseil. La Commission a procédé par ailleurs aux auditions des administrations publiques concernées (DGCIS, DGTPE), de l'autorité indépendante de régulation du secteur (ARCEP) et d'experts. De plus, la Commission a invité publiquement toute personne intéressée à lui faire parvenir par voie électronique ses commentaires sur l'évaluation financière de la 4ème licence 3G. Cinq groupes du secteur de la téléphonie ont adressé une réponse à la Commission et celle-ci a décidé de les auditionner. Une organisation de consommateurs a en outre transmis des observations à la Commission.

Les principales méthodes de valorisation utilisées ont été :

- l'actualisation des flux de trésorerie,
- la comparaison avec le prix de licences accordées en Europe,
- la valorisation par des multiples boursiers.

En prenant en compte l'ensemble des éléments associés à la quatrième licence (notamment les fréquences attribuées dans la bande 900 MHz et les droits d'itinérance), la Commission a évalué à 240 millions d'euros le montant de la redevance fixe afférente à cette licence.

La quatrième licence a été attribuée à la société Free Mobile, seul candidat, par la décision 2009-1067 de l'ARCEP du 17 décembre 2009.

Le décret n° 2009-948 du 29 juillet 2009, modifiant le décret n° 2007-1532 du 24 octobre 2007, a fixé la part fixe de la redevance à un montant de 48 000 € par kHz duplex, soit 240 millions pour 5 MHz.

Par une décision en date du 12 octobre 2010, le Conseil d'Etat a rejeté l'ensemble des requêtes déposées contre la procédure d'attribution de la quatrième licence.

x.- l'évaluation de deux lots de fréquences hertziennes dans la bande de 2,1 GHz destinées à la téléphonie mobile de troisième génération :

(demande d'avis à titre consultatif de la Ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi et du Ministre auprès de la Ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi chargé de l'Industrie)

A la suite de l'attribution de la quatrième licence de téléphonie mobile en décembre 2009 à la société Free Mobile, le Gouvernement a décidé de céder en deux lots de 5 MHz et 4,8 MHz duplex les fréquences restant disponibles dans la bande 2,1 GHz et destinées à la téléphonie mobile de troisième génération. Les Ministres compétents ont souhaité recueillir à titre consultatif l'avis de la Commission sur la valeur de ces deux lots, sur la base des méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession d'actifs.

La Commission a tenu quatre séances sur ce dossier au cours desquelles elle a notamment entendu l'Autorité de régulation des communications électroniques (ARCEP) et les services des Ministères concernés. Elle a remis son avis aux Ministres le 26 janvier 2010.

A l'issue d'une procédure d'enchères, les deux lots de fréquences ont été attribués (décision n° 2010-0581 du 18 mai 2010 de l'ARCEP) respectivement à SFR pour 300 millions d'euros et à Orange France pour 282 millions.

y.- l'évaluation de lots de fréquences hertziennes dans les bandes de 800 MHz et 2,6 GHz en vue du développement de la téléphonie mobile de quatrième génération :

(demande d'avis à titre consultatif du Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie et du Ministre chargé de l'Industrie, de l'Energie et de l'Economie numérique)

Afin de permettre le développement du très haut débit dans la téléphonie mobile, et de lutter contre la « fracture numérique », le Gouvernement a décidé de procéder à l'attribution de lots de fréquences hertziennes dans les bandes 800 MHz et 2,6 GHz libérées par l'arrêt de la diffusion de la télévision analogique (« dividende numérique ») ou rendues disponibles par le Ministère de la Défense. Ces fréquences doivent permettre aux opérateurs de développer leurs services de quatrième génération (4G).

Les modalités d'attribution des lots par procédure d'enchères sont définies par l'Autorité de Régulation des Communications électroniques et de la Poste (ARCEP). Les prix de réserve sont fixés par les Ministres compétents.

Compte tenu de l'importance de l'enjeu patrimonial de cette opération, les Ministres ont demandé à la Commission, par lettre du 10 décembre 2010, de procéder, en s'appuyant sur les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession d'actifs, à une évaluation de ces lots de fréquences.

La Commission a tenu onze séances sur ce dossier en 2011. Elle a entendu à plusieurs reprises l'ARCEP, la Direction générale de la compétitivité de l'industrie et des services et la Direction générale du Trésor. Le 15 décembre 2010, la Commission a fait paraître un communiqué invitant toute personne intéressée à lui faire parvenir ses commentaires sur l'opération. Les quatre opérateurs de téléphonie mobile (Bouygues Télécom, Iliad, Orange et SFR) ainsi que TDF lui ont remis une contribution et ont été ensuite auditionnés.

La Commission a mené ses travaux sur la base de la méthodologie développée lors de l'examen des deux opérations précédentes déjà mentionnées : la quatrième licence (2009) et deux lots de fréquences encore disponibles dans la bande 2,1 GHz destinés à la téléphonie mobile de troisième génération (2010). Comme à ces occasions, la Commission s'est attaché les conseils d'une grande banque internationale. Les trois méthodes retenues ont été : l'actualisation des flux, la comparaison avec des opérations similaires à l'étranger et le coût d'opportunité pour l'acquéreur.

La Commission a transmis aux Ministres le 5 mai 2011 un avis aux termes duquel elle a estimé que la valeur des fréquences à attribuer n'était pas inférieure à 2,4 milliards d'euros, montant pouvant se décomposer en 1,7 milliard pour les fréquences de la bande 800 MHz et 0,7 milliard pour celles de la bande 2,6 GHz.

Le Ministre a fixé les prix de réserve des lots par arrêté du 14 juin 2011. Les attributions, selon un processus d'enchères combinatoires fermées à un tour, ont été menées successivement pour les lots de fréquences dans la bande 2,6 GHz puis pour ceux dans la bande 800 MHz. L'attribution des lots a fait l'objet des décisions de l'ARCEP en date respectivement des 22 septembre 2011 et 22 décembre 2011.

Les résultats sont résumés dans le tableau suivant :

	bande 2,6 GHz	bande 800 MHz				
	14 blocs de 5 MHz duplex	lot A : 10 MHz duplex	lot B : 5 MHz duplex	lot C : 5 MHz duplex	lot D : 10 MHz duplex	<i>prix total payé</i>
<i>prix de réserve</i>	<i>50 M€ par bloc</i>	<i>400 M€</i>	<i>300 M€</i>	<i>300 M€</i>	<i>800 M€</i>	
Bouygues Télécom	3 blocs : 228 M€	683,1 M€				911 M€
France Télécom	4 blocs : 287 M€				891 M€	1 178 M€
Free	4 blocs : 271 M€		(1)			271 M€
SFR	3 blocs : 150 M€		2 lots : 1 065 M€			1 215 M€
	réserve : 700 M€ obtenu : 936 M€	prix de réserve : 1 800 M€ prix obtenu : 2 639 M€				
	<i>prix de réserve total : 2 500 M€</i> <i>prix obtenu après enchères : 3 575 M€</i>					

(1) Free, n'ayant pas obtenu de fréquences 800 MHz mais répondant aux conditions fixées, bénéficiera de l'itinérance pour les zones prioritaires sur le réseau de SFR puisque celui-ci a obtenu plus d'un lot

*z.- évaluation des fréquences hertziennes dans la bande de 1 800 MHz dans le cadre de l'introduction de la neutralité technologique
(demande d'avis à titre consultatif de la Ministre déléguée chargée des PME, de l'innovation et de l'économie numérique)*

Dans le cadre du réexamen des autorisations d'utilisation de fréquences dans la bande 1800 MHz, prévu par l'article 59 de l'ordonnance du 24 août 2011 pour rendre possible dans cette bande le déploiement de technologies autres que la 2G (GSM), la Ministre déléguée chargée des PME, de l'innovation et de l'économie numérique a saisi la Commission en décembre 2012 afin de recueillir, à titre d'expertise indépendante, son avis sur la valorisation de la bande 1800 MHz banalisée. Cette démarche faisait suite à une demande de la société Bouygues Telecom qui souhaitait déployer la technologie 4G (LTE) dans les fréquences 1800 MHz dont elle est titulaire.

La Commission a eu recours aux méthodes financières usuelles. Elle a tenu 12 séances sur ce dossier (8 en 2012 et 4 en 2013) au cours desquelles elle a auditionné l'ARCEP, la Direction générale de la compétitivité et des services (DGCIS), la Direction générale du Trésor et les quatre opérateurs de téléphonie mobile en France.

Par avis du 9 janvier 2013, la Commission a estimé à 140 millions d'euros la valeur d'une porteuse de 5 MHz duplex dans la bande 1800 MHz, utilisable pour 15 ans sans restriction relative aux technologies mobiles autorisées.

Par une décision n°2013-0363 du 14 mars 2013, l'ARCEP a fait droit à la demande de Bouygues Telecom. Le décret n°2013-238 du 22 mars 2013, modifiant le décret n°2007-1532 du 24 octobre 2007, a soumis l'utilisation des fréquences de la bande 1 800 MHz « banalisées » à une redevance fixe annuelle d'un montant de 3 231 € par kHz duplex alloué, calculé au prorata de la population des zones sur lesquelles porte l'autorisation.

Catégories juridiques :

Le tableau qui suit reprend les opérations précédemment décrites selon les catégories juridiques dont elles relèvent :

Participations directes de l'Etat	<i>Opérations sur le marché</i>	<i>Cession sur le marché</i>	SAFRAN
		<i>OPA, OPE</i>	EDF sur EDF-EN
	<i>Opérations de gré à gré</i>	<i>Accord industriel</i>	ADP (2008) SNPE (SME)
		<i>Cahier des charges</i>	ADIT ADP (2013) Thermes d'Aix-les-Bains
		<i>Personnalité qualifiée</i>	CADEC
	Participations indirectes de l'Etat		Alysia (ADP)* Areva (aug. de capital)* Areva (échange CI)* Areva T&D EDF UK Networks Transdev (CDC)
Opérations réservées aux salariés		Thales GDF-SUEZ	
Opérations internes au secteur public		La Poste* Adoma*	

* opération ne relevant pas d'un avis obligatoire de la Commission et sur laquelle celle-ci a émis un avis consultatif sur demande du Ministre

Entreprises publiques concernées concernées :

Le tableau qui suit reprend les opérations suivant les entreprises publiques concernées quand celles-ci ont été parties à plus d'une opération.

<i>Société</i>	<i>Opération sur le capital</i>	<i>Cession de filiale</i>	<i>Acquéreur dans un transfert</i>
ADP	Cession d'actions à Schiphol Cession d'actions par appel d'offres	Alysia	
AREVA	Augmentation de capital (entrée de KIA) Échange des certificats d'investissements	Areva T&D	
CDC		Transdev (rapprochement avec Veolia Transports)	Entrée au capital de La Poste montée (indirecte) au capital d'ADOMA
EDF	OPA/OPE sur les actions d'EDF EN	EDF UK Networks	
SAFRAN	Cession d'actions sur le marché		Acquisition de SNPE Matériaux énergétiques
THALES	4 opérations de stock-options		Montée au capital de DCNS *

* dans des conditions conformes à l'avis n° 2007-A.C.-2 du 23 mars 2007 de la Commission

Deuxième partie : textes des Avis de la Commission publiés au Journal Officiel :

En application de l'article 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations, les évaluations fixées par la Commission sont rendues publiques.

Les avis suivants émis par la Commission ont ainsi été publiés pendant la période sous revue au *Journal Officiel* :

- l'avis n°2008-A.C.-3 du 20 novembre 2008 relatif à une prise de participation de Schiphol Group au capital d'Aéroports de Paris dans le cadre d'un accord de coopération industrielle,

- l'avis n° 2010-A.C.-1 du 12 janvier 2010 relatif à l'ouverture minoritaire au secteur privé du capital de la CADEC,

- l'avis n° 2010-A.C.-2 du 4 mai 2010 relatif au transfert au secteur privé par Areva d'Areva T&D,

- l'avis n° 2010-A.C.-5 du 20 octobre 2010 relatif au transfert au secteur privé par EDF de ses réseaux de distribution d'électricité au Royaume-Uni,

- l'avis n° 2011-A.C -1 du 1er février 2011 relatif au transfert au secteur privé de l'ADIT,

- l'avis n° 2011-A.C.-2 du 10 février 2011 relatif au transfert de Transdev au secteur privé par la Caisse des Dépôts et Consignations,

- l'avis n° 2011-A.C.-3 du 22 février 2011 relatif au transfert au secteur privé des Thermes d'Aix-les-Bains,

- l'avis n° 2010-A.C.-4 du 31 mars 2011 relatif au transfert au secteur privé de la société SNPE Matériaux Energétiques (SME),

- l'avis n° 2011-A.-1 du 8 avril 2011 relatif à une offre publique simplifiée alternative d'achat ou d'échange par EDF des actions de EDF Energies Nouvelles,

- l'avis n° 2013-A.-2 du 25 mars 2013 relatif à une cession sur le marché de titres de SAFRAN

- l'avis n° 2013-A.C.-2 du 29 juin 2013 relatif à une cession de titres d'Aéroports de Paris

Les textes de ces publications sont reproduits dans les pages suivantes.

JORF n°0279 du 30 novembre 2008 page 18343

**Avis de la Commission des participations et des transferts
relatif à une prise de participation de Schiphol Group au capital d'Aéroports de Paris
dans le cadre d'un accord de coopération industrielle**

NOR: ECET0827692V

La commission émet l'avis suivant :

I. — Par lettre en date du 15 octobre 2008, la ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi a saisi la commission, en application de l'article 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée susvisée, en vue de la mise en œuvre d'une prise de participations croisées entre Aéroports de Paris SA et NV Luchthaven Schiphol (ci-après désigné sous sa dénomination commerciale Schiphol Group), à hauteur de 8 %, dans le cadre d'un accord de coopération industrielle entre ces deux sociétés. L'article 6 de la loi du 20 avril 2005 susvisée (article L. 251-1 du code de l'aviation civile) dispose que la majorité du capital d'Aéroports de Paris appartient à l'Etat. L'ouverture minoritaire du capital d'Aéroports de Paris a été autorisée par le décret du 22 mai 2006 susvisé.

Aux termes des dispositions de l'article 4 de la loi du 6 août 1986, la procédure suivie dans cette opération étant celle d'une cession de gré à gré dans le cadre d'un « accord de coopération industrielle, commerciale ou financière », la commission est appelée à rendre un avis, dont la conformité est requise, sur le choix de l'acquéreur et sur l'ensemble des conditions de sa prise de participation.

En application de l'article 1er (1°) du décret du 3 septembre 1993 modifié susvisé, un avis relatif aux objectifs de l'accord de coopération industrielle a été publié au Journal officiel du 22 octobre 2008. La commission a été informée que cette publication n'a pas suscité de proposition alternative.

Il n'est pas envisagé que l'opération soit accompagnée d'une offre réservée aux salariés.

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

En juin 2006, le capital de la société a été ouvert au secteur privé par introduction en bourse et la commission a alors émis l'avis n° 2006-A-4 susvisé. Une offre d'actions réservée aux salariés a accompagné cette opération conformément à la loi du 6 août 1986 susvisée. Le capital est en conséquence réparti au 31 décembre 2007 comme suit :

- Etat français : 68,38 % ;
- salariés : 2,44 % ;
- autocontrôle : 0,05 % ;
- public : 29,14 %.

En janvier 2008, le groupe Vinci a annoncé avoir acquis 3,3 % du capital.

Aéroports de Paris est la deuxième société aéroportuaire d'Europe et la sixième au monde en nombre de passagers, la première en Europe et la septième au monde pour le fret et le courrier. La société possède et exploite principalement les trois grands aéroports de la région parisienne : Paris - Charles-de-Gaulle (Roissy), deuxième aéroport européen (avec 54 millions de passagers), plate-forme d'activité (« hub ») du groupe Air France-KLM et de l'alliance Sky Team, Paris-Orly (25 millions de passagers) et Paris-Le Bourget (premier aéroport européen d'aviation d'affaires). Le groupe emploie environ 11 500 personnes.

Le groupe Aéroports de Paris distingue quatre segments dans ses activités :

- les services aéroportuaires (72 % du chiffre d'affaires en 2007 et 86,2 % de l'EBITDA) regroupent les activités de gestion des pistes et des aérogares, les commerces et les parcs de stationnement automobile ;

- l'immobilier (7,6 % du chiffre d'affaires et 9,6 % de l'EBITDA) qui reprend les loyers perçus sur des terrains ou des immeubles hors aérogares. Le groupe exploite plus d'un million de mètres carrés de bâtiments. Son domaine foncier comprend près de 6 700 hectares dont 18 % sont utilisables pour l'activité immobilière ; sur ce total, 348 hectares de réserves foncières non exploitées sont disponibles pour des développements immobiliers futurs ;

- les services d'assistance en escale aux compagnies aériennes (7,6 % du chiffre d'affaires et contribution négative à l'EBITDA) qui sont une activité déficitaire en cours de réorganisation ;

- les activités diverses : télécommunications, ingénierie,... (12,8 % du chiffre d'affaires et 4,2 % de l'EBITDA).

Le chiffre d'affaires d'Aéroports de Paris comprend pour 16 % la taxe d'aéroport, qui finance le coût réel des dépenses de sûreté et, pour 37 %, des redevances aéronautiques pour services rendus — définies aux articles R. 224-1 et R. 224-2 du code de l'aviation civile — et des redevances spécialisées.

Les conditions dans lesquelles sont déterminées les redevances ont été fixées par la loi du 20 avril 2005, le décret du 20 juillet 2005 et l'arrêté du 16 septembre 2005 susvisés. Pour les aérodromes d'Aéroports de Paris, ces textes prévoient qu'un contrat pluriannuel est passé entre l'Etat et la société et définissent le périmètre d'activité — dit « périmètre régulé » — dans lequel est appréciée, conformément aux dispositions du code de l'aviation civile, la rémunération de l'entreprise. Le périmètre de régulation comprend l'ensemble des activités, déduction faite de celles de sûreté, de l'assistance en escale, de la diversification immobilière et des autres activités non liées à l'aéroportuaire. Dans ce système dit de « simple caisse », les tarifs des redevances aéronautiques sont fixés de telle sorte que le résultat opérationnel de l'ensemble des revenus du « périmètre régulé » permette de rémunérer les capitaux investis au coût moyen pondéré du capital.

Le contrat de régulation économique (CRE) a été conclu entre l'Etat et Aéroports de Paris le 6 février 2006. Il fixe en particulier, sur la période 2006-2010 et en référence au programme d'investissements prévus, le plafond du taux moyen d'évolution des principales redevances pour services rendus. En avril 2008, les redevances aéronautiques ont ainsi augmenté de 3,8 % en moyenne. Le contrat détermine en outre les objectifs de qualité de service. Pour les contrats ultérieurs, l'arrêté du 16 septembre 2005 prévoit que sortent de la « simple caisse » l'immobilier de diversification (inclus à titre dérogatoire dans le premier contrat de régulation) et éventuellement certaines activités commerciales, ce qui permettrait à Aéroports de Paris de bénéficier du progrès de la rentabilité de ces activités.

Au cours de l'exercice 2007, Aéroports de Paris a connu une forte progression de ses activités et de ses résultats. Le chiffre d'affaires a progressé par rapport à 2006 de 10,4 % à 2,3 milliards d'euros grâce particulièrement au dynamisme du trafic aérien (+ 4,7 %), à la revalorisation des redevances et à l'augmentation des surfaces commerciales (+ 21,2 %) et des surfaces immobilières louées.

L'excédent brut d'exploitation (EBITDA) s'élève à 754 millions d'euros, en hausse de 13,5 %, grâce à l'amélioration des marges rendue possible notamment par la maîtrise des charges de personnel. Le résultat opérationnel courant s'établit à 442 millions d'euros, en augmentation de 13,1 %.

Le résultat net, part du groupe, est de 322 millions d'euros et a plus que doublé. Hors éléments non récurrents, essentiellement la plus-value de cession des titres de BCIA (aéroport de Pékin), le résultat net, part du groupe, s'élève à 239 millions d'euros, en hausse de 19,2 % sur son équivalent de 2006.

Le bilan consolidé d'Aéroports de Paris au 31 décembre 2007 fait apparaître des capitaux propres, part du groupe, de 2,95 milliards d'euros (+ 6 %) et un endettement net de 1,78 milliard (— 4 %).

Le premier semestre 2008, au cours duquel le trafic passagers s'est encore inscrit en hausse de 2,8 % par rapport à la même période de 2007, est caractérisé par une progression de 12,3 % du chiffre

d'affaires grâce principalement à la revalorisation des redevances, à l'ouverture de nouvelles installations et surfaces commerciales et à la croissance de l'immobilier. L'EBITDA est en hausse de 14,2 % et le résultat opérationnel courant de 12,4 % par rapport au premier semestre 2007, grâce à l'amélioration des marges. Seul le segment « escale », en restructuration, reste déficitaire. Le résultat net progresse de 11 % hors éléments non récurrents (cession de BCIA au premier semestre 2007). Au 30 juin 2008, les capitaux propres s'élèvent à 2,91 milliards d'euros et l'endettement net à 1,97 milliard.

Aéroports de Paris a annoncé qu'au cours du troisième trimestre 2008 son chiffre d'affaires a progressé de 9,3 % par rapport à la même période de 2007, les services aéroportuaires augmentant de 6,9 %. Sur les neuf premiers mois de l'exercice en cours, le trafic a progressé de 1,5 % par rapport à 2007 et le chiffre d'affaires de 11,2 %.

Pour l'ensemble de l'année 2008, malgré un environnement moins favorable qui s'est traduit par la baisse de 3,6 % du trafic passagers en septembre 2008 par rapport à septembre 2007, Aéroports de Paris maintient ses objectifs de rentabilité avec un EBITDA en croissance comprise entre 9 et 12 % en 2008 et en augmentation de 60 % en valeur absolue entre 2005 et 2010.

III. — Schiphol Group (NV Luchthaven Schiphol) est une société néerlandaise qui n'est pas cotée en bourse. Son capital est réparti de la manière suivante :

- Etat néerlandais : 75,8 % ;
- ville d'Amsterdam : 21,8 % ;
- ville de Rotterdam : 2,4 %.

Une ouverture du capital, par cession d'actions détenues par l'Etat, a été envisagée, mais finalement écartée par le Gouvernement néerlandais en octobre 2007.

Schiphol Group possède et exploite l'aéroport d'Amsterdam Schiphol et trois aéroports secondaires aux Pays-Bas (Rotterdam, Eindhoven et Lelystad). Il a des intérêts dans huit autres aéroports dans le monde. Amsterdam est un des plus grands aéroports d'Europe avec en 2007 le transport de 47,8 millions de passagers (5e rang européen) et 1,6 million de tonnes de fret (3e rang). Il a connu au cours des dernières années une croissance robuste de son trafic (4,2 % en moyenne sur les dix dernières années pour les passagers) et a été élu meilleur aéroport d'Europe. Schiphol Group emploie environ 2 500 personnes.

Le groupe présente son activité en quatre segments :

- le segment « aviation » représente 56,7 % du chiffre d'affaires et 45,1 % de l'EBITDA (excédent brut d'exploitation) en 2007. Il a pour sources de revenus les redevances aéroportuaires et les droits d'approvisionnement en carburant des avions. Schiphol est régulé selon le principe de la « double caisse », les redevances aéroportuaires étant fixées au regard du résultat opérationnel des activités du seul segment « aviation » en vue de permettre de rémunérer les capitaux investis au coût moyen pondéré du capital ;

- le segment « consommation » (26,3 % du chiffre d'affaires et 34,6 % de l'EBITDA) regroupe les recettes des ventes en direct en magasin et des parcs de stationnement, les redevances des commerces en concession et de la publicité ;

- le segment « immobilier » (10,8 % du chiffre d'affaires et 16 % de l'EBITDA) reprend les loyers d'immeubles et de terrains perçus. Le groupe exploite près de 500 000 mètres carrés de bâtiments. Le domaine foncier de Schiphol comprend plus de 3 000 hectares dont le tiers est alloué au segment immobilier ; 540 hectares de réserves foncières non exploitées sont destinés aux développements immobiliers futurs. Les ventes et les plus-values latentes sont intégrées au compte de résultats ;

- le segment « alliances et participations » (6,2 % du chiffre d'affaires et 4,3 % de l'EBITDA) reprend les activités exercées dans des aéroports autres que Schiphol, aux Pays-Bas et à l'international. Schiphol Group détient notamment 40 % de la joint-venture qui exploite le terminal 4 de JFK à New York.

Le chiffre d'affaires consolidé de Schiphol Group s'est élevé à 1,15 milliard d'euros pour l'exercice 2007, en hausse de 10,5 % sur 2006, grâce principalement aux segments « consommation » (+ 30 % avec notamment la reprise en direct des commerces de spiritueux et tabacs) et « immobilier » (+ 14 % avec la mise en location de nouveaux immeubles et l'augmentation des revenus générés par les services). Le trafic passagers a été en hausse sur l'année de 4,4 %.

L'EBITDA pour 2007 a progressé de 24,3 % atteignant 594 millions d'euros grâce principalement à la progression enregistrée dans le segment « aviation » (+ 13,8 % en raison de la maîtrise des coûts) et surtout dans « l'immobilier » (+ 59,6 %, y inclus les plus-values latentes). Le résultat opérationnel (EBIT) s'est élevé à 420 millions d'euros (+ 32,6 %).

Le résultat net, part du groupe, atteint 316 millions d'euros, soit une baisse de 40 % en raison de la constatation en 2006 d'un montant important de crédits d'impôts différés résultant de l'accord intervenu avec l'administration fiscale sur les conditions d'imposition de la société. Hors plus-values latentes sur l'immobilier et éléments fiscaux exceptionnels, le résultat net est en hausse de 17,7 % à 233 millions d'euros.

Au bilan du 31 décembre 2007, les fonds propres consolidés s'élèvent à 2,96 milliards d'euros (+ 8,7 %) et l'endettement net à 765 millions (+ 28 %).

Au cours du premier semestre 2008, le trafic passagers est encore en hausse de 2 % et le chiffre d'affaires de 1,7 % par rapport à la même période de 2007. L'EBITDA diminue cependant de 16,3 % en raison de l'augmentation des coûts et de la baisse des redevances aéroportuaires, tandis que le résultat opérationnel recule de 23,5 %. Le résultat net est en baisse de 32,9 % (de 8,3 % seulement hors plus-values latentes et éléments fiscaux exceptionnels).

Lors de l'assemblée générale du 17 avril 2008, les actionnaires de Schiphol Group ont décidé la distribution de deux dividendes exceptionnels prélevés sur les réserves : le premier, d'un montant de 500 millions d'euros, a impacté d'autant le volume des fonds propres au 30 juin 2008 ainsi ramenés à 2,44 milliards d'euros, l'endettement net étant de 781 millions. Le second dividende exceptionnel sera distribué en 2009 et son montant, d'un maximum de 500 millions d'euros, devra permettre à la société de conserver une notation d'au moins A.

Pour les neuf premiers mois de l'exercice en cours, le trafic passagers s'inscrit en hausse de 0,4 % par rapport à la même période de 2007.

Pour l'ensemble de l'année 2008, Schiphol Group anticipe une croissance nulle du trafic passagers et une baisse de l'EBITDA. Sur la période 2007-2013, le groupe prévoit que son EBITDA connaisse une croissance moyenne comprise entre 5 et 9 %, sur la base d'une hypothèse de croissance du trafic passagers en ligne avec la croissance économique à partir de 2010.

IV. — Aéroports de Paris et Schiphol Group ont décidé de se rapprocher et, à l'issue de travaux approfondis comprenant notamment les « due diligences » d'usage, les deux groupes ont annoncé publiquement le 21 octobre 2008 leur intention de signer un accord-cadre de coopération industrielle à long terme et de prise de participations croisées à hauteur de 8 %.

Les deux groupes soulignent que cette initiative stratégique majeure devrait produire des bénéfices significatifs pour les deux sociétés dans tous les domaines clés de leurs activités. Avec l'aide d'un cabinet indépendant, ces synergies de revenus et de coûts ont été identifiées et évaluées à environ 71 millions d'euros par an en année pleine d'ici à 2013. Les dépenses d'investissement pourraient de plus être réduites de 18 millions d'euros par an à partir de 2013. Une structure de coopération est mise en place autour d'un comité de coopération industrielle qui est constitué à parité entre les deux partenaires et est chargé de définir et de coordonner la coopération dans chacun des axes identifiés.

La ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi a annoncé le même jour qu'elle « apportera son entier soutien à ce projet d'alliance entre deux des plus importants groupes aéroportuaires européens qui permettra de créer un double hub de premier plan et accompagnera le développement d'Air France-KLM et de son alliance Sky Team ».

V. — Les accords juridiques formalisant le rapprochement d'Aéroports de Paris et de Schiphol Group et soumis à la Commission des participations et des transferts comprennent sept documents essentiels.

a) L'accord-cadre entre Aéroports de Paris et Schiphol Group définit l'ensemble des modalités du rapprochement et comprend en annexe les six autres documents ci-après mentionnés. Il prévoit également les garanties que s'accordent les parties ;

b) Aéroports de Paris et Schiphol Group ont conclu un accord de coopération industrielle pour une durée initiale de douze ans. Les objectifs de cet accord ont été publiés par un avis inséré au Journal officiel du 22 octobre 2008.

c) Le contrat de cession d'actions entre l'Etat français et Schiphol Group définit les modalités financières de l'entrée de ce dernier au capital d'Aéroports de Paris.

d) Le contrat de souscription d'actions nouvelles de Schiphol Group par Aéroports de Paris définit les modalités financières de l'entrée de ce dernier au capital de Schiphol Group.

e) Le pacte d'actionnaires entre l'Etat français et Schiphol Group est destiné à régir leurs droits et obligations réciproques en tant que co-actionnaires d'Aéroports de Paris.

f) Le pacte d'actionnaires entre Aéroports de Paris et les actionnaires de Schiphol Group est destiné à régir leurs droits et obligations réciproques en tant que coactionnaires de Schiphol Group.

g) L'accord régissant les conditions d'une éventuelle sortie précise les modalités détaillées, notamment en matière de prix, de cession des participations conformément aux pactes d'actionnaires.

VI. — Les projets d'accords conclus entre Aéroports de Paris, Schiphol Group, l'Etat français et les actionnaires de Schiphol Group comprennent l'entrée de chacune des deux sociétés au capital de l'autre à hauteur de 8 % dans les conditions suivantes.

a) Entrée de Schiphol Group au capital d'Aéroports de Paris :

L'Etat français cède à Schiphol Group un volume d'actions qu'il détient représentant 8 % du capital existant d'Aéroports de Paris. Les parties sont convenues que cette cession se fasse au prix de 67 € par action, ce qui représente un montant de 530 millions d'euros environ. Ce prix valorise implicitement Aéroports de Paris à environ 6,6 milliards d'euros pour 100 % du capital.

b) Entrée d'Aéroports de Paris au capital de Schiphol Group :

Les statuts de la société NV Luchthaven Schiphol ont été amendés par l'assemblée générale tenue le 19 octobre 2008 afin de créer une nouvelle classe d'actions pouvant être souscrites par des actionnaires autres que ceux existants. L'accord prévoit que la société procède ainsi à une augmentation de capital réservée à Aéroports de Paris de façon à ce que ce dernier détienne 8 % du capital augmenté. La souscription à l'augmentation de capital représenterait pour Aéroports de Paris un investissement de 370 millions d'euros. Ce montant représente une valorisation implicite de Schiphol Group à environ 4,3 milliards d'euros pour 100 % du capital avant augmentation et après distribution du dividende exceptionnel de 2008. Aéroports de Paris bénéficiera, comme les autres actionnaires, de l'éventuelle distribution d'un dividende exceptionnel en 2009.

c) Garanties :

L'Etat français accorde à Schiphol Group les garanties juridiques usuelles pour une cession d'actions. Aéroports de Paris accorde par ailleurs à Schiphol Group des garanties sur la sincérité des comptes et des documents présentés en salle d'informations lors de la procédure de « due diligence ». Les garanties sont limitées dans le temps et pour leur montant global à 10 % du prix de la cession. Elles font aussi l'objet d'un montant minimum individuel et global. Schiphol Group accorde à Aéroports de Paris des garanties strictement symétriques.

d) Pactes d'actionnaires et conditions de sortie :

Aéroports de Paris et Schiphol Group s'engagent à maintenir leurs participations croisées durant la durée de l'accord.

Le pacte d'actionnaires d'Aéroports de Paris entre l'Etat français et Schiphol Group ne constitue pas un concert au sens du droit boursier. Il prévoit la présentation par Schiphol Group de deux membres

du conseil d'administration d'Aéroports de Paris. Le pacte et l'accord de sortie éventuelle accordent notamment :

- à l'Etat français un droit de préemption des actions d'Aéroports de Paris que céderait Schiphol Group, un droit de veto sur la cession (exercable une fois) et un droit de cession forcée en certaines circonstances ;

- à Aéroports de Paris un droit de première offre ainsi qu'un droit de veto et un droit de préemption en cas de cession (venant après ceux de l'Etat français) ;

- à Schiphol Group un droit de maintien du niveau de sa participation.

Le pacte d'actionnaires de Schiphol Group entre Aéroports de Paris et les actionnaires de Schiphol Group prévoit la présentation par Aéroports de Paris d'un membre du conseil de surveillance de Schiphol Group. Le pacte et l'accord de sortie éventuelle, tenant compte du fait que Schiphol Group est une société non cotée, accordent notamment :

- à l'Etat néerlandais un droit de cession forcée en certaines circonstances ;

- à Aéroports de Paris un droit de maintien du niveau de sa participation et un droit de sortie en certaines circonstances.

VII. — La cession par l'Etat d'actions d'Aéroports de Paris et l'entrée d'Aéroports de Paris au capital de Schiphol Group constituant un tout, la commission a eu recours, conformément à la loi, pour chacune des deux sociétés concernées, à une analyse multicritères qui prend en compte les éléments boursiers, la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, l'existence des filiales et les perspectives d'avenir.

Elle a disposé à cette fin des rapports d'évaluation des banques conseils de l'Etat et d'Aéroports de Paris.

a) Evaluation d'Aéroports de Paris :

La banque conseil de l'Etat a procédé à une évaluation d'Aéroports de Paris selon les méthodes suivantes :

- la somme des parties : les quatre segments de l'activité ont été évalués séparément selon la méthode de l'actualisation des flux ; pour l'aéroportuaire, la valeur terminale a été calculée à partir d'un multiple de la base des actifs régulés (BAR). La banque a considéré deux scénarii : celui du plan d'affaires établi par l'entreprise et un scénario où le nouveau contrat de régulation à conclure avec l'Etat permettrait une sortie partielle à horizon 2011 des commerces et des parcs de stationnement du périmètre de régulation ;

- la méthode des multiples de sociétés comparables : la banque a utilisé le multiple valeur d'entreprise sur EBITDA 2008 et a retenu comme comparables Fraport, d'une part, et un échantillon d'aéroports européens de taille moyenne cotés, d'autre part.

La banque a également étudié le cours de l'action Aéroports de Paris sur différentes durées et les objectifs de cours des analystes financiers.

La banque conseil a ainsi présenté une fourchette d'évaluation dont elle a ensuite étudié la sensibilité par rapport à des variations des paramètres financiers et opérationnels.

b) Evaluation de Schiphol Group :

La commission a par ailleurs disposé du rapport de la banque conseil d'Aéroports de Paris qui présente l'évaluation de Schiphol Group. La banque a préalablement retraité les comptes publiés en vue d'en éliminer les plus-values latentes et les effets des traitements fiscaux non récurrents. Elle a aussi intégré les distributions de dividendes exceptionnels décidés par l'assemblée générale de la société en avril dernier. Les deux méthodes d'évaluation suivantes ont été appliquées :

- l'actualisation des flux de trésorerie : la banque conseil a procédé à ses travaux sur la base, d'une part, du plan d'affaires établi par Schiphol Group et, d'autre part, d'un plan d'affaires révisé établi par la banque en liaison avec la société et tenant compte des résultats des « due diligences ». Ces plans couvrent la période 2008-2013. La valeur résiduelle, qui compose l'essentiel de la valeur d'entreprise (plus de 95 %), a été déterminée par application d'un multiple d'EBITDA, calculé à partir de celui d'Aéroports de Paris, à l'EBITDA d'une année normative ; la vraisemblance du montant obtenu a été contrôlée en comparant le taux de croissance à l'infini implicite avec ceux retenus par les analystes de recherche pour les aéroports européens cotés ;

— la somme des parties : les quatre segments de l'activité ont été évalués séparément. Les segments « aviation » et « consommation » ont été valorisés selon l'actualisation des flux ; pour l'aéroportuaire, la valeur terminale a été calculée à partir d'un multiple de la base des actifs régulés (BAR). L'immobilier et le foncier ont été évalués à partir d'un taux de capitalisation des loyers, y compris pour les projets à venir. Enfin, les filiales ont été valorisées sur la base d'un multiple de l'EBITDA 2008. Comme pour l'actualisation des flux, deux scénarii de plans d'affaires ont été retenus.

La banque conseil a ainsi présenté une fourchette d'évaluation dont elle a ensuite étudié la sensibilité par rapport à des variations des paramètres financiers et opérationnels.

c) Evaluation des synergies :

Bien que les synergies attendues de la coopération entre les deux groupes n'aient pas été incluses dans l'évaluation des deux entreprises, les banques-conseils en ont étudié la valeur selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie. Les différents scénarii retenus reposent sur des taux d'actualisation intégrant le degré d'incertitude des flux, des taux de croissance à l'infini des flux et des hypothèses sur l'impact de la régulation.

Au total, les travaux des banques conseils concluent à des fourchettes de valorisation d'Aéroports de Paris de Schiphol Group dans lesquelles s'inscrivent les valeurs retenues par les parties dans leur accord.

VIII. — Pour évaluer Aéroports de Paris et Schiphol Group, la commission a particulièrement étudié les hypothèses d'activité retenues dans les plans d'affaires et les paramètres financiers, comme les taux d'actualisation des flux, ainsi que les conséquences des modes de fixation des redevances aéronautiques par les pouvoirs publics et leur possible évolution. Ces bases de calcul lui ont paru cohérentes et ne pas conduire à une sous-évaluation d'Aéroports de Paris. Les prix des actions n'incluent pas de prime explicite, ce qui a paru adapté au caractère symétrique des prises de participation et à leur niveau. De même, il n'a pas été tenu compte du fait qu'Aéroports de Paris est une société cotée contrairement à Schiphol Group car les pactes d'actionnaires et l'accord de sortie éventuelle rendent in fine très comparables les droits et obligations attachés aux actions des deux sociétés.

L'appréciation de la valeur des deux sociétés implique cependant de prendre en compte les conséquences de la dégradation rapide de la situation économique générale sur le secteur du trafic aérien qui y est très corrélé. Les premières données sur le trafic en septembre 2008 le confirment. La commission a donc demandé aux banques des travaux complémentaires sur ce sujet, et plus généralement sur la sensibilité de l'évaluation aux variations des paramètres financiers et des hypothèses opérationnelles.

Aéroports de Paris a été introduit en bourse en juin 2006 au prix de 44 € (45 € pour les investisseurs institutionnels). L'action, d'abord un peu hésitante, s'est envolée durant le premier semestre 2007, dépassant 90 € en milieu d'année. Elle s'est ensuite lentement repliée sur les douze mois qui ont suivi jusqu'à environ 70 €. Elle est affectée depuis l'été 2008 par la crise boursière et financière internationale et l'anticipation de ses conséquences sur l'économie, et donc sur le trafic aérien. Le cours évolue depuis un mois entre 40 et 55 €, sans que les perturbations actuelles du marché et sa forte volatilité puissent donner à ce niveau de cours un caractère de référence indiscutable. L'action Aéroports de Paris a, depuis son introduction en bourse, réalisé une performance nettement supérieure à celle de la principale société européenne comparable, Fraport.

Au total, la commission a conclu de ses travaux que le prix de vente des actions d'Aéroports de Paris par l'Etat français à Schiphol Group envisagé par les accords, 67 € par action, correspondant à une valeur globale de la société d'environ 6,6 milliards d'euros, ne sous-estime pas la valeur de la société.

En vue d'apprécier de façon globale l'opération qui lui a été soumise, la commission a également examiné l'évaluation que les parties ont retenue pour Schiphol Group, soit environ 4,3 milliards d'euros, afin de déterminer le prix de la souscription d'Aéroports de Paris à l'augmentation de capital. Cette évaluation est apparue faite sur des bases homogènes avec celle d'Aéroports de Paris.

L'ensemble de la transaction respecte les intérêts patrimoniaux du secteur public.

IX. — La commission a procédé à l'examen de l'accord de coopération industrielle. L'alliance d'Aéroports de Paris et de Schiphol Group s'étend à tous leurs grands domaines d'activités.

Sur le plan aéronautique, elle doit permettre la consolidation du double « hub » constitué par les deux aéroports, grâce à l'amélioration de la liaison entre eux, la facilitation des transferts et l'harmonisation des services. Cette approche devrait permettre aux deux plates-formes d'améliorer la qualité et le coût des services rendus aux compagnies aériennes, et notamment à leur premier client Air France-KLM et à l'alliance Sky Team. La position concurrentielle des deux aéroports s'en trouvera renforcée. A cet égard, ils disposent, en particulier Aéroports de Paris, de capacités disponibles, contrairement à beaucoup d'aéroports concurrents.

Dans les autres domaines d'activités, commerces, immobilier et télécommunications en particulier, les deux groupes entendent échanger leurs meilleures pratiques et négocier en commun certains contrats. Cette coopération devrait stimuler le programme de modernisation d'Aéroports de Paris. Les deux aéroports ont décidé par ailleurs de mener dorénavant en commun leurs projets d'internationalisation.

Bien documentées, les estimations de synergies semblent avoir été effectuées avec prudence bien qu'elles soient par nature incertaines. Elles bénéficieraient majoritairement à Aéroports de Paris. La coopération entre les deux groupes devrait de plus favoriser l'optimisation de leurs investissements et l'amélioration de leur compétitivité.

Les participations croisées entre Aéroports de Paris et Schiphol Group, dont le niveau a tenu compte des contraintes d'actionariat public, permettent à chacune des deux sociétés de bénéficier financièrement des effets positifs du rapprochement. La commission a été informée que ces participations seraient mises en équivalence dans les comptes consolidés des deux groupes.

X. — La commission constate que les accords qui lui ont été présentés constituent un « accord de coopération industrielle, commerciale ou financière » au sens de l'article 1er du décret du 3 septembre 1993 susvisé, qu'ils préservent les intérêts nationaux, que le choix de Schiphol Group comme acquéreur d'actions d'Aéroports de Paris est pertinent et que les conditions de la cession de 8 % du capital d'Aéroports de Paris ne sous-estiment pas la valeur de cette société.

Pour tous ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la commission émet un avis favorable au choix de l'acquéreur et aux conditions de cette cession ainsi qu'au projet d'arrêté annexé au présent avis *.

* le texte de l'arrêté figure en page suivante

Arrêté du 26 novembre 2008 fixant les modalités de transfert au secteur privé d'une participation minoritaire détenue par l'Etat au capital de la société Aéroports de Paris SA

NOR: ECET0827658A

La ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi,

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations ;
Vu la loi n° 2005-357 du 20 avril 2005 relative aux aéroports, et notamment son article 6 ;
Vu le décret n° 93-1041 du 3 septembre 1993 modifié pris pour l'application de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations ;
Vu le décret n° 2006-575 du 22 mai 2006 autorisant une ouverture minoritaire du capital d'Aéroports de Paris ;
Vu l'avis relatif aux objectifs de l'accord de coopération industrielle entre Aéroports de Paris SA et NV Luchthaven Schiphol publié au Journal officiel de la République française du 22 octobre 2008 ;
Vu l'avis conforme n° 2008-AC-3 de la Commission des participations et des transferts en date du 20 novembre 2008,

Arrête :

Article 1

Le transfert au secteur privé d'une partie du capital de la société Aéroports de Paris SA s'effectuera par la cession à la société NV Luchthaven Schiphol de 7 916 848 actions détenues par l'Etat représentant 8 % du capital et des droits de vote de la société Aéroports de Paris pour un prix de 67 euros par action. A l'issue de cette cession, l'Etat détiendra 60,4 % du capital de la société Aéroports de Paris SA.

Article 2

Le directeur général du Trésor et de la politique économique est chargé de l'exécution du présent arrêté, qui sera publié au Journal officiel de la République française.

Fait à Paris, le 26 novembre 2008.

Christine Lagarde

JORF n° 0030 du 5 février 2010 page 2188

**Avis de la Commission des participations et des transferts
n° 2010-AC-1 du 12 janvier 2010
relatif à l'ouverture minoritaire au secteur privé du capital de la CADEC**

La commission émet l'avis suivant :

I. — Par lettre en date du 6 janvier 2010, la ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi a saisi la commission, en application de l'article 3 de la loi du 6 août 1986 susvisée, en vue de l'ouverture minoritaire au secteur privé du capital de la Caisse de développement de la Corse (CADEC), société de développement régional de la Corse, capital qui est détenu par l'Etat à hauteur de 67 % et par la collectivité territoriale de Corse à hauteur de 33 %.

La cession au secteur privé d'une participation minoritaire dans le capital de la CADEC a été autorisée par le décret du 11 janvier 2010 susvisé, en application de l'article 19 de la loi du 6 août 1986 susvisée.

Conformément aux dispositions de l'article 1er (2°) du décret du 3 septembre 1993 susvisé, la publicité de la décision de vente a été assurée par une publication au Journal officiel du 3 octobre 2009. La procédure choisie ne prévoyant pas de cahier des charges, la ministre a désigné M. François CAILLETEAU, inspecteur général des finances (h), en tant que personnalité indépendante chargée de veiller au bon déroulement de la procédure.

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

II. — La Caisse de développement de la Corse (CADEC) est depuis 1982 une société de développement régional (SDR) active en Corse. Elle est agréée comme institution financière spécialisée par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Son capital est réparti entre l'Etat pour 67 % et la collectivité territoriale de Corse pour 33 %. La CADEC a depuis 2000 la forme d'une société par actions simplifiée. A la suite de la cession par l'Etat de sa participation de 25 % dans Corsabail à la CADEC, cette dernière détient 94 % du capital de cette société de crédit-bail immobilier.

La CADEC a connu des difficultés importantes dans les années 1990 en raison des pertes subies sur son activité de crédit. Pour éviter la cessation de paiement, deux recapitalisations ont été effectuées, en 1996, puis à nouveau en 1999. La deuxième recapitalisation a été accompagnée de la création par les deux actionnaires, l'Etat et la collectivité territoriale de Corse, de comptes courants d'associés en vue de couvrir des pertes prévisionnelles estimées à 15 millions d'euros. Dans le même temps était prise la décision d'arrêter de façon définitive l'activité de crédit de la CADEC et de Corsabail et de limiter la gestion aux recouvrements des créances et à la réalisation des actifs.

La gestion des recouvrements conduite avec efficacité par le nouveau dirigeant a permis de redresser la situation financière du groupe, faisant apparaître au cours des dernières années, grâce à des reprises de provisions, un résultat courant bénéficiaire et une trésorerie largement positive.

Les exercices récents ont fait apparaître, sur une base consolidée, un produit net bancaire de 1,7 million d'euros en 2006 et de 2 millions en 2007 et 2008. Grâce, pour l'essentiel, aux reprises de provisions résultant des recouvrements, le résultat courant s'est élevé à 2,7 millions d'euros en 2006, à 0,9 million en 2007 et 5 millions en 2008. Le résultat net, part du groupe, a été respectivement de 0,3

million, — 1 million et 0,9 million, après crédit des comptes courants des actionnaires en application de la clause de retour à meilleure fortune prévue dans les conventions de recapitalisation.

Au 31 décembre 2009, l'actif net comptable consolidé est évalué à 9,3 millions d'euros et la trésorerie nette consolidée prévisionnelle est estimée à 26,9 millions (après rachat de la participation de l'Etat dans Corsabail et provisions fiscales).

III. — En mars 1999, l'Assemblée de Corse adoptait une délibération visant à la relance de l'activité de la CADEC dans le cadre de la création d'une plate-forme de financement des entreprises composée de plusieurs outils distincts mais complémentaires et coordonnés. Cette réforme doit permettre la mobilisation des financements de la collectivité territoriale de Corse, de l'Etat et de l'Union européenne dans les conditions imposées par le droit français et européen.

En vue de créer les conditions permettant une telle relance de l'activité, l'Etat et la collectivité territoriale de Corse, actionnaires de la CADEC, ont prévu le dispositif suivant, dont les deux éléments seront simultanés :

— l'Etat cède sa participation de 67 % dans la CADEC, avec l'objectif qu'entrent au capital des institutions financières aptes à accompagner le groupe ;

— l'Etat et la collectivité territoriale de Corse conviennent, après le remboursement des comptes courants créditeurs dont ils sont titulaires (et abandon par l'Etat de la clause de retour à meilleure fortune), de doter chacun, pour un montant égal à ce remboursement, un fonds de réserve à la disposition de la CADEC.

Un avis, publié au Journal officiel du 3 octobre 2009, invitait les candidats à l'acquisition à se faire connaître dans un délai de deux mois. Une seule offre s'est manifestée qui s'est traduite par la remise le 3 novembre 2009 d'une lettre indicative d'intérêt. Des discussions ont été menées depuis lors avec l'Etat, la collectivité territoriale de Corse étant informée. Elles ont abouti à une offre d'acquisition définitive remise le 6 janvier 2010.

Cette offre est déposée conjointement par :

— la Caisse des dépôts et consignations qui propose d'acquérir 20 % du capital de la CADEC ;

— la Société d'aide au financement du développement industriel (SAFIDI), pour 6,7 % du capital ;

— le Crédit coopératif, pour 25,3 % du capital ;

— la Caisse d'épargne Provence-Alpes-Corse, pour 15 % du capital.

La collectivité territoriale de Corse conservant 33 % du capital de la CADEC, le secteur public continuerait ainsi à détenir la majorité du capital. L'opération constitue donc une ouverture minoritaire de capital au secteur privé qui a été autorisée par le décret du 11 janvier 2009 susvisé.

La ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi a saisi la commission d'une proposition visant à retenir les candidats ayant remis l'offre conjointe précitée comme acquéreurs de la participation cédée par l'Etat dans la CADEC.

La personnalité indépendante désignée par la ministre conclut dans son rapport du 7 janvier 2010 que la procédure n'appelle pas de réserve tant du point de vue de la régularité du processus que de celui de l'information complète et sincère des parties.

IV. — La cession de la participation de l'Etat dans la CADEC se fera pour un prix total de 4 millions d'euros. L'Etat ne consent aucune garantie aux acquéreurs autres que les garanties juridiques usuelles.

Le contrat de cession d'actions est juridiquement lié à la conclusion de plusieurs autres actes, dont les principes sont fixés en annexe du contrat, et qui sont principalement les suivants :

— une convention entre l'Etat et la CADEC mettant en place un fonds doté par l'Etat dans le cadre des nouvelles activités de financement régional de la CADEC et de Corsabail. Créé pour une durée de quinze ans, le fonds a le même montant que celui des comptes courants créditeurs remboursés à l'Etat. Il a pour objet de financer exclusivement les activités d'avances remboursables et de crédit-bail, initiées pendant une durée de dix ans, dans la limite de 55 % de leur montant et d'un plafond annuel de 3,3 millions d'euros. Pendant cette période de dix ans, la CADEC ne pourra pas contracter de dette bancaire. Le montant du fonds sera diminué, d'une part, des pertes nettes (pertes, provisions et reprises de provisions) subies par la CADEC sur les activités précédemment définies, dans la limite de 0,8 million d'euros par an, et, d'autre part, d'un montant annuel versé à la CADEC à hauteur de 3 % de l'encours. Le fonds est rémunéré grâce au placement de ses capitaux et à une quote-part des produits résultant des activités qu'il finance. Le montant résiduel du fonds sera remboursé lors de sa clôture. Il viendrait à terme par anticipation en cas de cession d'au moins 20 % du capital à un acquéreur, autre qu'un établissement de crédit de premier rang, qui n'aurait pas été approuvé par l'Etat ;

— une convention parallèle entre la collectivité territoriale de Corse et la CADEC, mettant en place un fonds doté d'un montant égal aux comptes courants créditeurs remboursés à la collectivité. Ce fonds supportera 45 % des pertes nettes de la CADEC et fonctionnera suivant les mêmes principes généraux que celui doté par l'Etat ;

— un pacte d'actionnaires entre la collectivité territoriale de Corse et les nouveaux actionnaires de la CADEC.

L'opération est réalisée sous la condition suspensive de l'accord des autorités bancaires.

V. — Conformément à la loi, la commission a procédé à l'évaluation de la CADEC en recourant à une analyse multicritères qui prend en compte la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, l'existence des filiales et les perspectives d'avenir.

A cette fin, elle a disposé du rapport d'un expert indépendant qui a retenu en l'espèce deux méthodes d'évaluation :

— l'actif net comptable réévalué : l'expert, sur la base du bilan prévisionnel à fin 2009, a calculé la valeur de l'actif net en tenant compte, par voie de décotes, de l'illiquidité de certains actifs et des restrictions à la liquidité des participations des nouveaux actionnaires en raison des contraintes juridiques qui leur sont imposées ;

— l'actualisation des flux futurs de trésorerie : cette méthode a été appliquée sur la base d'un plan d'affaires établi par l'entreprise et qui couvre les exercices 2010 à 2020 et dont l'expert a vérifié la cohérence et la vraisemblance. Le plan d'affaires prend en compte le fonctionnement des deux fonds qui doivent être conventionnellement constitués par l'Etat et la collectivité territoriale de Corse et qui sont décrits au point IV du présent avis. Les flux sont actualisés au coût des fonds propres (la société est en excédent de trésorerie nette). Le taux d'actualisation prend en compte le niveau de risque lié à la taille et au marché restreints de la CADEC. Une décote traduisant les facteurs d'illiquidité de la participation est appliquée.

Les méthodes de valorisation par multiples de transactions comparables ou de sociétés cotées comparables ont été écartées par l'expert en l'absence de comparable et du fait que les agrégats financiers de la CADEC ne retracent qu'une gestion extinctive.

En définitive, les estimations de l'expert indépendant déterminent une fourchette d'évaluation de la CADEC dans laquelle s'inscrit le prix proposé par les candidats à l'acquisition.

VI. — La commission a procédé à l'examen de l'offre d'acquisition qui lui a été présentée.

Elle a noté que l'offre qui lui est soumise est présentée conjointement par quatre institutions financières :

- la Caisse des dépôts et consignations ;
- la Société d'aide au financement du développement industriel (SAFIDI), filiale du groupe EDF ;
- le Crédit coopératif ;
- la Caisse d'épargne Provence-Alpes-Corse.

Les candidats acquéreurs sont des institutions financières expérimentées, à même de participer avec compétence à la relance, sur des bases financières saines, de l'activité de crédit de la CADEC au bénéfice des entreprises établies en Corse. Ils acceptent les conditions prévues pour la constitution par l'Etat et la collectivité territoriale de Corse de deux fonds de financement des nouvelles activités. L'offre répond ainsi aux objectifs poursuivis par l'Etat dans la cession de sa participation.

S'agissant de la valeur de l'entreprise, la commission estime comme l'expert indépendant qu'elle peut être appréciée à titre principal sur la base de la situation nette au 31 décembre 2009, compte tenu de la transformation en fonds remboursables des comptes courants créditeurs existants de l'Etat et de la collectivité territoriale de Corse.

L'application de la méthode de l'actualisation des flux, fondée sur un plan d'affaires prudent, confirme la vraisemblance de la valeur obtenue.

Les facteurs particuliers d'illiquidité de la participation acquise par le groupe d'investisseurs sont intégrés par une décote globale conforme aux usages de l'évaluation financière.

La commission fixe à 4 millions d'euros la valeur des 67 % du capital détenus par l'Etat dans la CADEC.

Le prix de vente proposé par les candidats respecte cette valeur.

Pour tous ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la commission émet un avis favorable à la proposition de cession de la participation de l'Etat dans la CADEC qui lui a été présentée, ainsi qu'au projet d'arrêté annexé au présent avis*.

* le texte de l'arrêté figure en page suivante

Arrêté du 3 février 2010 fixant les modalités de cession d'une participation majoritaire détenue par l'Etat dans la société CADEC (Caisse de développement de la Corse)

NOR: ECET1001088A

La ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi,

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

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations, notamment ses articles 3 et 4 ;

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

Vu le décret n° 93-1041 du 3 septembre 1993 modifié pris pour l'application de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations, notamment son article 1er (2°) ;

Vu le décret n° 2010-36 du 11 janvier 2010 autorisant la prise de participation minoritaire du secteur privé au capital de la Caisse de développement de la Corse (CADEC) ;

Vu l'avis relatif à la cession de gré à gré de la participation majoritaire détenue directement par l'Etat au capital de la société CADEC (Caisse de développement de la Corse), publié au Journal officiel du 3 octobre 2009 ;

Vu l'avis conforme n° 2010-AC-1 de la Commission des participations et des transferts en date du 12 janvier 2010 recueilli en application des articles 3 et 4 de la loi du 6 août 1986 susvisée (1),

Arrête :

Article 1

La cession de la participation majoritaire de l'Etat dans la société CADEC (Caisse de développement de la Corse), entraînant transfert minoritaire du capital de la CADEC au secteur privé, est approuvée, à hauteur de 95 140 actions représentant 67 % du capital de la société CADEC (Caisse de développement de la Corse), pour un montant de 4 000 000 euros.

Article 2

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

Fait à Paris, le 3 février 2010.

Christine Lagarde

JORF n°0127 du 4 juin 2010 page10313

**Avis de la Commission des participations et des transferts
n° 2010-AC-2 du 4 mai 2010
relatif au transfert au secteur privé par AREVA d'AREVA T&D**

La commission émet l'avis suivant :

I. — Par lettres en date du 23 novembre 2009 et du 1er avril 2010, la ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi a saisi la commission, en application de l'article 20 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la participation de 100 % du capital détenue par AREVA dans la société AREVA T&D.

Le groupe AREVA T&D emploie environ 30 000 personnes et a réalisé en 2009 un chiffre d'affaires de 5,5 milliards d'euros. La cession projetée entre donc dans le champ d'application du dernier alinéa de l'article 20 de la loi du 6 août 1986 modifiée susvisée. En vertu des dispositions dudit article, l'autorisation de cession ne peut être accordée si le prix de cession est inférieur à la valeur fixée par la commission ou si les intérêts nationaux ne sont pas préservés. Il doit être également tenu compte de l'incidence des charges qui, le cas échéant, demeurent pour le secteur public après la cession.

Procédure de cession

II. — AREVA T&D, filiale du groupe AREVA, est une de ses quatre divisions opérationnelles. Avec environ 11 % de part de marché, AREVA T&D est le troisième acteur mondial dans son secteur après ABB et Siemens. Ces trois groupes représentent la moitié du marché mondial.

AREVA T&D est présent aux quatre étapes de la chaîne de transmission de l'énergie électrique :

- la connexion des centrales de génération aux réseaux ;
- la transmission, c'est-à-dire le transport à longue distance de l'électricité (réseaux de transmission à haute et très haute tension, stations et sous-stations) ;
- la distribution, c'est-à-dire le transport à plus courte distance (réseaux de distribution à moyenne tension, sous-stations) ;
- la connexion des entreprises très consommatrices d'énergie (transports par rail, métallurgie et mines, exploitations d'hydrocarbures, infrastructures publiques).

Les opérateurs de réseaux représentent 60 % du marché en valeur d'AREVA T&D.

AREVA T&D fournit à ses clients systèmes clés en main (stations et sous-stations, systèmes de transmission), équipements (transformateurs, disjoncteurs, commutateurs) et services (maintenance, conseil, formation).

AREVA T&D réalise 41 % de son chiffre d'affaires en Europe où il détient ses plus fortes positions en France, en Allemagne et au Royaume-Uni. Ses autres principaux marchés sont le Moyen-Orient (20 % du chiffre d'affaires), l'Inde et la Chine (14 % du chiffre d'affaires).

Le chiffre d'affaires d'AREVA T&D a connu en 2007 et 2008 une forte progression (plus de 16 % par an) et son secteur est considéré par les spécialistes comme devant, au-delà de la crise économique actuelle, connaître une croissance continue avec l'augmentation prévisible des besoins d'énergie, notamment d'électricité, au niveau mondial et la demande de renouvellement des réseaux existants. En

effet, indépendamment de leur éventuelle vétusté, les réseaux ont vocation à devenir « plus intelligents » (smart grids) afin de parvenir à une régulation optimale de la fourniture d'électricité et d'intégrer des formes nouvelles de production irrégulière et décentralisée (éoliennes par exemple).

AREVA T&D a réalisé un chiffre d'affaires de 5,1 milliards d'euros en 2008 et de 5,5 milliards en 2009, en hausse annuelle de respectivement 16,8 % et 8 %. Le résultat d'exploitation s'est élevé à 561 millions d'euros en 2008 (+ 11 %) et à 405 millions en 2009 (— 7,4 % en raison de la dégradation de la marge brute). Le cash flow opérationnel, qui était positif de 245 millions en 2007, est devenu légèrement négatif en 2008 et 2009 en raison, d'une part, des investissements destinés à augmenter les capacités et, d'autre part, de l'accroissement des affaires réalisées dans des zones géographiques à plus longs délais de paiement.

Les deux premiers mois de l'exercice 2010 apparaissent en recul sur les prévisions du fait de la contraction du marché, de l'érosion des prix et du renforcement de la concurrence.

III. — AREVA est un groupe intégré présent sur l'ensemble de la chaîne de production d'énergie nucléaire :

- l'amont : mines, enrichissement du minerai, combustible (26 % du chiffre d'affaires consolidé) ;
- la construction de réacteurs, les équipements et services liés (23 %) ;
- l'aval : recyclage, logistique et ingénierie (15 %).

Le groupe est par ailleurs un acteur de la transmission et distribution d'énergie électrique avec AREVA T&D (36 %).

En 2009, le groupe AREVA a réalisé un chiffre d'affaires de 14 milliards d'euros (en hausse de 6,4 % par rapport à 2008), un résultat opérationnel de 501 millions (en hausse de 20,1 % malgré des provisions complémentaires sur le contrat de l'EPR finlandais) et un résultat net de 552 millions (en baisse de 6 % du fait de la dégradation des résultats de certaines participations). Les capitaux propres s'élèvent à 7,6 milliards d'euros au 31 décembre 2009 et l'endettement financier net à 6,2 milliards.

AREVA avait acquis T&D en 2004 auprès d'Alstom, qui connaissait alors de graves difficultés financières, en vue de développer son positionnement comme fournisseur de technologies et de solutions pour l'acheminement d'énergie électrique. De plus, cette activité s'exerce sur un cycle économique court, alors que celui du nucléaire est à long terme.

Le groupe AREVA fait aujourd'hui face à d'importants besoins de financement en raison notamment du renouveau d'intérêt dans le monde pour l'énergie nucléaire. A ce titre, AREVA prévoit un plan stratégique d'investissements de l'ordre de 9 milliards d'euros d'ici à 2012 qui doit lui permettre d'adapter son outil industriel à la forte demande de ces prochaines années. S'y ajoute pour AREVA la nécessité de racheter à Siemens sa part de 34 % dans l'entreprise commune AREVA NP (valeur comptable de 2 milliards d'euros) du fait de l'exercice par Siemens en janvier 2009 de son option de vente.

Pour faire face à ces besoins que le groupe ne peut assumer par la seule génération de ses cash flows, le conseil de surveillance d'AREVA a arrêté le 30 juin 2009 un plan de financement comprenant quatre volets :

- une augmentation de capital à hauteur de 15 % qui sera ouverte à des investisseurs stratégiques et industriels de long terme ;
- le lancement d'un emprunt obligataire sur le marché ;

— la cession, à l'intérieur du secteur public, des participations dans Eramet et STMicroelectronics ainsi que la vente de lignes de titres cotés et l'ouverture du capital de certains actifs ;

— la cession d'AREVA T&D.

IV. — La procédure de cession d'AREVA T&D a compris deux phases.

Le processus de cession a été lancé le 30 juin 2009. Une liste de 73 acquéreurs potentiellement intéressés a été initialement dressée, comportant tant des groupes industriels que des fonds d'investissement.

Vingt-deux candidats potentiels ont signé un engagement de confidentialité et ont participé à la première phase. Les candidats, informés que leur offre serait appréciée au vu de ses conditions financières et du projet industriel et social présenté, ont reçu une liste de questions précises sur ce projet. Un mémorandum d'information a été mis à leur disposition présentant les activités, les marchés, les perspectives et la situation financière d'AREVA T&D. Il a été complété par des rapports spécialisés (Vendor Due Diligence). Chaque candidat a pu poser des questions ; la synthèse des réponses qui y ont été apportées a été communiquée à tous les candidats.

Cette phase s'est conclue le 18 septembre 2009 par la remise de trois offres non engageantes émanant de Alstom associé à Schneider Electric, de General Electric associé à CVC Capital Partners et de Toshiba.

Ces trois candidats ont été invités à participer à la deuxième phase du processus de cession par décision du conseil de surveillance d'AREVA du 29 septembre. Durant cette deuxième phase, les candidats ont eu accès à une salle d'information (data room), à des entretiens avec la direction d'AREVA T&D et à des visites de sites industriels.

Les trois candidats ont remis leurs offres fermes le 9 novembre après certaines modifications de la composition des consortiums acheteurs. Les offres émanent de Alstom associé à Schneider Electric, de General Electric seul et de Toshiba associé à INCJ.

Les discussions sur les termes du projet de contrat de cession d'actions, en particulier sur les garanties, ont conduit les trois candidats à améliorer les termes contractuels de leurs offres le 23 novembre. Deux des trois candidats ont apporté des compléments à leur offre après cette date.

A l'issue de cette procédure, et sur la base des dernières offres, le conseil de surveillance d'AREVA a décidé le 30 novembre d'autoriser l'entrée en négociation exclusive avec le consortium Alstom/Schneider en vue de lui céder 100 % du capital d'AREVA T&D.

L'accord portant sur les modalités juridiques et financières de la cession a été signé sous conditions suspensives le 20 janvier 2010.

Evaluation d'AREVA T&D

V. — Conformément à la loi, la commission a disposé du rapport d'évaluation d'AREVA T&D établi par des experts indépendants désignés conformément aux dispositions du décret du 24 octobre 1986 modifié susvisé. Elle a également disposé du rapport établi par la banque-conseil de l'Etat. Ces rapports, établis en novembre 2009, ont été complétés et mis à jour en avril 2010.

Les deux rapports recourent à trois méthodes d'évaluation :

— l'actualisation des flux de trésorerie est la méthode principale. Les banques ont construit un plan d'affaires sur la période 2009-2015 en extrapolant les prévisions et les estimations de l'entreprise révisées en octobre 2009. Elles ont également considéré un plan alternatif sur la base d'une réduction

inférieure aux prévisions des coûts et du besoin en fonds de roulement, se conjuguant à un montant plus élevé d'investissement. Dans les deux cas, les flux sont actualisés jusqu'en 2015 et une valeur terminale est calculée à partir d'une année normative et d'une hypothèse de croissance annuelle de 2,5 %. Cette valeur terminale représente environ les deux tiers de l'évaluation. Le taux d'actualisation a été, selon l'usage, déterminé d'après le modèle d'équilibre des actifs financiers et le risque spécifique (beta) a été estimé par rapport à celui d'un échantillon d'entreprises du secteur ;

— les multiples boursiers de sociétés comparables ont été utilisés à titre illustratif. Le multiple valeur d'entreprise/EBITDA a constitué la principale référence sur la période 2010-2011. Les banques ont retenu respectivement comme comparables onze et douze sociétés cotées du monde entier ;

— les multiples résultant des évaluations des secteurs T&D des deux leaders du marché, ABB et Siemens par des analystes financiers de grandes banques ont également été utilisés à titre illustratif. Le multiple valeur d'entreprise/EBITDA pour 2010 a constitué la principale référence.

Les rapports n'utilisent pas la méthode des multiples de transactions comparables faute de référence et ils ne font pas appel à la méthode de l'actif net réévalué jugée inadaptée au cas d'un groupe d'ingénierie technique où une partie de l'activité n'est pas ou peu capitalistique.

Les rapports présentent des fourchettes d'évaluation convergentes, essentiellement fondées sur les méthodes d'actualisation des flux. Les banques soulignent que les méthodes des multiples sont en l'espèce peu significatives du fait qu'aucun acteur spécialisé de T&D comparable à AREVA T&D n'est coté et que les branches T&D d'ABB et de Siemens, valorisées seulement par un nombre restreint d'analystes, présentent des profils de marge très différents de celui d'AREVA T&D.

VI. — Conformément à l'article 20, dernier alinéa, de la loi du 6 août 1986, la commission est appelée à fixer la valeur d'AREVA T&D. Le quatrième alinéa dudit article précise que les « évaluations sont conduites selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés, en tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur boursière des titres, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence des filiales et des perspectives d'avenir ».

La commission a considéré que la méthode de l'actualisation des flux pouvait être retenue à titre principal s'agissant de la cession de l'intégralité du capital de T&D. Cette méthode intègre en effet la prime correspondant à l'acquisition du contrôle de la société et de ses flux de trésorerie. A titre complémentaire, la méthode des comparables boursiers fournit une référence de marché objective.

AREVA T&D a connu, après le redressement de sa situation à la suite de son acquisition par AREVA, une progression très importante de son activité jusqu'en 2008. Malgré la crise économique mondiale, les perspectives de la société paraissent solides et s'inscrivent dans un environnement porteur. La compétence technologique des équipes de la société la rend bien placée pour profiter des évolutions de son marché vers des réseaux de transport d'énergie plus intelligents et plus efficaces (smart grids). La pertinence de ses implantations géographiques, spécialement en Asie, est un atout.

Sur ces bases, la commission estime que la valeur d'AREVA T&D (valeur des fonds propres) ne saurait être inférieure à 2,2 milliards d'euros.

Choix de l'acquéreur

VII. — Comme il est exposé au point IV du présent avis, trois candidats ont déposé des offres fermes d'achat d'AREVA T&D.

a) Un consortium composé d'Alstom et de Schneider Electric :

— Alstom est un fabricant d'infrastructures destinées aux secteurs de l'énergie (centrales clés en main, turbines) et des transports ferroviaires. Alstom a une capitalisation boursière de 13 milliards d'euros et le groupe Bouygues détient 30 % de son capital. Il emploie 81 000 salariés. Durant l'exercice annuel clos au 31 mars 2009, Alstom a réalisé un chiffre d'affaires de 18,7 milliards d'euros, un résultat d'exploitation de 1,4 milliard et un résultat net de 1,1 milliard ;

— Schneider Electric est un fabricant d'équipements de distribution électrique basse et moyenne tension, d'automatismes et systèmes de contrôle et d'équipements de protection électrique. Le groupe a une capitalisation boursière de 20 milliards d'euros et emploie 114 000 salariés. Durant l'exercice 2008, Schneider Electric a réalisé un chiffre d'affaires de 18,3 milliards d'euros, un résultat d'exploitation de 2,6 milliards et un résultat net de 1,7 milliard.

b) General Electric :

— General Electric est un conglomérat aux multiples activités qui comprend cinq pôles principaux : les services financiers, les équipements d'infrastructures (moteurs d'avions, production et distribution d'énergie, traitement de l'eau), les équipements domestiques et industriels, les équipements médicaux et les médias (NBC). General Electric a une capitalisation boursière de 120 milliards d'euros et emploie 320 000 salariés. Le groupe a réalisé en 2008 un chiffre d'affaires de 80 milliards d'euros, un résultat d'exploitation de 14 milliards et un résultat net de 12 milliards. General Electric est présent en France, notamment via la production de turbines à gaz, l'accord avec Safran sur les moteurs d'avion, l'imagerie médicale (GE Healthcare) et l'activité de crédit (GE Capital) ; il emploie en France 10 000 salariés.

c) Un consortium composé de Toshiba et de INCJ :

— Toshiba est un groupe présent dans de nombreux secteurs : l'électronique, la téléphonie, l'informatique, l'audiovisuel et l'énergie nucléaire (avec le rachat en 2007 de Westinghouse). Toshiba a une activité dans le secteur T&D. Toshiba a une capitalisation boursière de 1 400 milliards de yens (11,3 milliards d'euros) et emploie 200 000 salariés. Toshiba a réalisé durant l'exercice annuel clos le 31 mars 2009 un chiffre d'affaires consolidé de 6 655 milliards de yens (soit environ 49 milliards d'euros). Affecté par la crise économique, spécialement dans le secteur de l'électronique (semi-conducteurs), le groupe a affiché une perte d'exploitation de 250 milliards de yens (1,9 milliard d'euros) contre des bénéfices du même montant les trois années précédentes. Un plan d'action vise à retrouver dès 2010 un résultat bénéficiaire. Toshiba est présent en France avec 2 000 employés ;

— INCJ (Innovation Network of Japan) est un fonds qui a été constitué en juillet 2009 par le gouvernement japonais en associant des capitaux publics et des capitaux privés en vue de promouvoir l'innovation par des investissements à long terme dans des technologies avancées clés. Les premiers secteurs visés sont l'environnement et l'énergie, les sciences de la vie, l'électronique, les matériaux, les machines.

VIII. — Le 30 novembre 2009 le conseil de surveillance d'AREVA a demandé au directoire d'entrer en négociation exclusive avec le consortium Alstom/Schneider sur les bases suivantes :

— un prix de cession de 2,29 milliards d'euros (correspondant à une valeur d'entreprise de 4,09 milliards) ;

— l'absence de garantie de la part d'AREVA ;

— l'engagement de maintenir tous les sites européens pendant trois ans ;

— l'engagement d'Alstom/Schneider de « proposer à tous les collaborateurs [d'AREVA T&D] en Europe un emploi équivalent dans le même bassin d'emploi, maintenant qualification, ancienneté et

rémunération ; aucun plan de départs collectifs autres que volontaires, sauf dégradation significative des conditions économiques ».

L'accord de cession a été signé, sous conditions suspensives, le 20 janvier 2010.

La commission a noté la qualité des projets présentés par les trois candidats qui sont des groupes mondiaux de premier plan. Elle a procédé à l'examen des trois offres et entendu les candidats au cours de sa séance du 23 novembre 2009.

Outre les conditions financières et les engagements sociaux ci-dessus mentionnés, l'offre du consortium Alstom/Schneider présente un plan industriel qui consiste à apporter à chaque partenaire l'un des deux pôles d'activité d'AREVA T&D. Le pôle « transmission » serait apporté à Alstom en vue de permettre à ce groupe de disposer d'un troisième métier qui présente une connexité avec son activité de génération d'énergie, sur le plan commercial comme sur celui de la recherche développement. Le pôle « distribution » serait apporté à Schneider Electric afin que, grâce à l'apport de cette activité de moyenne tension, soit créé un leader de la moyenne et de la basse tension ; ce projet permettrait de dégager des synergies et de donner accès au « marché diffus ». Des accords entre Alstom et Schneider Electric ont été conclus pour permettre aux deux équipes de continuer à offrir des offres globales combinant haute et moyenne tension.

L'offre de General Electric comprenait un prix d'achat de 2,182 milliards d'euros, assorti de la possibilité pour AREVA de recevoir 100 millions sous forme d'un dividende exceptionnel à verser par AREVA T&D. Des garanties étaient demandées avec une franchise (2 % du prix de vente) et un maximum (12 % du prix de vente).

Le projet industriel décrit par General Electric consistait à créer un leader mondial dans la transmission et distribution, capable de rivaliser avec les deux premiers acteurs mondiaux du secteur. A cette fin, General Electric apporterait l'ensemble de son activité de transmission et distribution (2,9 milliards de chiffre d'affaires) à AREVA T&D qui est au demeurant complémentaire tant en gamme de produits que géographiquement. Le nouvel ensemble serait particulièrement bien placé dans le segment porteur des « smart grids ». L'introduction en Bourse de Paris était envisagée. Le siège serait en France où un centre de recherche et de développement serait également établi. General Electric s'engageait à maintenir le niveau d'emploi pendant deux ans, à conserver l'outil de production en France et à ne pas procéder à restructuration site par site.

Le consortium Toshiba/INCJ proposait un prix d'achat de 2,4 milliards d'euros auquel il a déclaré le 27 novembre ajouter la possibilité pour AREVA de prélever un dividende exceptionnel de 200 millions d'euros. Les garanties demandées étaient limitées à 1 % maximum du prix de vente.

Le projet industriel décrit par Toshiba consistait à devenir un acteur mondial majeur de la transmission et distribution. Toshiba envisageait d'apporter, à horizon de quelques années, sa propre activité dans ce secteur (2,3 milliards d'euros de chiffre d'affaires) à AREVA T&D. Il est particulièrement implanté en Chine et au Japon. Le développement serait recherché sur la très haute tension et les « smart grids ». Compte tenu de l'absence de doublons, Toshiba s'engageait à ne procéder en Europe ni à restructuration ni à délocalisation. Les rémunérations et avantages du personnel seraient maintenus.

Le choix du conseil de surveillance d'AREVA a été rendu public par un communiqué du 30 novembre 2009. Un communiqué du ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi en date du 1er décembre 2009 porte l'appréciation suivante de l'actionnaire majoritaire d'AREVA : « l'offre du consortium Alstom-Schneider Electric est apparue la mieux-disante au regard de l'analyse d'ensemble conduite sur les critères fixés par AREVA et l'Etat pour la cession, à savoir le respect des intérêts patrimoniaux d'AREVA et le développement de l'outil industriel et de l'emploi ».

IX. — La commission note, en ce qui concerne la procédure de sélection des candidats, que le cadre juridique des appels d'offres, défini par les lettres qui leur ont été adressées par la banque-conseil

d'AREVA, a été conforme aux usages pour ce type d'opérations. Ce cadre, dont l'interprétation relève du droit privé, laissait au vendeur une large liberté d'appréciation en matière de délais de recevabilité des offres et de pondération des critères de sélection, sous réserve de respecter l'égalité de traitement entre les candidats. En l'espèce, il est apparu à la commission que c'est à juste titre que le conseil de surveillance d'AREVA s'est fondé sur la dernière version des offres.

Dans la comparaison financière globale des offres (prenant en compte le prix, la nature et l'importance des garanties demandées au vendeur), l'offre du consortium Alstom/Schneider Electric est apparue aux yeux du conseil de surveillance d'AREVA comme suffisamment proche de celles des deux autres candidats pour justifier que soient pris en compte d'autres critères. De l'avis du conseil de surveillance, les garanties sociales les plus fortes ont été données par le consortium Alstom/Schneider Electric. Dans son choix, le conseil de surveillance a été sensible au mérite du projet industriel du consortium Alstom/Schneider Electric et aux aspects concurrentiels.

La commission considère que la décision d'AREVA de retenir l'offre du consortium Alstom/Schneider Electric prend en compte de façon équilibrée les mérites de son projet industriel, les engagements sociaux et le niveau du prix offert par rapport à ceux des autres offres. Cette décision satisfait ainsi aux conditions posées par la loi du 6 août 1986 susvisée et aux critères fixés par la procédure de cession.

S'agissant des perspectives d'avenir et de la pérennité des activités de l'entreprise cédée, la commission a pris note des accords conclus entre Alstom et Schneider en vue de répondre conjointement aux appels d'offres intégrés haute et moyenne tension, notamment à travers un schéma de consortium pour les projets stratégiques.

La commission observe que, grâce à la pression concurrentielle du processus de cession, le prix obtenu par AREVA, auquel s'ajoute le remboursement de la dette intra-groupe, se traduit par une plus-value importante par rapport à son coût d'acquisition en 2004.

Les conditions financières proposées dans l'offre du consortium Alstom/Schneider Electric respectent la valeur d'AREVA T&D telle que fixée au point VI du présent avis.

X. — Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, LA COMMISSION ÉMET UN AVIS FAVORABLE au projet de décret dont le texte est annexé au présent avis et visant à autoriser le transfert au secteur privé par AREVA du capital de la société AREVA T&D*.

* le texte du décret figure en page suivante

**Décret n° 2010-589 du 2 juin 2010 autorisant le transfert au secteur privé de la filiale
AREVA Transmission et Distribution d'AREVA**

NOR: ECET1011898D

Le Premier ministre,

Sur le rapport de la ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi,

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

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations, notamment son article 20 ;

Vu le décret n° 86-1140 du 24 octobre 1986 modifié pris pour l'application de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations ;

Vu la demande d'autorisation de cession de titres de la société AREVA Transmission et Distribution en date du 26 avril 2010 transmise par la présidente du directoire d'AREVA au ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi ;

Vu l'avis conforme en date du 4 mai 2010 de la Commission des participations et des transferts recueilli en application des articles 3 et 20 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 précitée (1),

Décète :

Article 1

Le transfert du secteur public au secteur privé de la filiale AREVA Transmission et Distribution du groupe AREVA est autorisé.

Article 2

La ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi est chargée de l'exécution du présent décret, qui sera publié au Journal officiel de la République française.

Fait à Paris, le 2 juin 2010.

François Fillon

Par le Premier ministre :

La ministre de l'économie,
de l'industrie et de l'emploi,

Christine Lagarde

JORF n°0248 du 24 octobre 2010 page 19135

**Avis de la Commission des participations et des transferts
n° 2010-AC-5 du 20 octobre 2010
relatif au transfert au secteur privé par EDF de ses réseaux
de distribution d'électricité au Royaume-Uni**

La commission émet l'avis suivant :

I. — Par lettre en date du 15 octobre 2010, la ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi a saisi la commission, en application de l'article 20 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la participation de 100 % du capital détenue par EDF dans des sociétés détentrices ou opératrices de réseaux de distribution d'électricité régulés et non régulés en Grande-Bretagne.

Détenues via EDF Energy plc, les sociétés concernées par l'opération ont réalisé un chiffre d'affaires de 1,3 milliard de livres en 2009 et emploient environ 5 300 salariés. La cession projetée entre donc dans le champ d'application du dernier alinéa de l'article 20 de la loi du 6 août 1986 susvisée. En vertu des dispositions dudit article, l'autorisation de cession ne peut être accordée si le prix de cession est inférieur à la valeur fixée par la commission ou si les intérêts nationaux ne sont pas préservés. Il doit être également tenu compte de l'incidence des charges qui, le cas échéant, demeurent pour le secteur public après la cession.

II. — A travers sa filiale EDF Energy, le groupe EDF détient au Royaume-Uni trois (EPN, LPN et SPN) des quatorze opérateurs de distribution d'électricité et il est le premier acteur de ce secteur avec environ 28 % de part de marché en termes de volumes distribués. Ces trois réseaux, qui couvrent la région économique de l'est et du sud-est de la Grande-Bretagne, desservent environ 7,9 millions d'utilisateurs.

Les activités de distribution d'électricité (distinctes du transport qui relève de National Grid) sont, de par leur nature de monopole naturel, soumises à un cadre réglementaire strict visant à assurer la libre utilisation du réseau par tous les fournisseurs d'électricité à un prix non discriminant reflétant la structure de coût de l'opérateur de réseau et une rémunération adéquate du capital investi. Les règles s'appliquant pour la cinquième période de régulation (avril 2010 à mars 2015) ont été définies en décembre 2009 par l'autorité britannique compétente. L'opérateur peut créer de la valeur supplémentaire grâce à des réalisations supérieures au plan d'affaires négocié avec l'opérateur et en profitant des mécanismes incitatifs mis en place.

Le chiffre d'affaires des activités régulées s'élève à 1,06 milliard de livres et a crû de l'ordre de 6 % par an au cours des dernières années. Il est réalisé de façon diversifiée avec les différents fournisseurs d'électricité (EDF Energy ne représentant que 28 %), du fait de la rotation importante des consommateurs britanniques vis-à-vis des fournisseurs. La marge nette est proche de 30 %.

En complément, le groupe EDF prévoit de céder d'autres actifs, non régulés, de la société EDF Energy plc. Il s'agit d'activités de services relatifs à la conception, au financement, à la construction, à la gestion et à la maintenance d'infrastructures électriques. La clientèle de ces activités est constituée d'utilisateurs importants d'électricité, principalement dans les secteurs aéroportuaires, ferroviaires et de la défense.

Les activités non régulées ont procuré en 2009 un chiffre d'affaires de 238 millions de livres concentrés sur quatre contrats importants. La marge de résultat d'exploitation est de l'ordre de 20 %.

III. — Electricité de France est un énergéticien intégré, présent sur l'ensemble des métiers de l'électricité : la production, le transport, la distribution, la commercialisation et le négoce. Le groupe EDF est l'acteur principal du marché français de l'électricité et l'un des premiers électriciens en Europe, grâce notamment au premier parc nucléaire au monde. EDF a environ 38 millions de clients dans le monde, dont 28 millions en France.

En 2009, le groupe EDF a réalisé un chiffre d'affaires de 66 milliards d'euros dont 40 % à l'international, le groupe étant principalement implanté au Royaume-Uni, en Allemagne (avec EnBW) et en Italie (avec Fenice et Edison). Grâce aux activités internationales, le groupe, malgré une année difficile en France, a réalisé un excédent brut d'exploitation (EBITDA) de 17,5 milliards d'euros, en forte augmentation par rapport à 2008. Le résultat net de 3,9 milliards était lui même en hausse de 12 %.

Le résultat 2009 du groupe avait été en particulier porté par les excellentes performances au Royaume-Uni (hausse de 50 % de l'EBITDA en évolution organique).

Au premier semestre 2010, le groupe EDF a connu un chiffre d'affaires et un EBITDA en légère progression, malgré le contexte économique global. Le résultat d'exploitation et le résultat net ont pour leur part été fortement affectés par le provisionnement des risques liés aux activités aux Etats-Unis. Au Royaume-Uni, l'activité et les résultats ont connu une baisse mesurée.

L'année 2009 avait été caractérisée par des opérations de croissance externe majeures pour le développement international du groupe EDF : acquisition de British Energy au Royaume-Uni et de SPE en Belgique, ainsi que de 49,9 % des activités nucléaires existantes de Constellation aux Etats-Unis.

L'ampleur de ces opérations a engendré une forte augmentation de la dette financière nette du groupe, qui passait ainsi de 24,5 milliards d'euros à fin 2008 à 42,5 à fin 2009 et 44,1 au 30 juin 2010.

En conséquence, le groupe EDF, afin notamment d'améliorer ses ratios d'endettement, a annoncé début 2009 un plan de cession d'actifs d'au moins 5 milliards d'euros.

La vente des réseaux de distribution d'électricité au Royaume-Uni a été identifiée par le groupe comme une opération qui ne compromet pas ses ambitions stratégiques dans ce pays, compte tenu de la déconnexion qui y existe entre les activités d'une part de production et de commercialisation et d'autre part de distribution.

IV. — Le processus de cession a été lancé à l'automne 2009. Une quarantaine d'investisseurs potentiellement intéressés ont été approchés comprenant tant des groupes industriels que des investisseurs financiers. Vingt investisseurs ont initialement manifesté leur intérêt et ont reçu un mémorandum d'information. Des investisseurs se sont regroupés en consortium pour élaborer leur offre.

En mars 2010, trois consortiums ont présenté une offre indicative. A la suite des audits préalables (due diligences) qui se sont déroulés au cours du mois de juillet 2010, deux offres fermes ont été reçues par EDF.

Le 30 juillet, EDF a annoncé qu'il entrait en négociation exclusive avec le consortium composé de trois entités du groupe hongkongais Cheung Kong. Ce consortium a en effet déposé une offre supérieure de 10 % à celle de l'autre candidat et demandé des garanties de moindre ampleur. Il s'est engagé au maintien de l'emploi sur douze mois et à la pérennité du système de pension des employés. Les deux parties se sont par ailleurs entendues sur un partenariat portant sur des thèmes d'intérêt commun, comme les réseaux intelligents (smart grids).

Le conseil d'administration d'EDF a approuvé le 7 septembre 2010 le principe de la cession des réseaux britanniques au groupe Cheung Kong pour un prix de 3,2 milliards de livres sterling. Le contrat de cession (« Sale and Purchase Agreement ») a été signé, sous conditions suspensives, le 10 septembre 2010.

La Commission européenne a décidé le 7 octobre 2010 de ne pas s'opposer à l'opération et l'a déclarée compatible avec les règles du marché intérieur.

V. — L'acheteur est la société Eclipse First Network Limited, constituée pour procéder à l'acquisition par deux sociétés du groupe Cheung Kong, contrôlé par M. Li Ka Shing, et une fondation personnelle de celui-ci :

— Cheung Kong Infrastructure Holdings Limited (CKI), principale société cotée d'infrastructures à Hong Kong avec une capitalisation boursière de 10 milliards de dollars, est présent dans les activités d'infrastructures dans de nombreux pays, en particulier la Chine, l'Australie et le Royaume-Uni ;

— Hongkong Electric Holdings Limited (HEH) est une société de services de Hong Kong à la capitalisation boursière de 13 milliards de dollars dont l'activité consiste principalement dans la production et la vente d'électricité à Hong Kong ;

— Li Ka Shing Foundation Limited vise des objectifs caritatifs et a opéré des investissements stratégiques à Hong Kong et outre-mer.

Le groupe Cheung Kong est le plus important conglomérat de Hong Kong, présent dans de nombreux secteurs comme l'énergie, les infrastructures, l'immobilier et les télécommunications (Hutchinson Whampoa). Le groupe est reconnu pour sa capacité d'investissement à long terme et est déjà présent au Royaume-Uni en particulier à travers Northern Gas Networks, un des huit réseaux de distribution de gaz, et Cambridge Waters.

Le groupe Cheung Kong souligne que l'acquisition des réseaux britanniques d'EDF entre dans sa stratégie d'investissement. Il entend conforter la position de leader de leur secteur de ces réseaux, spécialement en termes d'efficacité, de sécurité et de service des consommateurs.

VI. — Conformément à la loi, la commission a disposé du rapport d'évaluation des actifs cédés établi par un expert indépendant désigné selon les dispositions du décret du 24 octobre 1986 susvisé. Ce rapport, établi et communiqué à la commission en août 2010, a été complété et mis à jour en octobre 2010.

L'expert a recouru à trois méthodes d'évaluation dans le cadre d'une approche par la somme des parties, valorisant séparément les activités régulées et celles non régulées :

— l'actualisation des flux de trésorerie est la méthode de référence. L'expert a construit pour les activités régulées des plans d'affaires sur la période 2011-2020 à partir des prévisions des trois sociétés concernées. La valeur terminale a été calculée sur la base d'un multiple de la base d'actifs régulés (BAR) de 1,05. Les activités non régulées ont été évaluées à partir des flux résultant de chacun des contrats. Les taux d'actualisation pour chacun des deux secteurs ont été, selon l'usage, déterminés d'après le modèle d'équilibre des actifs financiers ;

— les multiples boursiers de sociétés comparables ont été utilisés pour la valorisation des activités régulées. L'expert a retenu un échantillon de cinq sociétés britanniques d'infrastructures cotées (National Grid, United Utilities, Severn Trent, Pennon, Northumbrian Water Group), excluant les autres comparables européens en raison des fortes spécificités des régulations nationales. Le multiple étudié est valeur d'entreprise/BAR pour 2010 ;

— les multiples boursiers implicites à des transactions comparables ont été également utilisés pour la valorisation des actifs régulés. L'expert a retenu cinq transactions sur des réseaux régulés de transport d'électricité et de gaz réalisées au Royaume-Uni depuis 2003. Le multiple étudié est valeur d'entreprise/BAR.

L'expert a également pris en considération les évaluations des analystes financiers qui suivent le groupe EDF pour les activités régulées.

Sur ces bases, l'expert présente des fourchettes d'évaluation selon les différentes méthodes qui sont convergentes.

VII. — Conformément à l'article 20, dernier alinéa, de la loi du 6 août 1986, la commission est appelée à fixer la valeur des actifs cédés. Le quatrième alinéa dudit article précise que les « évaluations sont conduites selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés, en tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur boursière des titres, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence des filiales et des perspectives d'avenir ».

La commission a considéré que la méthode de l'actualisation des flux rend bien compte de la valeur d'actifs qui sont pour l'essentiel régulés et qui permettent une bonne prévision sur les prochaines années de ces flux, à la lumière de l'expérience des périodes de régulation antérieures, tandis que l'horizon plus lointain peut être approché par un multiple de la BAR. Les méthodes analogiques, multiples de transactions comparables et multiples de sociétés cotées (assortis dans ce cas d'une prime de contrôle), donnent des résultats convergents. La qualité des actifs cédés, en particulier eu égard à la zone géographique qu'ils desservent, doit être prise en compte.

Sur ces bases, la commission estime que la valeur des sociétés cédées (valeur des fonds propres) ne saurait être inférieure à 2,7 milliards de livres sterling (soit environ 3 milliards d'euros). Le prix proposé par le groupe Cheung Kong respecte cette valeur.

La commission constate que le choix de l'acquéreur a été effectué par EDF selon une procédure objective et qui, grâce à la concurrence maintenue entre les candidats, lui a permis d'obtenir un prix valorisant de façon satisfaisante les actifs cédés. La cession contribuera au financement de la stratégie de développement du groupe EDF. Elle va permettre un désendettement net du groupe d'environ 6,8 milliards d'euros, ce qui constitue un apport très significatif aux objectifs financiers du groupe. EDF va enregistrer comptablement une plus-value de cession et son investissement dans les actifs cédés se sera globalement traduit par une forte rentabilité.

Compte tenu de la nature des actifs cédés et de l'accord de partenariat entre les groupes EDF et Cheung Kong, cette cession ne paraît pas susceptible de compromettre les intérêts stratégiques d'EDF au Royaume-Uni.

VIII. — Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, LA COMMISSION EMET UN AVIS FAVORABLE au projet de décret dont le texte est annexé au présent avis et visant à autoriser le transfert au secteur privé des réseaux de distribution britanniques d'Electricité de France*.

* le texte du décret figure en page suivante

Décret n° 2010-1259 du 22 octobre 2010 autorisant le transfert au secteur privé des réseaux de distribution britanniques d'Electricité de France

NOR: ECET1024695D

Le Premier ministre,

Sur le rapport de la ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi,

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

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations, notamment son article 20 ;

Vu le décret n° 86-1140 du 24 octobre 1986 modifié pris pour l'application de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations ;

Vu la demande d'autorisation de la cession de titres en date du 22 septembre 2010 transmise par le président-directeur général d'Electricité de France à la ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi ;

Vu l'avis conforme en date du 20 octobre 2010 de la Commission des participations et des transferts recueilli en application des articles 3 et 20 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 précitée,

Décète :

Article 1

Le transfert du secteur public au secteur privé des sociétés EDF Energy Networks (LPN) plc, EDF Energy Networks (EPN) plc, EDF Energy (Transport Services) Limited, EDF Energy Networks Limited, EDF Energy (Services) Limited, EDF Energy (Enterprises) Limited, EDF Energy (South East) Limited, EDF Energy Networks (SPN) plc et de leurs filiales est autorisé.

Article 2

La ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi est chargée de l'exécution du présent décret, qui sera publié au Journal officiel de la République française.

Fait à Paris, le 22 octobre 2010.

François Fillon

Par le Premier ministre :

La ministre de l'économie,
de l'industrie et de l'emploi,

Christine Lagarde

JORF n° 0031 du 6 février 2011 page 2438

**Avis de la Commission des participations et des transferts
n° 2011-AC-1 du 1er février 2011
relatif au transfert au secteur privé de l'ADIT**

La Commission émet l'avis suivant :

I. - Par lettres en date du 3 mai et du 29 septembre 2010, la ministre chargée de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, en vue de procéder à la vente de gré à gré d'une fraction majoritaire du capital de la société Agence pour la Diffusion de l'Information Technologique (ADIT) détenu intégralement par l'Etat. L'ADIT ayant réalisé en 2009 un chiffre d'affaires agrégé de 17,2 millions d'euros et employant environ 120 salariés, le transfert de sa propriété au secteur privé relève des dispositions de l'article 19 de la loi du 6 août 1986 susvisée. Il a été autorisé par le décret n° 2001-1213 du 19 décembre 2001 susvisé.

En application des dispositions de l'article 4 de la loi du 6 août 1986 susvisée et de l'article 1er 2° du décret du 3 septembre 1993 susvisé, s'agissant d'une cession hors marché, le ou les acquéreurs sont sélectionnés par le Ministre chargé de l'Economie, sur avis conforme de la Commission, sur la base d'un cahier des charges. La Commission a émis sur ce cahier des charges l'avis n° 2010-AC-3 du 7 mai 2010 susvisé.

Un avis du ministère chargé de l'économie relatif au transfert au secteur privé de la société Agence pour la diffusion de l'information technologique et précisant les conditions de retrait du cahier des charges et d'un memorandum d'information a été publié au Journal officiel du 2 juin 2010.

II. - L'ADIT a été créée en 1992, avec le statut d'établissement public à caractère industriel et commercial, en vue d'assurer, en liaison avec le réseau des attachés scientifiques des ambassades françaises à l'étranger, une veille technologique et la diffusion d'informations scientifiques et technologiques ainsi que de synthèses à caractère prospectif, au bénéfice principalement des entreprises françaises.

L'ADIT a été transformée en 2001 en société anonyme dont le capital est détenu directement par l'Etat. Depuis sa création, l'ADIT a développé et élargi ses activités qui désormais comprennent trois pôles :

— l'intelligence concurrentielle (49 % du chiffre d'affaires en 2009) : elle consiste en la réalisation d'analyses stratégiques et concurrentielles et en l'accompagnement opérationnel à l'international (analyse des circuits de décision, validation des partenaires, lutte contre la contrefaçon). Les clients de cette activité sont les grands groupes français (plus de la moitié des sociétés du CAC 40) ;

— l'intelligence territoriale et la mission de service public (22 % du chiffre d'affaires) : d'une part, sur la base d'une convention avec les Ministères des Affaires étrangères et de la Recherche, l'ADIT assure une mission de diffusion de l'information technologique et, d'autre part, elle développe au niveau régional une assistance stratégique aux collectivités et un soutien au développement international des PME/PMI ;

— l'accompagnement des mutations industrielles (29 % du chiffre d'affaires) est le métier de Sofred Consultants, filiale à 60 % de l'ADIT qui l'a reprise au groupe Giat Industries en 2007 : il consiste en des missions de conseil, tant vis-à-vis du secteur public que du secteur privé, en accompagnement des

mutations économiques (restructurations industrielles, revitalisation de bassins d'emploi, développement économique).

L'objectif du groupe ADIT est de poursuivre une croissance équilibrée entre ses différents pôles, pour occuper une position forte à l'échelle européenne. Dans un marché de l'intelligence économique caractérisé par le grand nombre des acteurs qui appartiennent tous au secteur privé, l'ADIT ambitionne de participer à la consolidation du secteur.

Le groupe ADIT a réalisé en 2009 un chiffre d'affaires agrégé de 17,2 millions d'euros, en hausse de 8 % par rapport à l'exercice 2008. Cette croissance a été moins forte que les précédentes années (15 % par an en moyenne sur 5 ans) en raison de l'intégration encore récente de Sofred Consultants. Le résultat d'exploitation agrégé de 1,6 million est en augmentation de 16,3 % tandis que le résultat net agrégé est en hausse de 12,7 %, à 0,9 million.

L'ADIT ne produit pas de comptes consolidés. Les capitaux propres de la société sont de 4,7 millions au 31 décembre 2009 et la trésorerie nette est positive.

III. - En vue de permettre à l'ADIT d'accélérer son développement hors des frontières françaises et de devenir, à moyen terme, un acteur de référence sur le marché européen de l'intelligence économique, l'Etat a décidé de céder une fraction majoritaire de son capital d'au maximum 66 %. Cette décision ayant été publiée, comme il est dit au point I du présent avis, au Journal officiel du 2 juin 2010, les intéressés ont pu accéder au cahier des charges de la cession.

Ce dernier précise notamment que :

« L'Etat entend procéder au transfert de sa participation au capital de l'ADIT dans des conditions financières conformes à ses intérêts patrimoniaux, et dans des conditions permettant d'assurer le développement à long terme de la Société dans le cadre d'un projet industriel et social précis, structuré et clairement formalisé par les Candidats.

Plus précisément, l'Etat s'attachera au respect des objectifs suivants :

- respect des intérêts patrimoniaux de l'Etat, à la fois dans le cadre de la cession de la fraction de capital offerte par l'Etat et à plus long terme (maximisation de la valeur de la participation qui sera conservée par l'Etat au sein de la Société) ;
- respect de l'intégrité de l'ADIT après l'opération, notamment le maintien de sa structure juridique, dans le respect des compétences dévolues au conseil d'administration et à l'assemblée générale ;
- contribution, notamment aux plans commercial et financier, au développement à long terme de la position occupée par l'ADIT et sa filiale sur leurs marchés en France et à l'étranger ;
- préservation de la qualité des relations entretenues par l'ADIT avec ses principaux clients ;
- constitution d'un actionnariat stable de long terme pour la Société et engagement des Candidats sur ce point ;
- préservation du savoir-faire et des compétences internes de l'ADIT en matière d'intelligence concurrentielle et territoriale. »

Les candidats intéressés à l'acquisition d'une participation dans l'ADIT devaient se faire connaître au plus tard le 9 juillet 2010. Quatre-vingts investisseurs potentiels avaient été contactés par la banque conseil de l'Etat. Quatorze d'entre eux se sont exprimés et douze propositions de candidatures ont été considérées comme recevables au regard des critères énumérés au cahier des charges. Ces candidats

ont reçu le mémorandum d'information et un document décrivant les principales dispositions du pacte d'actionnaires à conclure avec l'Etat.

Huit offres indicatives ont été déposées dans le délai imparti le 15 septembre 2010. Sur avis conforme n° 2010-AC-4 du 30 septembre 2010 de la Commission, six des candidats ayant remis une offre indicative ont été sélectionnés, sur la base des critères du cahier des charges, en vue de remettre une offre ferme : il s'agissait de quatre investisseurs financiers (Butler Capital Partners, Nexicap Partners, HLD et IDI), d'une société de conseil en innovation (Altran Technologies) et de la Coface. Ces candidats ont eu, durant le mois d'octobre, accès à une salle d'information (data room) et ont pu rencontrer les dirigeants de l'ADIT.

Quatre candidats sélectionnés ont remis une offre ferme dans le délai imparti le 19 novembre 2010. Il s'agissait d'Altran Technologies, de Butler Capital Partners, de la Coface et de HLD. Sur avis conforme n° 2010-AC-6 du 9 décembre 2010 de la Commission, deux candidats ont été sélectionnés et invités à remettre une offre définitive : Butler Capital Partners et HLD.

Ces deux candidats ont remis une offre définitive dans le délai imparti le 15 décembre 2010. La ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, par note du 21 décembre 2010, a saisi la Commission d'une proposition visant à retenir comme acquéreur de la participation de 65,99 % cédée par l'Etat dans l'ADIT, au vu des énonciations de son offre, Butler Capital Partners. Cette recommandation est fondée sur l'intérêt patrimonial de l'opération et sur le projet de développement à long terme de la société.

IV. - La Commission a procédé à l'examen des deux offres définitives et à l'audition des candidats.

a) Offre de Butler Capital Partners :

L'offre d'acquisition de la société Butler Capital Partners est déposée en son nom propre (pour 3,96 %) et pour le compte du FCPR France Private Equity III (pour 62,03 %) dont il assure la gestion. Butler Capital Partners, créée en 1998 par M. Walter BUTLER, est une société de gestion de portefeuille, dans le domaine du capital investissement, qui gère plus de 500 millions d'euros investis dans des participations dans des sociétés représentant plus d'un milliard d'euros de chiffre d'affaires et employant près de 10 000 personnes. Le groupe a une expérience réussie dans le soutien au développement de sociétés en croissance, notamment des fournisseurs de services comme Osiatix, Press Index et IPSOS (participation aujourd'hui cédée).

Butler propose d'acquérir la participation dans l'ADIT cédée par l'Etat au prix ferme et définitif de 13,2 millions d'euros.

Le projet industriel consiste à poursuivre et à accélérer le développement du groupe ADIT, à en faire un acteur majeur de ses marchés, reconnu par ses clients comme un partenaire de référence. Grâce tant à une croissance organique qu'à des projets de croissance externe ambitieux en Europe, l'ADIT deviendrait leader du marché européen de l'intelligence économique et capable, sur le plan international, de se mesurer à ses grands concurrents anglo-saxons. Dans cette perspective, Butler Capital Partners s'engage notamment à souscrire à une augmentation de capital pour financer de nouvelles acquisitions.

b) Offre de HLD :

HLD est un holding de participations, créé en mai 2010, qui associe trois fondateurs (MM. Jean-Philippe HECKETSWEILER, Jean-Bernard LAFONTA et Philippe DONNET) à des entrepreneurs français. HLD a pour ambition d'intervenir dans les transmissions d'entreprise en offrant une alternative à une cession industrielle ou à un rachat par un fonds d'investissement. HLD propose d'acquérir la participation dans l'ADIT cédée par l'Etat au prix de 10,23 millions d'euros payé à la date du transfert des titres. A ce montant est susceptible de s'ajouter un complément de prix calculé comme un pourcentage de la plus-value réalisée par HLD lors de la revente de sa participation. Au choix de l'Etat, celui-ci pourrait préférer un calcul du complément de prix sur la base de la valeur

de l'ADIT en 2016 calculée selon une formule prédéterminée. Le complément de prix serait réglé par affectation prioritaire de 50 % des droits à dividende de HLD.

Le projet industriel consiste à développer l'ADIT dans trois directions :

- amplifier son potentiel de croissance en offrant ses services à de nouveaux secteurs (banque, assurances, fonds d'investissement) ;
- procéder à des rapprochements avec certains de ses homologues pour en faire un leader européen du secteur ;
- déployer son activité dans les pays émergents par croissance externe ou création de succursales. Une forte croissance annuelle du chiffre d'affaires est envisagée.

V. - Conformément à la loi, la Commission a procédé à l'évaluation de l'ADIT en recourant à une analyse multicritères qui prend en compte les éléments boursiers, la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, l'existence des filiales et les perspectives d'avenir.

A cette fin, elle a disposé du rapport de la banque conseil de l'Etat, qui présente une évaluation de l'ADIT selon deux méthodes :

- l'actualisation des flux de trésorerie repose sur le budget 2011-2012 établi par le management de l'ADIT et une projection du plan d'affaires sur 2013-2016 réalisée par la banque conseil. L'ADIT (hors Sofred) et Sofred sont évalués séparément. Les flux et la valeur terminale sont actualisés à un taux de 13,8 % qui intègre une évaluation forfaitaire à 15 % de la prime de risque. Compte tenu des contraintes imposées à l'acquéreur dans le pacte d'actionnaires, l'Etat conservant 34 % du capital, la banque a appliqué à l'évaluation obtenue une décote de 13,6 % qui correspond à la moitié des primes de contrôle habituellement observées ;

- l'application des multiples de sociétés cotées comparables a été effectuée par la banque sur les multiples de chiffre d'affaires, de marge brute d'exploitation (EBITDA) et de résultat d'exploitation (EBIT). Cinq comparables ont été étudiés dont deux seulement sont européens (Read Elsevier PLC et Altran Technologies), les trois autres étant nord-américains (FTI Consulting, Navigant Consulting, Huron Consulting). La banque a appliqué aux évaluations obtenues une prime de contrôle partiel de 15,7 % et une décote de 25 % pour tenir compte du différentiel de taille des sociétés de l'échantillon avec l'ADIT.

La banque conseil étudie également trois transactions dans le secteur mais conclut qu'elles sont soit trop anciennes soit peu pertinentes en raison des caractéristiques très différentes des sociétés concernées.

Sur ces bases, la banque conseil présente une fourchette d'évaluation de l'ADIT.

VI. - La Commission note que l'ADIT a, au cours des dernières années, connu une croissance régulière de son activité dans le cadre d'un développement maîtrisé. Reconnue, en particulier par les groupes industriels de premier plan qui sont ses clients, pour la qualité et l'éthique de ses prestations en intelligence économique, l'ADIT a aussi su développer, notamment via l'acquisition de Sofred Consultants, des activités au service des territoires et des petites et moyennes entreprises. Les domaines dans lesquels est présente l'ADIT semblent devoir poursuivre leur croissance dans les prochaines années et la société devrait pouvoir en bénéficier, tant par croissance interne que par des acquisitions ciblées en Europe dans le cadre d'une consolidation du secteur.

Sur la base des éléments à sa disposition, la Commission fixe à 10 millions d'euros la valeur de la participation de 66 % cédée par l'Etat dans l'ADIT.

A l'issue d'un processus concurrentiel dynamique, deux candidats ont déposé des offres définitives d'achat. La Commission a procédé à leur examen et a auditionné les deux candidats. L'offre du groupe Butler propose le prix ferme le plus élevé et n'est assortie d'aucune demande de

garantie. Elle présente un plan de développement de l'ADIT à la fois ambitieux et en ligne avec les capacités démontrées de l'entreprise. Le groupe Butler s'engage également à procurer à l'ADIT les moyens, par voie d'augmentation de capital, de procéder aux opérations de croissance externe envisagées. Le groupe Butler est un investisseur confirmé et reconnu.

L'offre de HLD propose un prix ferme moins élevé mais assorti d'une clause de complément éventuel de prix. La Commission a observé que ce complément reste doublement incertain, d'abord par nature puis du fait des conditions prévues pour son paiement à l'Etat. En tout état de cause, l'éventuel complément de prix doit être actualisé au coût du capital de l'ADIT, ce qui en réduit sensiblement la valeur et ne permet pas de considérer HLD comme mieux disant en termes financiers. L'offre de HLD propose un plan très ambitieux de développement dont cependant les éléments de justification fournis ont pu paraître insuffisamment convaincants.

Au total, la Commission estime que la proposition de retenir comme acquéreur le groupe Butler correspond à une analyse objective des deux offres d'acquisition reçues par l'Etat.

La Commission observe en outre que les modalités de la cession garantissent la stabilité de l'actionnariat de l'ADIT pour une durée d'au moins cinq ans et que l'Etat reste présent au capital à hauteur de 34 % préservant ainsi ses intérêts stratégiques et patrimoniaux.

Pour tous ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission ÉMET UN AVIS FAVORABLE à la proposition de la Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie de retenir Butler Capital Partners, en son nom propre et pour le compte du FCPR France Private Equity III, comme acquéreur de la participation de 65,99 % cédée par l'Etat dans l'ADIT ainsi qu'au projet d'arrêté annexé au présent avis*.

* le texte de l'arrêté figure en page suivante

Arrêté du 3 février 2011 fixant les modalités de transfert du secteur public au secteur privé de la majorité du capital de la société Agence pour la diffusion de l'information technologique (ADIT)

NOR: EFIT1101714A

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

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations ;
Vu la loi n° 93-923 du 19 juillet 1993 modifiée de privatisation ;
Vu le décret n° 93-1041 du 3 septembre 1993 pris pour l'application de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations ;
Vu le décret n° 2001-1213 du 19 décembre 2001 autorisant l'établissement public de l'Etat dénommé « Agence pour la diffusion de l'information technologique » à faire apport de son patrimoine à une société anonyme portant le même nom, portant dissolution de cet établissement public et autorisant le transfert au secteur privé de la propriété de cette société ;
Vu l'avis relatif au transfert au secteur privé de la société Agence pour la diffusion de l'information technologique publié au Journal officiel de la République française du 2 juin 2010 ;
Vu l'avis n° 2011-AC-1 de la Commission des participations et des transferts en date du 1er février 2011,

Arrête :

Article 1

Le transfert au secteur privé de la majorité du capital de la société anonyme Agence pour la diffusion de l'information technologique (ADIT) s'effectuera par la cession de 7 833 actions détenues par l'Etat, représentant 65,99 % du capital et des droits de vote de la société ADIT, selon les modalités fixées aux articles 2 et 3 ci-après.

Article 2

470 actions, représentant 3,96 % du capital de la société ADIT, seront cédées à la société anonyme Butler Capital Partners, pour un prix fixe de 792 033,70 €.

Article 3

7 363 actions, représentant 62,03 % du capital de la société ADIT, seront cédées au fonds commun de placement à risques France Private Equity III, représenté par sa société de gestion, Butler Capital Partners pour un prix fixe de 12 407 966,30 €.

Article 4

Le commissaire aux participations de l'Etat, directeur général de l'Agence des participations de l'Etat, est chargé de l'exécution du présent arrêté, qui sera publié au Journal officiel de la République française.

Fait le 3 février 2011.

Christine Lagarde

JORF n° 0049 du 27 février 2011 page 3617

**Avis de la Commission des participations et des transferts
n° 2011-AC-2 du 10 février 2011
relatif au transfert de Transdev au secteur privé par la Caisse des dépôts et consignations**

La Commission émet l'avis suivant :

I. — Par lettre en date du 22 février 2010, la ministre chargée de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 20 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société Transdev, filiale de la Caisse des dépôts et consignations (ci-après dénommée « la CDC »), dans le cadre de son rapprochement avec la société Veolia Transport.

Sur base consolidée, Transdev emploie environ 32 000 personnes et a réalisé en 2009 un chiffre d'affaires de 2,52 milliards d'euros (environ 2,5 milliards en 2010). Le rapprochement projeté de Transdev et de Veolia Transport se fera au sein d'une structure dont le secteur privé détiendra exactement 50 % du capital. Cette opération entre dans le champ d'application de l'article 7-II de la loi du 2 juillet 1986, qui définit le transfert au secteur privé comme la perte de la détention de plus de la moitié du capital social par le secteur public, et du dernier alinéa de l'article 20 de la loi du 6 août 1986. Conformément aux dispositions de ce dernier article, l'autorisation de cession ne peut être accordée si le prix de cession est inférieur à la valeur fixée par la Commission ou si les intérêts nationaux ne sont pas préservés. S'agissant d'une opération réalisée par un échange de titres, l'évaluation de la Commission porte sur la parité, conformément à l'article 3, sixième alinéa, de la loi du 6 août 1986 précitée. Il doit être également tenu compte de l'incidence des charges qui, le cas échéant, demeurent pour le secteur public après la cession.

II. — Le capital de la société Transdev est actuellement réparti entre la CDC à hauteur de 48,7 % et la holding Financière Transdev pour 51,3 %, le capital de cet holding étant lui-même détenu par la CDC pour 50,1 % et par la RATP pour 49,9 %.

Le groupe Transdev est le quatrième opérateur privé de transport public de voyageurs en Europe et il est présent dans tous les modes de transport. Il exerce son activité sur trois zones géographiques :

— en France (38 % du chiffre d'affaires) dans les réseaux urbains (tramway, métro, bus) et les réseaux interurbains ;

— aux Pays-Bas (32 % du chiffre d'affaires) avec sa filiale Connexion contrôlée depuis 2007 et qui est le premier opérateur de transport public (53 % du marché), présent également dans le transport à la demande (30 % du marché) ;

— dans le reste du monde (30 % du chiffre d'affaires) : Transdev est actif principalement au Royaume-Uni (London, United Busways et London Sovereign), en Italie (Gênes, Belluno), au Portugal (métro de Porto), en Allemagne et en Australie (Melbourne, Sydney).

Globalement, l'activité est ainsi répartie par secteur d'activité en fonction du chiffre d'affaires de 2009 :

— transport urbain (métro et tramway) : 24 % ;

— transport urbain (bus) : 23 % ;

— transport interurbain (car) : 41 % ;

— autres modes (ferroviaire, fluvial, taxis, conseil) : 12 %.

Le groupe Transdev a réalisé en 2009 un chiffre d'affaires consolidé de 2,52 milliards d'euros, en hausse de 11 %. Cette progression a été acquise grâce principalement à la croissance tant organique qu'externe en France et à l'augmentation du chiffre d'affaires de Connexion aux Pays-Bas, malgré une concurrence accrue dans ce deux pays dans les métiers de l'urbain et de l'interurbain. L'excédent brut opérationnel s'est élevé à 250 millions d'euros, en forte progression de 35 % grâce à une stratégie de préservation des marges et au début du redressement de la profitabilité de Connexion. A 85,4 millions d'euros, le résultat opérationnel progresse de 83 %. Au total, le résultat consolidé, part du groupe, passe de 13,1 en 2008 à 40,4 millions d'euros en 2009.

Transdev dispose au 31 décembre 2009 de fonds propres consolidés de 553 millions d'euros. Le ratio d'endettement (dette sur capitaux propres) diminue à 0,7 contre 0,8 fin 2008.

Les comptes consolidés de l'exercice 2010 n'ont pas encore été arrêtés à la date du présent avis. Le groupe estime que son chiffre d'affaires devrait s'élever à 2,5 milliards d'euros, l'excédent brut opérationnel à 230 millions d'euros, le résultat opérationnel à 84 millions et le résultat net consolidé, part du groupe, à 36 millions. Ces montants sont en ligne avec le budget de l'entreprise.

III. — La forte évolution du secteur des transports rendant nécessaire d'avoir des acteurs de taille de plus en plus significative, la CDC, après avoir entamé début 2009 une réflexion sur l'avenir de Transdev, a décidé de rapprocher l'entreprise d'un grand acteur pour assurer son avenir.

La RATP est présente au capital de Transdev depuis 2002 mais les deux groupes souhaitaient sortir de cette situation. Dans ces conditions, la CDC a recherché des partenaires alternatifs en menant des discussions avec les deux autres opérateurs français, Veolia Transport et Keolis (SNCF), qui ont fait des propositions.

Les perspectives d'un rapprochement avec Veolia Transport ont paru plus intéressantes à la CDC en raison de l'effet de taille et de la structure de l'actionnariat de la société et offrir des possibilités d'accompagnement du développement, grâce en particulier à une introduction prévue en bourse. La création de valeur paraissait devoir être plus élevée avec la proposition de Veolia. En juillet 2009, la CDC a reçu l'approbation de son conseil de surveillance pour entrer en négociations avec le groupe Veolia Environnement dans le cadre d'une opération de rapprochement entre Transdev et Veolia Transport qui serait basée sur une parité 50/50, un équilibre managérial et une préservation des intérêts financiers de la CDC. Veolia Environnement serait l'opérateur industriel et la CDC l'actionnaire stratégique de long terme. Le projet a alors été rendu public.

La finalisation du rapprochement supposait, outre l'évaluation des apports respectifs et l'accomplissement des audits préalables (« dues diligences »), l'organisation de la sortie des deux actionnaires autres que la CDC alors présents au capital de Transdev : la RATP, à laquelle il était convenu de remettre des actifs industriels à hauteur de sa participation dans Transdev, et le fonds Equiter (sorti en numéraire fin 2009).

Les parties ont signé l'accord définitif le 4 mai 2010 sous condition suspensive des autorisations à obtenir.

IV. — Veolia Transport est un des premiers opérateurs privés européens de transport de voyageurs. Présent dans 28 pays sur les cinq continents avec environ 78 000 collaborateurs, le groupe a réalisé en 2009 un chiffre d'affaires de 5,86 milliards d'euros (en progression à périmètre constant de 1,3 % par rapport à 2008) :

— géographiquement, il se répartit pour 35 % en France (où le groupe est le premier opérateur privé de transport interurbain), 10 % en Allemagne (où il est le premier opérateur privé de rail et de bus régionaux), 26 % dans le reste de l'Europe, 16 % en Amérique du Nord (premier opérateur privé aux Etats-Unis sur le transport à la demande et le ferroviaire) et 13 % dans les autres zones ;

— par activité, le transport par bus, cars et tramways représente 69 %, le ferroviaire 17 %, le ferry 5 %, le métro 3 % et le transport à la demande 4 %.

Le résultat opérationnel du groupe Veolia Transport s'est élevé en 2009 à 152,9 millions d'euros, soit une baisse de 10,3 %. La capacité d'autofinancement est en progression de 6,8 % à 312 millions d'euros. Le déficit du résultat net s'est fortement creusé en 2009 à 66 millions d'euros en raison des moins-values sur les cessions et les ajustements de valeur d'actifs pour 73 millions d'euros. Hors les activités non poursuivies, principalement Veolia Cargo, le résultat net était bénéficiaire. Les fonds propres consolidés s'élèvent à 419 millions d'euros. Le ratio d'endettement est de 2,7.

Les comptes consolidés de l'exercice 2010 de Veolia Transport n'ont pas encore été arrêtés à la date du présent avis. Le groupe estime que son chiffre d'affaires devrait s'élever à 5,8 milliards d'euros, le résultat opérationnel à 320 millions et le résultat net consolidé, part du groupe, à 8 millions.

V. — Le rapprochement entre Transdev et Veolia Transport sera réalisé juridiquement au moyen de plusieurs opérations qui se déroulent en un instant de raison. Les principales sont : fusion de Transdev et de Financière Transdev, réduction de leur capital en partie non libéré, regroupement des actifs (de Transdev et de Veolia Transport) destinés à la RATP, sortie de la RATP, débouclage des coentreprises (« joint-ventures »), détenues par Transdev et la RATP, augmentation du capital de Transdev par la CDC, constitution du holding auquel sont apportés Transdev et Veolia Transport.

A l'issue de ces opérations, la totalité du capital de Transdev et de Veolia Transport sera détenue par la holding Veolia Transdev, dont la CDC et Veolia Environnement détiendront chacun 50 % du capital. L'ensemble des accords présentés à la Commission sont retracés dans les documents juridiques suivants signés le 4 mai 2010 et le projet modifié du pacte d'actionnaires en date du 7 février 2011 :

— protocole de rapprochement (Veolia Transport/Transdev) conclu entre la CDC et Veolia Environnement ;

— pacte d'actionnaires (de Veolia Transdev) conclu entre la CDC et Veolia Environnement ;

— protocole de sortie (de la RATP) conclu entre la RATP, la CDC, Veolia Environnement, Transdev et Veolia Transport ;

— convention de déclarations et garanties Transdev (consenties par la CDC à la RATP) ;

— convention de déclarations et garanties relative à Veolia Transport (consenties par Veolia Environnement à la CDC) ;

— convention de déclarations et garanties relative à Transdev (consenties par la CDC à Veolia Environnement).

Les instances représentatives du personnel ont été consultées à l'intérieur des groupes CDC, Veolia et RATP.

L'accord des autorités organisatrices de transport ou des clients est requis dans certains cas. Le seuil de consentement fixé par les accords est atteint à la date du présent avis.

VI. — L'opération de rapprochement entre Transdev et Veolia Transport est soumise à l'autorisation des autorités de la concurrence des pays concernés.

Pour l'Union européenne, les parties ont officiellement notifié l'opération le 25 juin 2010 à la Commission européenne. Par la décision du 12 août 2010, la Commission européenne a décidé, pour la partie ne concernant pas la France et les Pays-Bas, de ne pas s'opposer à l'opération et de la déclarer compatible avec le marché intérieur et avec l'accord sur l'Espace économique européen (EEE). En réponse à la demande de renvoi formulée par les autorités de la concurrence française et néerlandaise, la Commission européenne a décidé par ailleurs de renvoyer les parties de la concentration relatives à la France et aux Pays-Bas aux autorités nationales.

L'autorité de la concurrence néerlandaise, Nederlandse Mededingingsautoriteit (NMa), a, par décision du 9 décembre 2010, conclu que l'opération n'affecterait pas significativement la concurrence aux Pays-Bas et a accordé l'autorisation demandée.

L'Autorité de la concurrence française, à l'issue de la procédure d'examen approfondi, a, par la décision du 30 décembre 2010, autorisé l'opération sous réserve d'engagements pris par les parties et dont la mise en œuvre se fera sous la supervision d'un mandataire agréé par l'Autorité. Ces engagements comprennent notamment :

- la création d'un fonds d'animation de la concurrence, géré par un gestionnaire indépendant, et qui aura pour mission, pour une période de cinq ans, de permettre aux autorités organisatrices des transports de financer des actions et des mesures visant à accroître l'intensité concurrentielle hors des appels d'offres portant sur les réseaux de transport urbain dont Transdev ou Veolia Transport sont les actuels exploitants ;

- la cession de réseaux urbains dans la région PACA ;

- la cession d'actifs sur le marché du transport interurbain dans quatre départements et une restriction au développement de l'activité dans un cinquième département.

Les cessions seront effectuées par Veolia Transdev dans l'année suivant la conclusion de l'opération et représentent au total un chiffre d'affaires d'environ 35 millions d'euros. Ces cessions se feront à leur valeur de marché après mise en concurrence.

VII. — L'accord entre la CDC et Veolia Environnement comprend des éléments financiers et un pacte d'actionnaires conclu pour une durée de trente ans.

Du point de vue financier, les deux parties ont arrêté d'un commun accord la valorisation de leurs apports respectifs à la suite d'une évaluation des deux entreprises sur une base multicritères selon les méthodes de l'actualisation des flux de trésorerie et des multiples de sociétés comparables. La parité des apports (compte tenu notamment de la sortie d'actifs à remettre à la RATP) est obtenue par le moyen d'une augmentation préalable par la CDC du capital de Transdev à hauteur de 200 millions d'euros.

Les valorisations sont définitives et ne donneront pas lieu à ajustement lors de la clôture (« closing ») de l'opération. Une gestion en « bon père de famille » est organisée jusqu'à la clôture.

Les parties se consentent des déclarations et des garanties :

- les garanties usuelles sont assorties d'une limite dans le temps, d'un plafond global (l'engagement de la CDC est limité à 200 millions d'euros), d'un seuil et d'une franchise ;

- une garantie spécifique relative à un contrat sur une ville française est consentie par la CDC à Veolia Environnement et elle est assortie d'un plafond et d'une franchise ;
- des garanties spécifiques sans plafond sur certains risques juridiques relatifs à la SNCM et aux Etats-Unis sont consenties à la CDC par Veolia Environnement.

Il est convenu par ailleurs de mettre fin aux prêts intragroupes souscrits par Transdev comme par Veolia auprès de leur entreprise mère respective pour les remplacer par un financement assuré à parité par la CDC et Veolia Environnement, dans l'attente des ressources nouvelles qui proviendront de l'introduction en bourse du nouveau groupe.

Le pacte d'actionnaires vise à régir les relations entre les deux parties dans la nouvelle holding Veolia Transdev. Il comprend principalement les dispositions suivantes après sa révision en février 2011 :

- le conseil d'administration sera composé de sept membres dont trois proposés par chacune des parties et un administrateur indépendant proposé par accord conjoint des parties ; le président et le directeur général seront désignés par le conseil d'administration ;
- « droits de veto » de la CDC et de Veolia Environnement sur des décisions majeures (approbation et modification des orientations stratégiques et du budget annuel, modification des statuts ou du capital, grands investissements et contrats) et droit d'information renforcé ;
- transferts de titres : la CDC bénéficie de droits de préemption réciproques, droit de premier refus, droit de sortie conjointe, et d'une option d'achat en cas de changement de contrôle de Veolia Environnement.

Le pacte fait état de l'intention des actionnaires de Veolia Transdev d'introduire la société en bourse selon un calendrier qui sera déterminé d'un commun accord.

Veolia Environnement et la CDC intégreront proportionnellement Veolia Transdev dans leurs comptes consolidés.

VIII. — L'accord relatif à la sortie de la RATP du capital de Transdev prévoit la remise d'actifs français et internationaux de Transdev et de Veolia Transport. La demande de la RATP de recevoir des actifs entre dans son projet de devenir un groupe multimodal de transport public intervenant dans la conception et l'exploitation de réseaux et elle s'inscrit dans sa volonté de développer ses activités hors de l'Ile-de-France dans le contexte européen de l'ouverture à la concurrence des transports collectifs de voyageurs.

Sur la base de la valorisation de Transdev retenue par la CDC et Veolia Environnement, et acceptée par la RATP, une liste d'actifs a été proposée à cette dernière en fonction des zones géographiques qui l'intéressaient et à hauteur de la valeur de sa participation dans Transdev. Chacun des actifs a fait l'objet d'une évaluation multicritères détaillée agréée de commun accord. A la suite d'audits préalables menés par la RATP, la liste définitive qui a été arrêtée représente un chiffre d'affaires de l'ordre de 340 millions d'euros.

Elle comprend :

- des actifs de Transdev au Royaume-Uni, et en particulier London United Busways, qui représentent plus de la moitié du volume d'actifs transférés ;
- des actifs de Transdev en Italie et de Veolia Transport en Suisse ;

— des actifs dans l'urbain et l'interurbain en France provenant de Transdev ou de Veolia Transport. Un de ces actifs n'ayant pu être transféré à la suite de l'opposition de l'autorité organisatrice, la RATP sera compensée en numéraire pour sa valeur.

En outre, la RATP a décidé de ne pas exercer l'option d'achat qui lui était consentie sur certains actifs de Veolia Transport au Royaume-Uni.

L'équilibre final de l'opération est réalisé par le versement d'une soulte de 7,2 millions d'euros à la RATP, via partiellement une augmentation de capital de deux filiales transférées. Sont débouclées par ailleurs les coentreprises, vers l'une ou l'autre des parties selon les cas, une soulte de 0,5 million d'euros équilibrant la transaction.

La CDC et Veolia Environnement consentent à la RATP des garanties sur les actifs transférés. L'engagement de la CDC est plafonné à 25 millions d'euros et fait l'objet d'une franchise. L'acquisition par la RATP des actifs susmentionnés a été autorisée par la décision du 27 juillet 2010 de l'Autorité de la concurrence.

IX. — Conformément à la loi, la Commission a disposé du rapport d'évaluation des conditions financières du rapprochement établi par des experts indépendants.

Pour l'évaluation de Transdev et de Veolia Transport, les experts ont disposé de plans d'affaires à horizon 2015 établis par le management des deux sociétés. Ces plans distinguent un scénario de base qui prend en compte le périmètre existant (et les contrats signés mais non encore exploités) et des hypothèses de croissance organique et de croissance externe.

Les experts indépendants ont procédé à l'estimation des deux sociétés selon trois méthodes :

— l'actualisation des flux nets de trésorerie (DCF) : elle est réalisée sur la base du scénario de base des plans d'affaires et un taux d'actualisation de 7,9 % est retenu. La valeur terminale est calculée sur la base d'un taux de croissance à l'infini de 1,8 % ;

— l'application des multiples boursiers de sociétés cotées comparables : les experts retiennent six sociétés cotées, dont cinq sont britanniques, et étudient leurs multiples d'EBITDA qu'ils appliquent aux capacités d'autofinancement opérationnelles ajustées de Transdev et de Veolia Transport ;

— l'application des multiples boursiers résultant de transactions comparables : la même méthodologie que pour les sociétés cotées comparables est utilisée et l'échantillon est composé de 36 transactions intervenues depuis 2004.

Ces travaux font apparaître que, pour les deux sociétés, les fourchettes d'évaluation par la méthode DCF, qui inclut implicitement une prime de majoritaire, sont supérieures à celles obtenues par la méthode des multiples de sociétés cotées comparables. Les valeurs retenues par les parties se situent entre les deux fourchettes et à l'intérieur de celle qui résulte de la méthode des transactions comparables.

Pour parvenir à des apports de montant égal, les parties ont convenu que la CDC augmentera préalablement le capital de Transdev à hauteur de 200 millions d'euros. Ce montant s'inscrit vers le centre de l'écart entre les évaluations par les experts des actifs apportés.

Les experts indépendants ont par ailleurs étudié la valeur des actifs remis à la RATP, actif par actif, et sur une base multicritères. Ils ont opéré de plus une vérification de vraisemblance globale du multiple implicite d'EBITDA du panier d'actifs cédé à la RATP.

Enfin, les experts ont procédé à une vérification complémentaire en comparant la situation

patrimoniale de la CDC avant et après l'opération, sur la base d'un plan d'affaires du nouveau groupe Veolia Transdev incluant les synergies espérées du rapprochement et l'exigence de retour sur les 200 millions d'euros investis par la CDC. Ils concluent que cette comparaison fait ressortir un potentiel de relation pour la CDC à partir de 2014.

Les experts ont présenté le 7 février 2011 à la Commission une mise à jour de leur rapport qui intègre les éléments nouveaux intervenus, en particulier les conséquences des engagements pris vis-à-vis de l'Autorité de la concurrence. Ils concluent que les cessions, étant postérieures à la transaction et devant s'effectuer au prix de marché, n'ont d'impact ni sur la parité des apports ni sur la valeur du nouveau groupe.

Pour suivre l'opération, la ministre chargée de l'économie a désigné Mme Anne Duthilleul, ingénieure générale des mines, qui a été entendue par la Commission. Son rapport conclut à l'équilibre de la transaction tant pour la CDC que pour la RATP.

X. — La Commission note que le choix de la CDC de retenir l'offre de Veolia Environnement répond à l'objectif qu'elle s'était fixé. Il va permettre de constituer un des principaux groupes mondiaux privés de transport de voyageurs avec un chiffre d'affaires consolidé de l'ordre de 8 milliards d'euros. Ce groupe devrait être en mesure de faire face aux conséquences de l'évolution rapide du secteur, caractérisée par la croissance du marché mondial résultant de l'urbanisation, du recours accentué des collectivités publiques au secteur privé pour des investissements lourds et de la concurrence sur les prix.

Le nouveau groupe Veolia Transdev bénéficiera d'une bonne diversification géographique grâce à la complémentarité des implantations des deux sociétés, tant en termes géographiques que de modes de transport :

— en France, Transdev est plutôt actif dans l'urbain et Veolia Transport dans l'interurbain ;

— à l'étranger, Transdev est principalement présent, pour l'Europe, aux Pays-Bas et dans la péninsule Ibérique et, dans le reste du monde, en Australie, alors que Veolia Transport est surtout présent en Allemagne et en Amérique du Nord ;

— selon les modes de transport, Transdev est actif dans le ferroviaire léger (métro et tramway) et Veolia Transport a l'expérience du ferroviaire lourd.

Des synergies de revenus et de coûts ont été identifiées comme pouvant être réalisées sans tension sur l'emploi.

Les deux groupes actionnaires, CDC et Veolia Environnement, sont en mesure d'apporter à Veolia Transdev les financements nécessaires à son développement, notamment dans l'attente d'une introduction en bourse.

Le nouvel ensemble, présent sur toute la chaîne des modes de transport, disposera d'une forte capacité à répondre aux attentes des collectivités publiques et à saisir les opportunités de croissance tant en France qu'à l'étranger. Il devrait être capable de concurrencer les opérateurs historiques du secteur ferroviaire et les grands acteurs internationaux du transport public.

Du point de vue financier, la Commission estime que les conditions du rapprochement, et en particulier la parité entre les apports de la CDC, après augmentation de 200 millions du capital de Transdev, et ceux de Veolia Environnement, sont cohérentes avec une valorisation multicritères des actifs concernés, en application des méthodes usuelles reconnues. L'évaluation de Transdev est également cohérente avec le prix obtenu par le fonds Equiter pour la cession de sa participation à la CDC fin 2009. S'agissant d'un rapprochement entre égaux, aucune prime de contrôle n'est à intégrer. La Commission a demandé des éléments complémentaires d'appréciation sur certains actifs

particulièrement significatifs ou porteurs de risques, notamment Connexxion et la SNCM. Elle a par ailleurs étudié plus spécialement les éléments inclus dans l'endettement financier net, compte tenu de la complexité de certains d'entre eux. La Commission a examiné les garanties, tant générales que spécifiques, que se consentent les parties. Celles-ci lui ont paru équilibrées et limitées dans leur montant ; s'agissant de la CDC, elles cantonnent ses risques de façon appropriée.

Comme le montrent les travaux des experts indépendants, la création de Veolia Transdev ouvre à la CDC des perspectives de meilleure valorisation de ses actifs dans le domaine des transports de voyageurs. Les droits patrimoniaux de la CDC sont protégés par les dispositions du pacte d'actionnaires et la CDC bénéficiera, à son gré, d'une liquidité de sa participation, après l'introduction en bourse, dont elle ne disposait pas auparavant.

S'agissant de la RATP, la Commission estime équilibrées ses conditions de sortie. Au total, la Commission considère que la parité retenue entre Transdev et Veolia Transport ainsi que les conditions de sortie de la RATP préservent les intérêts patrimoniaux de la CDC et de l'Etat.

XI. — Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la COMMISSION ÉMET UN AVIS FAVORABLE au projet de décret dont le texte est annexé au présent avis et visant à autoriser le transfert au secteur privé du contrôle de la société Transdev *.

* le texte du décret figure en page suivante

**Décret n° 2011-214 du 25 février 2011 autorisant le transfert au secteur privé
de la société Transdev**

NOR: EFIT1103882D

Le Premier ministre,

Sur le rapport de la ministre de l'économie, des finances et de l'industrie,

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

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations, notamment ses articles 3 et 20 ;

Vu le décret n° 86-1140 du 24 octobre 1986 modifié pris pour l'application de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations ;

Vu la demande d'autorisation de transfert de la société Transdev du secteur public au secteur privé en date du 4 février 2010 transmise par le directeur général de la Caisse des dépôts et consignations au ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi ;

Vu l'avis conforme en date du 10 février 2011 de la Commission des participations et des transferts recueilli en application des articles 3 et 20 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 précitée,

Décète :

Article 1

Le transfert du secteur public au secteur privé de la société Transdev est autorisé.

Article 2

La ministre de l'économie, des finances et de l'industrie est chargée de l'exécution du présent décret, qui sera publié au Journal officiel de la République française.

Fait le 25 février 2011.

François Fillon

Par le Premier ministre :

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

Christine Lagarde

JORF n° 0050 du 1er mars 2011 page 3808

**Avis de la Commission des participations et des transferts
n° 2011-AC-3 du 22 février 2011
relatif au transfert au secteur privé des Thermes d'Aix-les-Bains**

La Commission émet l'avis suivant :

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

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

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

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

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

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

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

Toutefois, depuis près de vingt-cinq ans, la fréquentation des Thermes a fortement baissé, diminuant de plus de 50 %. Cette évolution défavorable est notamment attribuée à l'inadaptation de la politique commerciale de l'établissement, à la dégradation de sa réputation, à l'augmentation de la concurrence d'autres stations et à l'absence d'hébergement sur le site des Thermes. Les coûts se sont avérés trop lourds dans ce contexte. Dans son rapport public pour 2008, la Cour des Comptes recommandait « le désengagement de l'Etat et l'adoption de nouveaux statuts permettant le recours à des partenaires privés ». La dégradation des comptes de l'établissement a contraint l'Etat à procéder en avril 2009 à

une avance d'actionnaire d'un million d'euros à échéance 2014 et la dette sociale, d'un montant total de 4,7 millions d'euros, a été en partie rééchelonnée.

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

— la relance de l'activité porte sur le médical conventionné (qui représente plus de 80 % des revenus), sur le médical non conventionné avec les protocoles « Mieux Bouger » et sur les activités de bien-être et de détente. L'amélioration de la qualité des soins et des prestations et la fidélisation de la clientèle doivent concourir à l'amélioration de la fréquentation ;

— la diminution des coûts conduit à une profonde restructuration des effectifs qui s'est traduite par le passage, sur une base de volontariat, à des contrats de droit privé et par une réduction de 25 % du personnel entre 2007 et 2010. Les agents ayant souhaité conserver le statut de fonctionnaires ont été versés à d'autres administrations publiques.

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

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

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

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

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

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

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

Cette offre propose un prix de 1 euro subordonné au maintien d'une trésorerie nette de 6 millions d'euros. Compte tenu des prévisions de trésorerie actuelles de la société, cette offre se traduit par un prix négatif pour l'Etat de l'ordre de 6 millions d'euros. Le projet industriel se fonde sur la poursuite des orientations mises en œuvre (Mieux Bouger, phlébologie) et l'optimisation des coûts. Les Thermes seront davantage intégrés dans l'économie locale. Une quatrième unité de soins sera construite et la faisabilité d'une résidence hôtelière sera étudiée. Du point de vue social, les départs naturels ne seront pas tous remplacés mais l'augmentation de l'activité conduira à de nouveaux recrutements. Les Sources d'Equilibre SA est la tête d'un groupe qui exploite les thermes de Brides-les-Bains et de Salins-les-Thermes, ainsi que deux hôtels situés à Brides-les-Bains, et qui détient des participations minoritaires dans deux autres établissements thermaux.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La Commission estime en conséquence que la valeur des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains ne saurait être négative en dépit de la situation délicate à laquelle l'exposent les dettes accumulées et l'importance des moyens à mettre en œuvre pour poursuivre le redressement. Les deux offres d'achat décrites au point III du présent avis qui proposent des prix nets négatifs ne peuvent donc être retenues.

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

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

L'offre de la Compagnie européenne des Bains (Valvital) propose le prix d'achat le plus élevé (3 millions d'euros). Elle présente un projet de développement des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains ambitieux, assorti d'investissements importants, et en ligne avec les opportunités identifiées par la société elle-même. Le groupe Valvital est un spécialiste de l'exploitation d'établissements thermaux et pourra faire bénéficier ceux d'Aix-les-Bains de son expérience et de ses compétences commerciales. Pour le groupe Valvital, l'acquisition des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains est une opération de croissance structurante qui en double environ la taille. La Commission a demandé au groupe des

précisions sur le mode de financement de cette acquisition. Les assurances sur les concours bancaires sollicités à cet effet lui ont été fournies ainsi que des prévisions de bilans et de comptes de résultats du groupe après cette acquisition. Le groupe Valvital s'engage à effectuer dans les deux mois suivant la cession un apport en compte courant d'associé aux Thermes nationaux d'Aix-les-Bains. L'offre préserve l'emploi et envisage même l'augmentation avec le développement de l'activité.

La Commission estime que la proposition de retenir comme acquéreur la Compagnie européenne des Bains correspond à une analyse objective des offres d'acquisition reçues par l'Etat. Elle note enfin que l'acquéreur ne reçoit de l'Etat aucune garantie autre que celles juridiques usuelles et qu'il s'engage à conserver les titres acquis pendant au moins trois ans.

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

* le texte de l'arrêté figure en page suivante

**Arrêté du 25 février 2011 relatif aux modalités du transfert au secteur privé
du capital des Thermes nationaux d'Aix-les-Bains**

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

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

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

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

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

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

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

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

Arrête :

Article 1

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

Article 2

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

JORF n° 0078 du 2 avril 2011 page 5906

**Avis de la Commission des participations et des transferts
n° 2011-AC-4 du 31 mars 2011
relatif au transfert au secteur privé de la société SNPE Matériaux énergétiques (SME)**

La Commission émet l'avis suivant :

I. — Par lettre en date du 16 mars 2011, la ministre de l'économie, des finances et de l'industrie a saisi la Commission, en application des articles 3 et 4 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 susvisée, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société SNPE Matériaux énergétiques (SME), opération comportant également la vente par SNPE de sa participation dans la société Regulus. SNPE Matériaux énergétiques (SME) est détenue à 99,99 % par la société SNPE et sa filiale intégrale SOFIGEXI. L'article 10 de la loi du 29 juillet 2009 susvisée, modifiant l'article 3 de la loi du 3 juillet 1970 susvisée, a ajouté SNPE à la liste annexée à la loi du 19 juillet 1993 susvisée de privatisation et a autorisé le transfert au secteur privé des filiales de la SNPE, « dans les conditions prévues par la loi du 6 août 1986 ». Le décret du 21 septembre 2010 a autorisé le transfert au secteur privé de la SNPE et de ses filiales.

L'objectif de l'opération présentée à la Commission étant de procéder à la consolidation de la filière française de propulsion solide à l'intérieur du groupe Safran, la cession de SME, hors sa filiale Eurengo et sa participation dans Crossject, est accompagnée de celle de la participation de 40 % que détient SNPE dans la société Regulus, les deux cessions constituant juridiquement un tout indissociable. L'opération réalise le transfert au secteur privé de l'essentiel des activités de SNPE. Aux termes des dispositions de l'article 4 de la loi du 6 août 1986, la procédure suivie dans cette opération étant celle d'une cession de gré à gré dans le cadre d'un « accord de coopération industrielle, commerciale ou financière », la Commission est appelée à rendre un avis, dont la conformité est requise, sur le choix de l'acquéreur et sur l'ensemble des conditions de sa prise de participation. La Commission doit notamment prendre en compte les garanties accordées au cessionnaire par SNPE et la garantie accordée par l'Etat à SNPE dans le cadre de l'autorisation donnée par l'article 98 de la loi du 29 décembre 2010 susvisée.

La cession du contrôle de SME « emporte restructuration d'une ou plusieurs entreprises intéressant directement la défense nationale » au sens de l'article 1er 1° du décret du 3 septembre 1993 modifié susvisé. Un avis relatif aux objectifs de l'accord de coopération industrielle, commerciale et financière sur la propulsion solide signé par Safran et SNPE a été publié au Journal officiel du 9 mars 2011. La Commission a été informée que cette publication n'a pas suscité de proposition alternative. Par décret du 14 mars 2011 susvisé, une action spécifique de l'Etat a été instituée au capital de SME, en application de l'article 10 de la loi du 29 juillet 2009 susvisée.

La Commission européenne a décidé le 30 mars 2011 de ne pas s'opposer à l'opération et de la déclarer compatible avec le marché intérieur et l'accord sur l'Espace économique européen.

II. — Héritier d'une activité très ancienne exercée sous forme de Ferme dès 1665 puis de monopole d'Etat à partir de 1797, le Service des Poudres a été transformé en société en 1971, la Société Nationale des Poudres et Explosifs (SNPE), en application de la loi du 3 juillet 1970 susvisée. Depuis plusieurs années, l'Etat poursuit l'objectif d'une consolidation de l'activité de propulsion solide en France et il a mandaté le président de SNPE pour rechercher les solutions industrielles permettant

de pérenniser les activités des trois branches du groupe : matériaux énergétiques, chimie fine et spécialités chimiques.

S'agissant des matériaux énergétiques, le choix a été fait d'un rapprochement avec les activités complémentaires exercées par Safran. Il concerne les sociétés suivantes :

— SNPE Matériaux Energétiques (SME) exerce principalement deux activités, la propulsion solide (lanceurs spatiaux européens Ariane V et Vega et missiles stratégiques français) et la sécurité automobile (matériaux énergétiques utilisés dans les airbags et ceintures de sécurité). La société a réalisé en 2010 un chiffre d'affaires de 166,5 millions d'euros. Les participations de SME dans Eurengo (100 % voir ci-après) et dans Crossject (4,7 %) ont été transférées à SNPE en décembre 2010 ;

— Roxel, détenu à 50 % par SME et à 50 % par MBDA (entreprise commune de EADS et BAE Systems dans les missiles), est spécialisé dans les activités de propulsion de missiles tactiques de courte et de moyenne portée (carburants et matériaux). Avec un chiffre d'affaires de 107 millions d'euros en 2010, la société détient 54 % de part de marché en Europe et 20 % au niveau mondial ;

— PyroAlliance, détenu à 85 % par SME, à 10 % par Autoliv et à 5 % par EADS ST, fournit des pyromécanismes pour des programmes majeurs de défense (missiles stratégiques et tactiques) et aérospatiaux (Ariane V et Vega). Avec un chiffre d'affaires de 14 millions d'euros, la société détient 15 % de part de marché en Europe ;

— Structil, détenu à 80,05 % par SME et à 19,95 % par Mitsubishi Rayon, produit des matériaux composites à base de carbone destinés principalement à l'aéronautique mais aussi à l'industrie et aux sports. Avec un chiffre d'affaires de 18 millions d'euros, la société détient 6 % de part de marché en Europe ;

— Regulus, détenu à 40 % directement par SNPE et à 60 % par le groupe aéronautique italien Avio, réalise les segments principaux des moteurs des fusées Ariane V et Véga utilisant le propergol solide qu'il produit. La société réalise un chiffre d'affaires de 13 millions d'euros.

L'ensemble des activités qui précèdent, et qui font l'objet de l'opération soumise à la Commission, représentent en 2010 un chiffre d'affaires consolidé de 259 millions d'euros, une marge brute d'exploitation (EBITDA) de 45 millions et un résultat d'exploitation (EBIT) de 30,5 millions. Le chiffre d'affaires est stable depuis plusieurs années ; les agrégats de résultat sont en hausse de l'ordre de 10 % par an sur les cinq derniers exercices.

Les autres activités de SNPE ont fait ou font l'objet de recherche de solutions adaptées :

— Eurengo, spécialisé dans les poudres et explosifs, est désormais détenu à 100 % par SNPE qui a racheté les parts des différents actionnaires. L'avenir de cette société déficitaire, qui pourrait se rapprocher d'un groupe européen, est encore à l'étude ;

— Isochem, fournisseur de produits de chimie fine (pharmacie, cosmétique, agrochimie), a été cédé en février 2010 au fonds allemand Aurelius ;

— Durlin, spécialisé dans les produits pour les ongles, a été cédé en avril 2010 à la société de cosmétique italienne Chromavis ;

— Bergerac NC, site industriel de production de nitrocellulose, est en cours de reprise par la société espagnole Maxam.

SNPE détient par ailleurs un ensemble immobilier important à Paris en cours de cession et 25,9 % du

capital du groupe chimique belge Tessenderlo (dont la capitalisation boursière est d'environ 700 millions d'euros).

III. — Le groupe Safran est né du rapprochement au printemps 2005 des sociétés SNECMA (jusque là contrôlée intégralement par l'Etat) et Sagem.

Le capital de Safran est réparti de la manière suivante :

— Etat français : 30,2 % ;

— salariés : 16 % ;

— autocontrôle : 4,2 % ;

— Areva : 2 %,

— public : 47,6 %.

Safran a réalisé en 2010 un chiffre d'affaires de 11 milliards d'euros, stable depuis plusieurs années, qui se répartit en quatre métiers principaux :

— la propulsion aéronautique et spatiale (52 % du chiffre d'affaires) : moteurs d'avions civils (en particulier série CFM) et militaires ainsi que d'hélicoptères, de missiles et de lanceurs spatiaux, services de maintenance ;

— les équipements aéronautiques (26 % du chiffre d'affaires) : systèmes d'atterrissage et de câblage, nacelles, transmission de puissance ;

— la défense (12 % du chiffre d'affaires) : optronique, navigation inertielle, commandes de vols ;

— la sécurité (10 % du chiffre d'affaires) : solutions d'identification biométrique, cartes à puces.

Pour l'exercice 2010, Safran a publié un résultat opérationnel de 938 millions, en hausse significative, et un résultat net, part du groupe, de 207 millions. Au 31 décembre 2010, Safran affichait des fonds propres de 4,7 milliards d'euros et une trésorerie nette positive.

Parmi ses activités, Safran est présent de façon complémentaire à SNPE dans la propulsion solide via sa filiale SPS (SNECMA Propulsion Solide), fournissant structure, tuyère, allumeur et protection thermique des moteurs. Conscientes de cette complémentarité, les deux sociétés avaient constitué, pour gérer leurs interfaces, le GIE G2P détenu à 75 % par Safran et 25 % par SNPE. Ce GIE a notamment assuré avec succès la maîtrise d'œuvre de la propulsion des missiles balistiques français.

IV. — Les discussions entre SNPE, l'Etat et Safran en vue de consolider la filière française de propulsion solide ont été engagées au cours du premier semestre 2009. Elles ont donné lieu aux diligences habituelles : salle d'information (data room), visite des sites et entretiens avec les dirigeants de SNPE. La Commission a été tenue informée de toutes les étapes qui se sont traduites par la signature le 1er octobre 2010 d'une lettre d'intention. Les accords ont été signés le 14 février 2011. Ces accords comprennent trois documents qui ont été présentés à la Commission.

a) Accord de coopération industrielle, commerciale et financière sur la propulsion solide conclu entre Safran et SNPE en présence de l'Etat :

L'avis publié au Journal officiel du 9 mars 2011 résume comme suit les objectifs de l'accord.
« A travers leur projet de rapprochement, les parties visent la création de l'un des premiers acteurs

occidentaux dans le domaine de la propulsion solide, sur la base d'un modèle industriel simplifié et intégré, contribuant à la consolidation européenne du secteur. Cette coopération permettra également de respecter les impératifs nationaux spécifiques, notamment relatifs aux technologies nécessaires aux moyens de dissuasion, dans la mesure où l'Etat, qui contrôle SNPE, est également le premier actionnaire de Safran, avec 30,20 % du capital, et constituera ainsi l'actionnaire de référence au sein du groupe contrôlant l'ensemble issu du rapprochement de SME et SPS.

Le rapprochement envisagé, qui s'inscrit dans le cadre d'un accord de coopération industrielle, commerciale et financière, répond à la volonté des parties de faire évoluer la coopération actuelle mise en place, dès 1972, au sein en particulier du GIE G2P.

Le périmètre du rapprochement est le suivant :

- la cession de SME et de ses filiales par SNPE à Safran ;
- la cession par SNPE à Safran de 15 998 actions de la société REGULUS, représentant 40 % du capital et des droits de vote.

Ce regroupement, au sein du groupe Safran, des activités relatives à la propulsion solide, a pour but :

- la mise en commun des bureaux d'études ;
- la simplification des interfaces ;
- l'optimisation des activités industrielles.

La réalisation de ces objectifs devant favoriser le maintien des compétences et l'accroissement des performances dans un contexte de contraintes budgétaires. »

b) Contrat de cession d'actions entre SNPE, SOFIGEXI et Safran (modifié et complété par l'avenant du 30 mars 2011) :

Dans ce contrat, les parties définissent le mode de calcul du prix de cession. A la valeur d'entreprise des actifs cédés (fixée à 296 millions d'euros) est ajoutée la trésorerie nette ajustée et sont retranchées des provisions, tous éléments déterminés à partir des comptes au 31 décembre 2010 et en tenant compte de l'éventuel effet fiscal. Le prix de l'ensemble cédé est ainsi fixé à 343 344 259 euros (dont 327 633 667 pour SME), augmenté d'un supplément forfaitaire de 1,5 millions d'euros par mois calculé prorata temporis.

La réalisation de l'opération est sujette à des conditions suspensives qui doivent être levées le plus tard le 3 avril 2011 et qui concernent principalement les autorisations par la Commission européenne et par arrêté ministériel sur avis conforme de la Commission, la garantie de l'Etat à la SNPE sur les garanties environnementales accordées à Safran (voir ci-après) et l'accord des partenaires de SNPE dans certaines des filiales (MBDA chez Roxel, Mistubishi chez Structil et Avio chez Regulus).

De plus, Safran dispose d'une faculté de renoncer à l'opération au plus tard le 3 avril 2011 si la mise en place de servitudes d'utilité publique sur certains sites industriels n'est pas encore intervenue. La réalisation de l'opération interviendra dans les cinq jours suivant la levée des conditions suspensives, avec effet au 31 décembre 2010.

Safran reçoit les garanties usuelles en matière de cession (hors les garanties environnementales qui sont traitées dans la convention décrite ci-après) et une garantie spécifique sur une indemnité perçue en application d'un jugement. Ces garanties sont limitées dans le temps et dans leur montant (25 millions d'euros sauf en cas d'inexactitudes de déclarations).

c) Convention de garantie environnementale conclue entre SNPE et Safran en présence de SME, PyroAlliance et Structil :

La complexité des questions environnementales concernant les sites industriels compris dans la cession et qui sont exploités de longue date a conduit les parties à conclure un accord séparé sur les garanties apportées par le vendeur à l'acquéreur en cette matière. Ces garanties couvrent :

- pour une durée de 30 ans, les coûts des mesures de réhabilitation des sites dans le cadre de la poursuite d'activité ;
- pour une durée de 40 ans, les coûts des mesures de réhabilitation, pour un usage industriel du site concerné, en cas de cessation d'activité résultant de décisions des autorités publiques strictement définies par la convention ;
- pour une durée de 15 ans, les recours de tiers.

Le schéma retenu par les parties dans les différents cas est complexe, comprenant des plafonds globaux, ainsi que des plafonds par type de pollution et par site industriel, assortis de tickets modérateurs à la charge de l'acquéreur.

Le montant total et global de la garantie, fixé à 240 millions d'euros, se trouve limité de fait à 216 millions par le jeu des tickets modérateurs dont les taux sont compris entre 10 % et 50 %. A l'issue d'un délai de 15 ans, le plafond global de 240 millions est ramené à 200 millions d'euros.

La garantie environnementale accordée par SNPE à Safran fait l'objet d'une garantie de l'Etat à SNPE dans les conditions prévues par l'article 98 de la loi du 29 décembre 2010, dans la limite d'un plafond de 216 millions d'euros.

V. — Conformément à la loi, la Commission a procédé à une évaluation multicritères des actifs cédés (SME et participation dans Regulus), prenant en compte, selon la pondération appropriée, les éléments boursiers, la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, l'existence des filiales, les perspectives d'avenir de l'entreprise et les engagements laissés à la charge de l'Etat.

A cette fin, elle a disposé des rapports des banques conseils de l'Etat et de la SNPE.

Les banques ont procédé à l'estimation des actifs cédés selon trois méthodes :

— l'actualisation des flux nets de trésorerie pour chacune des sociétés du périmètre cédé est utilisée comme méthode d'évaluation principale. Le calcul, fondé sur le plan d'affaires 2009-2013 établi par SNPE, intègre donc les flux générés au cours des trois années 2011 à 2013. La valeur terminale, qui représente environ 80 % de la valorisation, est établie sur la base d'une année normative et d'un taux de croissance de 0,5 % à l'infini des flux de trésorerie. Les flux sont actualisés à un coût moyen pondéré du capital de 9 % ou 9,3 %. Les banques ont retenu pour Structil un taux de croissance à l'infini et un coût du capital plus élevés ;

— l'application des multiples boursiers de sociétés cotées comparables. Les banques ont retenu des échantillons très voisins d'une dizaine de sociétés comparables européennes ou nord-américaines dans les secteurs des matériaux énergétiques, des motoristes et des équipementiers généralistes de la défense. Les multiples étudiés sont ceux d'EBITDA et d'EBIT pour 2011 et 2012. La banque conseil de l'Etat a également procédé à un calcul séparé sur la base du seul échantillon des matériaux énergétiques (Safran, Alliant Techsystems, Chemring). Structil est étudié à part par les deux banques selon un échantillon spécifique de comparables ;

— l'application des multiples de transactions comparables. Les banques ont retenu des échantillons de transactions récentes ayant porté sur les secteurs des matériaux énergétiques et sur des motoristes. Les multiples étudiés sont ceux d'EBITDA et d'EBIT pour 2010. Structil est étudié à part selon un échantillon spécifique de transactions comparables.

Les banques conseils ont effectué des calculs de sensibilité de l'évaluation par actualisation des flux en fonction de variations des principaux paramètres (coût du capital, taux de croissance à l'infini). Sur ces bases, les banques conseils présentent des fourchettes d'évaluation de la valeur d'entreprise tant de SME que de l'ensemble du périmètre cédé qui sont convergentes et dans la partie supérieure desquelles s'inscrivent les valeurs d'entreprise retenues par les parties.

La valeur des fonds propres des actifs cédés est obtenue par l'ajout de la trésorerie nette ajustée et la soustraction de provisions. L'effet fiscal éventuel est pris en compte.

Au total les banques concluent que le prix convenu pour la transaction est un peu supérieur à la valeur centrale de leur évaluation.

VI. — La Commission observe que le rapprochement des activités de propulsion solide de SNPE avec Safran répond à une logique industrielle et à un projet souhaité depuis plusieurs années par les pouvoirs publics. La nécessité d'une coopération étroite entre les deux entités avait déjà conduit à la création du GIE G2P qui, malgré ses réels succès sur le plan technologique, ne permet pas d'éviter les surcoûts et les délais résultant de duplications de tâches et de transferts successifs entre les deux groupes dans le processus de production.

Seule l'intégration industrielle de SME dans le groupe Safran permet de réaliser l'étape supplémentaire souhaitable.

Le transfert au groupe Safran des activités de matériaux énergétiques de SNPE devrait ainsi permettre au nouvel ensemble, devenu un des premiers acteurs occidentaux, de gagner en efficacité, de se présenter sur le marché à l'instar des grandes entreprises intégrées du secteur et d'assurer la pérennité des compétences industrielles et technologiques dans le domaine stratégique des matériaux énergétiques destinés à la défense nationale et à l'espace. Le rapprochement doit conduire à rationaliser les efforts de recherche et développement destinés à mettre au point les prochaines générations de propulseurs.

La propulsion solide est une technologie cruciale pour la politique de défense de la France (missiles stratégiques) et pour le succès de l'Europe spatiale. Les intérêts stratégiques de l'Etat seront préservés d'une part par l'action spécifique instituée au capital de SME par le décret du 14 mars 2011 susvisé et d'autre part par une convention ad hoc avec la société Regulus. L'Etat, premier actionnaire de Safran dont il détient 30 % du capital, dispose aussi de droits contractuels au titre d'une convention avec Safran conclue en 2005 lors du rapprochement de Snecma et de Sagem.

Le prix convenu entre les parties, tant pour SME que pour l'ensemble des actifs cédés (SME et participation dans Regulus), est cohérent avec une évaluation pratiquée selon les méthodes usuelles. La Commission estime qu'il intègre bien la valeur des acquis technologiques et industriels des sociétés cédées ainsi qu'une fraction des synergies attendues de l'opération. Il prend en compte l'incertitude à long terme qui résulte pour les grands programmes de la dépendance vis-à-vis d'un nombre parfois très restreint de clients, et notamment de clients publics pouvant être affectés de façon durable par les contraintes budgétaires.

La Commission a observé que la version initiale du contrat de cession ne permettait pas d'assurer au prix son caractère définitif requis au moment de la publication du présent avis et de l'arrêté d'autorisation. Les parties ont apporté les modifications nécessaires par l'avenant du 30 mars 2011 susvisé.

Les garanties générales accordées par SNPE à Safran ont un caractère usuel et n'appellent pas d'observations particulières.

Les parties ont choisi de traiter la question complexe des risques environnementaux à travers une convention de garantie spécifique. Cette approche a eu l'avantage de permettre une discussion plus objective sur le prix. Le montant de la garantie, correspondant à un maximum de décaissement possible de 216 millions d'euros, élevé par rapport au prix de cession, est conforme aux conclusions des audits réalisés par deux cabinets spécialisés mandatés par les parties. Par nature, le montant des appels en garantie, et des charges qui peuvent en découler pour SNPE, est incertain, tant dans son volume que dans son occurrence dans le temps. Cette incertitude est particulièrement forte en ce qui concerne les conséquences d'éventuelles cessations d'activités sur certains sites dans les cas précis visés par la convention. Les tickets modérateurs laissent une part des coûts à la charge de Safran. Les mécanismes de mise en œuvre de la garantie paraissent raisonnables et équilibrés.

L'Etat contre-garantit SNPE dans les conditions prévues par l'article 98 de la loi du 29 décembre 2010 susvisée. La convention de garantie entre l'Etat et SNPE, dont le texte a été présenté à la Commission,

est en cours de signature. La Commission souligne de plus qu'en raison de la durée très longue, jusqu'à 40 ans, sur laquelle portent la garantie de SNPE à Safran et la contre-garantie de l'Etat à SNPE, il est essentiel que soient mis en place dès à présent par l'Etat les moyens nécessaires au suivi attentif de ces garanties sur toute leur durée.

En conclusion, la Commission constate que les accords qui lui ont été présentés constituent un « accord de coopération industrielle, commerciale ou financière » au sens de l'article 1er du décret du 3 septembre 1993 susvisé, qu'ils emportent effectivement, au sens dudit article, restructuration d'une ou plusieurs entreprises intéressant directement la défense nationale, qu'ils préservent les intérêts nationaux et que les conditions de la cession respectent les intérêts patrimoniaux de l'Etat.

VII. — Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, LA COMMISSION EMET UN AVIS FAVORABLE à l'opération qui lui a été présentée ainsi qu'au projet d'arrêté fixant les modalités du transfert au secteur privé de la société SNPE Matériaux Energétiques annexé au présent avis *.

* le texte de l'arrêté figure en page suivante

**Arrêté du 31 mars 2011 fixant les modalités du transfert au secteur privé
de la société SNPE Matériaux Energétiques**

NOR: EFIT1108965A

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

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

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

Vu la loi n° 2009-928 du 29 juillet 2009 relative à la programmation militaire pour les années 2009 à 2014 et portant diverses dispositions concernant la défense, notamment son article 10 ;

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

Vu le décret n° 2010-1107 du 21 septembre 2010 autorisant le transfert au secteur privé de la société SNPE et de ses filiales ;

Vu le décret n° 2011-268 du 14 mars 2011 instituant une action spécifique au capital de la société SNPE Matériaux Energétiques ;

Vu l'avis relatif aux objectifs de l'accord de coopération industrielle, commerciale et financière entre Safran et SNPE publié au Journal officiel de la République française du 9 mars 2011 ;

Vu l'avis conforme n° 2011-AC-4 en date du 31 mars 2011 de la commission des participations et des transferts recueilli en application des articles 3 et 4 de la loi du 6 août 1986 susvisée,

Arrête :

Article 1

Le transfert au secteur privé de la quasi-intégralité du capital de SNPE Matériaux Energétiques s'effectuera par la cession à Safran de 15 899 994 actions détenues par SNPE et de 5 actions détenues par SOFIGEXI, représentant 99,99 % du capital et des droits de vote de la société SNPE Matériaux Energétiques, pour un prix déterminé conformément à l'article 2.

Article 2

Le prix de cession mentionné à l'article 1er est de 327 633 667 euros, augmenté de 50 000 euros par jour calendaire entre le 31 mars 2011 et la date de réalisation de la cession visée à l'article 1er.

Article 3

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

Fait le 31 mars 2011.

Pour la ministre et par délégation :

Le commissaire aux participations de l'Etat,

J.-D. Comolli

JORF n° 0085 du 10 avril 2011 page 6432

**Avis de la Commission des participations et des transferts
n° 2011-A-1 du 8 avril 2011
relatif à une offre publique simplifiée alternative d'achat ou d'échange par EDF
des actions de EDF Energies nouvelles**

La Commission émet l'avis suivant :

I. — Par lettre en date du 6 avril 2011, la ministre de l'économie, des finances et de l'industrie a saisi la Commission, en application des articles 2 et 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 susvisée, du projet de EDF de lancer une opération de rachat des actions que le groupe ne détient pas au capital de EDF Energies nouvelles par le biais d'une offre publique simplifiée alternative en numéraire ou en actions de EDF.

L'Etat détient à l'heure actuelle 84,48 % du capital de EDF. L'opération présentée à la Commission, impliquant l'émission d'actions nouvelles, est de nature à entraîner une dilution de la participation de l'Etat d'au maximum 1,6 %, celui-ci conservant toutefois, après la réalisation de la transaction, plus de 70 % du capital social de EDF conformément à l'article 24 de la loi du 9 août 2004 susvisée. L'opération est soumise à l'avis de la Commission en vertu de l'article 3 de la loi du 6 août 1986 susvisée.

L'ouverture minoritaire du capital de la société Electricité de France a été autorisée par le décret du 7 juillet 2005 susvisé.

L'opération devra être soumise à l'approbation de la Commission européenne.

II. — EDF est entré en 2000 à hauteur de 50 % au capital de la société SIIF Energies, qui avait été créée en 1990 par M. Pâris Mouratoglou et orientée progressivement vers le marché des énergies renouvelables. En 2004, le nom de la société a été changé en EDF Energies nouvelles puis elle a été introduite en Bourse en novembre 2006. Un pacte d'actionnaires a été conclu entre EDF et le groupe Mouratoglou, dont la dernière version a fait l'objet d'une information publiée par l'Autorité des marchés financiers (AMF) le 29 octobre 2010.

Le capital de EDF Energies nouvelles est actuellement réparti de la façon suivante :

- groupe EDF : 50 % (et 50,2 % des droits de vote) ;
- groupe Mouratoglou : 25,1 % (et 25,2 % des droits de vote) ;
- public : 24,5 % (et 24,6 % des droits de vote) ;
- autocontrôle : 0,4 %.

Le groupe EDF détient le contrôle opérationnel de EDF Energies nouvelles et consolide la société par intégration globale dans ses comptes.

Le secteur des énergies renouvelables est affecté de profondes évolutions : forte croissance de la demande de capacité au niveau mondial, augmentation de la taille et complexité accrue des projets, émergence de grands acteurs globaux. Dans ce contexte, EDF propose aux autres actionnaires de EDF Energies nouvelles de leur acheter leurs participations en vue d'intégrer au groupe EDF cette société.

Pour EDF, cette évolution vise à permettre de dégager des synergies opérationnelles et financières, de définir une stratégie globale cohérente et de répondre aux attentes des clients. L'opération envisagée consiste en une offre publique simplifiée alternative en numéraire ou en actions dans les conditions suivantes :

— offre publique d'achat simplifiée en numéraire au prix de 40 € par action EDF Energies nouvelles, coupon 2010 détaché ;

— offre publique d'échange alternative de 13 actions EDF, coupon 2010 détaché, pour 11 actions EDF Energies nouvelles, coupon 2010 détaché.

Les actionnaires de EDF Energies nouvelles pourront choisir l'une ou l'autre, ou une combinaison des deux offres.

La Commission a été informée par EDF que le groupe Mouratoglou a décidé de s'engager irrévocablement à apporter à l'offre la totalité de sa participation dans EDF Energies nouvelles, soit 25,1 % du capital, à raison de 50 % à l'offre en numéraire et 50 % à l'offre en titres.

En cas de succès de l'offre, EDF se réserve la faculté de proposer une fusion de EDF et de EDF Energies nouvelles dans les douze mois ainsi que de mettre en œuvre à tout moment un retrait obligatoire des actions EDF Energies nouvelles à l'issue d'une offre publique de retrait dans les conditions prévues à l'article 237-1 du règlement général de l'AMF.

EDF a déclaré par ailleurs son intention de procéder, à la suite de l'opération, à des rachats sur le marché de ses propres actions en vue de les annuler afin de compenser exactement la dilution subie par les actionnaires du fait de l'augmentation de capital entraînée par la remise d'actions nouvelles de EDF dans l'offre alternative d'échange.

III. — EDF Energies nouvelles est un des principaux acteurs de la production d'énergies renouvelables. Opérateur intégré, il assure le développement, le financement, la construction, l'exploitation et la maintenance de ses installations. Le groupe est présent dans 13 pays en Europe (66 % du chiffre d'affaires en 2010) et en Amérique du Nord (34 %) avec notamment l'acquisition en 2002 aux Etats-Unis de la société enXco (spécialisée dans l'éolien).

EDF Energies nouvelles est principalement présent dans l'éolien, qui représente 85 % de ses capacités installées, qui sont de 3 335 MW au total. Il développe depuis 2007 la filière solaire photovoltaïque (centrales au sol et toitures), qui représente 8 % des capacités mais qui est en forte progression. Le groupe est également actif dans les autres filières : hydraulique, biogaz, biomasse. Le groupe présente son activité selon quatre pôles :

— la production (29,3 % du chiffre d'affaires en 2010) a enregistré une augmentation de 27 % en 2010 avec la mise en service progressive de nouvelles capacités dans l'éolien et le solaire ;

— l'exploitation-maintenance pour compte de tiers (3,5 % du chiffre d'affaires) a connu une forte progression de 60 % en 2010 en raison principalement du renforcement du groupe dans la société Reetec ;

— le développement-vente d'actifs structurés (45,4 % du chiffre d'affaires) a progressé de 43 % en 2010 grâce aux cessions de tranches dans les filières solaire en Europe et éolienne aux Etats-Unis ;

— les énergies réparties (21,8 % du chiffre d'affaires), qui regroupent les installations principalement solaires auprès des particuliers et des professionnels, ont augmenté de 23 %.

Sur les trois derniers exercices, le chiffre d'affaires consolidé a progressé de 16 % en 2009 et de 34 %

en 2010 pour atteindre 1,57 milliard d'euros. L'excédent brut d'exploitation (EBITDA) a augmenté respectivement de 47 % et de 36 % en 2009 et 2010 et est de 455 millions pour 2010. Le résultat net consolidé, part du groupe, qui était en hausse en 2009 de 39 %, n'a progressé en 2010 que de 8 %, à 106 millions, en raison des provisions et dépréciations sur les activités de bois énergie et de pompes à chaleur et sur des participations minoritaires.

Le bilan consolidé de EDF Energies nouvelles, d'un total de 7,2 milliards d'euros, fait apparaître au 31 décembre 2010 des capitaux propres de 1,6 milliards d'euros. Le montant de l'endettement financier (3,7 milliards d'euros) est élevé mais comprend pour 2,3 milliards des concours bancaires sous forme de « financements de projets » à recours limités vis-à-vis du groupe. EDF Energies nouvelles emploie environ 2 800 personnes.

EDF Energies nouvelles a annoncé une prévision de croissance d'au moins 23 % de son EBITDA en 2011 et a confirmé son objectif opérationnel d'une capacité installée de 4 200 MW fin 2012, la moitié de la croissance étant assurée par la filière solaire photovoltaïque. Le groupe indique qu'une analyse individuelle des projets sera nécessaire pour en définir la faisabilité à l'issue du moratoire institué par le décret du 10 septembre 2010 susvisé.

IV. — EDF (Electricité de France) a été constitué en 1946 sous forme d'établissement public à caractère industriel et commercial, à la suite de la nationalisation des secteurs du gaz et de l'électricité. La loi du 9 août 2004 susvisée l'a transformé en société anonyme et ses actions ont été introduites en Bourse en novembre 2005.

Le capital de EDF est actuellement réparti de la manière suivante :

- Etat français : 84,48 % ;
- salariés : 2,43 % ;
- flottant : 13,08 % ;
- autocontrôle : 0,01 %.

Le groupe EDF est un énergéticien intégré, présent sur l'ensemble des métiers de l'électricité, régulés (transport et distribution) et non régulés (production, commercialisation et négoce). Il est l'acteur principal du marché français de l'électricité et il détient des positions fortes sur deux autres des principaux marchés européens : l'Italie (avec Edison) et le Royaume-Uni (avec EDF Energy). Le groupe EDF sert près de 28 millions de clients en France.

Au cours des derniers mois, le périmètre des activités de EDF a connu plusieurs évolutions significatives avec la cession des réseaux de distribution d'électricité au Royaume-Uni, le réaménagement des relations avec le groupe Constellation aux Etats-Unis, le rachat de la participation de EDF en Allemagne dans EnBW par le Land de Bade-Wurtemberg et l'affectation de 50 % du capital de RTE-EDF Transport au portefeuille d'actifs dédiés au démantèlement des installations nucléaires.

En France, grâce à l'importance des parcs nucléaire (plus de 80 % de la production d'électricité) et hydraulique (plus de 7 %), EDF dispose d'un outil de production affecté de faibles coûts variables, dont l'exposition est limitée aux fluctuations des marchés des hydrocarbures et qui pour 95 % n'émet pas de CO₂.

Le groupe EDF est également le premier opérateur de réseaux en Europe. Le réseau de transport a été filialisé dans RTE-EDF Transport en 2005. Conformément aux dispositions de la loi du 9 août 2004 susvisée, RTE-EDF Transport exploite, entretient et développe le réseau de transport d'électricité en

toute indépendance de EDF et en garantissant l'accès aux utilisateurs sur des bases non discriminatoires. EDF est par ailleurs concessionnaire des réseaux de distribution de la plupart des communes françaises.

Au cours de l'exercice 2010, le chiffre d'affaires s'est élevé à 65 milliards d'euros, en augmentation de 10,2 % par rapport à 2009 (5,2 % en croissance organique). La progression est particulièrement due à l'activité en Italie (+ 16 %) et en France (+ 6 %) ; elle a été confortée par l'acquisition de SPE en Belgique.

L'excédent brut d'exploitation (EBITDA) a progressé en 2010 de 4,4 % à 16,6 milliards d'euros. Il a notamment été affecté par la contraction des marges en Italie et l'arrêt d'une centrale nucléaire au Royaume-Uni.

Le résultat d'exploitation (EBIT) pour 2010 s'est élevé à 6,2 milliards d'euros, en baisse de 33 % en raison de l'importance des provisions pour risques et des dépréciations d'actifs, principalement aux Etats-Unis et en Italie.

Le résultat net de l'exercice 2010 est de 1 milliard d'euros, en baisse de 74 % par rapport à 2009 pour les mêmes raisons.

Au 31 décembre 2011, les fonds propres du groupe EDF s'élèvent à 36,9 milliards d'euros (+ 6,4 %) et l'endettement financier net a été réduit à 34,4 milliards (— 19 %) du fait des opérations qui ont été décrites (cessions et déconsolidation de RTE-EDF Transport).

Le groupe EDF a indiqué ses objectifs financiers pour 2011 consistant en une croissance organique de l'EBITDA comprise entre 4 et 6 % et un ratio d'endettement financier net sur EBITDA compris entre 2 et 2,2.

L'évolution du groupe EDF se trouve actuellement confrontée à des incertitudes importantes, en particulier dans trois domaines : fixation des tarifs de l'électricité, mise en place de la nouvelle organisation du marché (loi NOME), conséquences sur le secteur nucléaire en France et à l'étranger de l'impact de l'incident de Fukushima.

V. — L'article 3 de la loi du 6 août 1986 susvisée prévoit que dans le cas d'espèce l'évaluation à laquelle doit procéder la Commission porte sur la parité ou le rapport d'échange. S'agissant d'une opération qui comprend une offre à deux branches, en numéraire et en actions, la Commission a été conduite à apprécier non seulement le rapport d'échange mais aussi la valeur intrinsèque de la société EDF Energies nouvelles afin de mesurer l'impact global de la transaction sur les intérêts patrimoniaux de l'Etat.

Conformément à la loi, la Commission a procédé à son évaluation en recourant à une analyse multicritères qui prend en compte les éléments boursiers, la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, l'existence des filiales et les perspectives d'avenir.

A cette fin, elle a disposé du rapport des banques conseils d'EDF. Ce rapport utilise en particulier le plan à moyen terme établi par le management de EDF Energies nouvelles couvrant les années 2011 à 2013 et qui a été présenté au conseil d'administration. Les banques ont considéré séparément l'offre d'achat et l'offre d'échange. Les évaluations sont ajustées le cas échéant des dividendes.

a) Pour apprécier les conditions de l'offre d'achat, les banques ont évalué EDF Energies nouvelles selon trois méthodes principales :

— le cours de Bourse : observant que la valorisation boursière est une référence pertinente au regard

du flottant et de la liquidité des actions de la société, les banques ont retenu des moyennes boursières à 30 jours, 60 jours et 6 mois ;

— les multiples boursiers de sociétés comparables : les banques ont retenu comme comparables EDP Renovaveis et Enel Green Power (voir l'alinéa suivant pour Iberdrola Renovables). Elles ont retenu les multiples valeur d'entreprise/EBITDA et valeur d'entreprise/capitaux employés, sur les années 2011 et 2012 ;

— les multiples résultant d'une transaction comparable : les banques ont retenu la transaction annoncée le 8 mars 2011 de Iberdrola sur Iberdrola Renovables qui présente des caractéristiques proches. Elles ont retenu les multiples valeur d'entreprise/EBITDA et valeur d'entreprise/capitaux employés, sur les années 2011 et 2012.

Les banques ont par ailleurs étudié l'ensemble des 19 notes d'analystes financiers sur la valeur, parues tant avant qu'après le début de l'incident de Fukushima.

A titre indicatif, les banques ont considéré l'application de la méthode de l'actualisation des flux mais elles observent qu'en raison du caractère durablement négatif des flux libres après investissement, cette évaluation suppose des hypothèses structurantes à long terme sur la stratégie d'investissement de l'entreprise.

Des analyses de sensibilité des évaluations aux différents paramètres utilisés ont été réalisées. Sur ces bases, les banques présentent des fourchettes d'évaluation de EDF Energies nouvelles largement convergentes. Toutefois, la valorisation résultant des multiples boursiers est sensiblement inférieure, ce que les banques expliquent par l'écart de rentabilité et de perspectives de croissance de ces comparables avec EDF Energies nouvelles.

b) Pour apprécier les conditions de l'offre d'échange, les banques ont eu recours à cinq approches principales :

— parité des cours de Bourse : les banques étudient les moyennes de cours des deux sociétés sur 30 jours, 60 jours, 6 mois, 9 mois et 12 mois ;

— parité des cours cibles des analystes financiers : pour EDF, les banques ont retenu 32 notes d'analystes financiers sur la valeur, parues tant avant qu'après le début de l'incident de Fukushima ;

— parité du bénéfice net courant par action et de l'actif net par action ;

— référence à une transaction comparable : pour EDF Energies nouvelles, les banques étudient la prime induite par l'offre de Iberdrola sur Iberdrola Renovables et elles retiennent pour EDF un échantillon de 22 transactions sur les dix dernières années impliquant les principaux énergéticiens européens ;

— multiples boursiers de sociétés comparables : pour EDF ont été retenus les principaux énergéticiens européens (Iberdrola, Enel, E.On, Fortum, Verdund, GDF Suez, Scottish & Southern et RWE). Les multiples considérés sont ceux de valeur d'entreprise / EBITDA sur les années 2011 et 2012.

A titre indicatif, les banques ont considéré l'application de la méthode de l'actualisation des flux, mais elles observent que, en plus des difficultés inhérentes à l'évaluation de EDF Energies nouvelles déjà mentionnées, l'évaluation d'EDF selon cette méthode est également difficile dans le contexte présent, caractérisé, comme il a déjà été mentionné, par les incertitudes sur les conséquences de la réforme du marché de l'électricité résultant de la loi du 7 décembre 2010 susvisée, sur l'impact de l'incident de Fukushima quant aux programmes nucléaires en France et à l'étranger et sur les programmes d'investissement à moyen et long terme du groupe.

Sur ces bases, les banques présentent des parités entre EDF Energies nouvelles et EDF largement convergentes. Toutefois, l'application des multiples boursiers conduit à une parité sensiblement inférieure pour les motifs évoqués au point a.

En synthèse de leurs travaux, les banques concluent que l'offre en numéraire de 40 euros par action de EDF Energies nouvelles apparaît en ligne avec les références de valorisation intrinsèques et qu'elle offre une prime supérieure à 8 % sur les cours de Bourse récents. Elles concluent que la parité d'échange proposée n'exteriorise pas de prime sur les cours historiques et fait même apparaître une décote sur les cours récents. Les banques concluent globalement à un impact positif de l'opération sur le bénéfice net par action de EDF en année pleine, avant même prise en compte des synergies et du rachat d'actions.

VI. — La Commission observe que le cours de Bourse de EDF Energies nouvelles a connu depuis son introduction en Bourse fin 2006 des fluctuations importantes entre des niveaux dépassant 50 euros fin 2007 et inférieurs à 20 euros fin 2008. Depuis deux ans, le cours évolue dans une fourchette de 28 à 40 euros. Il a retrouvé la zone supérieure de cette fourchette depuis l'incident de Fukushima. Si le cours de EDF Energies nouvelles a été corrélé jusqu'à fin 2008 avec celui du secteur de l'électricité, en particulier avec le cours de EDF, les évolutions respectives ont ensuite divergé, EDF Energies nouvelles s'appréciant de plus de 30 % tandis que EDF cédait à l'inverse plus de 30 %.

La référence aux cours de Bourse constitue un élément déterminant de l'opération, ce qui est naturel s'agissant d'une offre publique d'achat ou d'échange qui ne peut être proposée aux investisseurs que sur la base des cours de Bourse récents et en offrant une prime. La Commission observe que l'évolution des cours de Bourse des deux sociétés paraît significative en raison des volumes du flottant et des transactions quotidiennes. En particulier, ces cours ne semblent, ni dans un cas ni dans l'autre, être affectés par des mouvements de nature spéculative à court terme. Leur évolution récente paraît en fait traduire les perspectives de développement du secteur des énergies renouvelables d'une part et les incertitudes précédemment mentionnées concernant EDF d'autre part.

La comparaison des conditions envisagées pour l'offre avec celles de l'opération menée actuellement par Iberdrola de rachat des intérêts minoritaires de sa filiale Iberdrola Renovables ne fait pas apparaître d'incohérence entre les deux transactions. Les primes de l'offre envisagée sur EDF Energies nouvelles sont légèrement inférieures à celles sur Iberdrola Renovables par rapport à différentes moyennes des cours de Bourse.

Les méthodes d'évaluation intrinsèques permettent d'établir des fourchettes de valorisation de EDF Energies nouvelles et de la parité de cette société et de EDF qui sont cohérentes avec les constatations résultant des analyses boursières. Ces méthodes présentent néanmoins des limites. D'une part, l'actualisation des flux est en pratique peu pertinente en raison de flux de trésorerie rendus durablement négatifs par l'ampleur des investissements chez EDF Energies renouvelables. D'autre part, si le niveau de l'offre peut apparaître généreux en référence à une évaluation par les multiples de sociétés comparables, les sociétés en question, au demeurant peu nombreuses, ne présentent pas les mêmes profils à court terme de croissance et de résultat.

La Commission a par ailleurs pris en considération les synergies et l'intérêt stratégique de l'opération pour EDF.

Les montants de synergies qui lui ont été communiqués sont significatifs et concernent tant les synergies opérationnelles (études, recherche développement en particulier) que les synergies financières, le mode de financement externe actuel de EDF Energies nouvelles étant coûteux en raison de sa nature (financement de projet).

Du point de vue stratégique, l'opération va permettre à EDF d'intégrer l'activité de EDF Energies

nouvelles. Le groupe pourra ainsi conduire une stratégie globale cohérente portant sur toutes les formes de production d'énergie. Il sera à même de mieux définir sa politique d'investissement. Il devrait pouvoir mieux répondre à la demande croissante, en volume et en complexité, pour les énergies nouvelles.

Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission ESTIME QUE LES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE SIMPLIFIÉE D'ACHAT OU D'ÉCHANGE PAR EDF DES ACTIONS ÉNERGIES NOUVELLES, TELLES QUE DÉCRITES AU POINT II DU PRÉSENT AVIS, NE SONT PAS DÉFAVORABLES AUX INTÉRÊTS PATRIMONIAUX DE L'ÉTAT.

La Commission émet en conséquence un avis favorable au projet d'arrêté dont le texte est annexé au présent avis *.

* le texte de l'arrêté figure en page suivante

**Arrêté du 8 avril 2011 fixant les modalités de transfert au secteur privé
d'une participation minoritaire de la société Electricité de France**

NOR: EFIT110924A

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

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

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités de privatisation ;

Vu la loi n° 2004-803 du 9 août 2004 relative au service public de l'électricité et du gaz et aux entreprises électriques et gazières, notamment son article 24 ;

Vu le décret n° 2005-761 du 7 juillet 2005 autorisant une ouverture minoritaire du capital d'Electricité de France ;

Vu l'avis de la Commission des participations et des transferts du 8 avril 2011,

Arrête :

Article 1

Le transfert au secteur privé d'une partie du capital de la société Electricité de France dans le cadre d'une augmentation de capital portant sur un nombre maximum de 34 328 450 actions susceptibles d'être émises en rémunération de l'apport d'actions EDF Energies nouvelles s'effectuera dans le cadre d'une offre publique d'échange comportant une parité de 13 actions Electricité de France (coupon détaché) pour 11 actions EDF Energies nouvelles (coupon détaché).

Article 2

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

Fait le 8 avril 2011.

Christine Lagarde

JORF n°0078 du 3 avril 2013

**Avis n° 2013-A-2 du 25 mars 2013 de la Commission des participations et des transferts
relatif à une cession sur le marché de titres de SAFRAN**

NOR: EFIT1308569V

La commission,

Vu la lettre en date du 25 mars 2013 par laquelle le ministre de l'économie et des finances a saisi la commission, en application de l'article 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, en vue de la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital de la société SAFRAN ;

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

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

Vu le décret n° 2004-1320 du 26 novembre 2004 relatif au transfert du secteur public au secteur privé de la société Snecma ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts n° 2005-A.C.-1 du 17 février 2005 relatif au transfert au secteur privé de la société Snecma et n° 2011-A.C.-4 du 31 mars 2011 relatif au transfert au secteur privé de la société SNPE matériaux énergétiques (SME) ;

Vu les documents d'information financière publiés par SAFRAN et en particulier :

— le document de référence 2011 déposé le 13 avril 2012 par SAFRAN auprès de l'Autorité des marchés financiers ;

— le rapport financier semestriel 2012 du 30 juillet 2012 ;

— le communiqué de presse du 21 février 2013 sur les résultats de l'exercice 2012 intitulé « performances 2012 record pour SAFRAN » ;

— le document de présentation intitulé « résultats annuels 2012 » rendu public le 21 février 2013 sur le site internet de la société ;

— le document « bilan et compte de résultat consolidés au 31 décembre 2012 » rendu public le 21 février 2013 sur le site internet de la société ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat du 22 mars 2013 ;

Vu le rapport d'évaluation établi par BNP Paribas, banque conseil de l'Etat, transmis à la commission le 22 mars 2013 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 25 mars 2013 :

1. Conjointement :

Le ministre de l'économie et des finances, représenté par M. David AZÉMA, commissaire aux participations de l'Etat, Mme Astrid MILSAN et MM. François CHAMPARNAUD et Geoffrey BOUQUOT ;

BNP Paribas, banque conseil de l'Etat, représenté par MM. Jean-Louis AUTEROCHE, managing director equity capital market, Roger SPITZ, managing director corporate finance, et Damien ANZEL ;

2. BNP Paribas, banque conseil de l'Etat, représenté comme ci-dessus,

Emet l'avis suivant :

I. — Par lettre du 25 mars 2013, le ministre de l'économie et des finances a saisi la commission en vue de la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital de la société SAFRAN, actuellement détenue à hauteur de 30,20 % (et 29,07 % des droits de vote) par l'Etat français.

L'opération envisagée consiste dans la cession sur le marché d'une partie des actions existantes détenues par l'Etat pour un volume d'au maximum 3,12 % du capital de SAFRAN.

Les actions cédées sur le marché feront l'objet, selon la technique du livre d'ordres accéléré (dite ABB), d'un placement privé auprès d'investisseurs institutionnels français et internationaux, conduit par un syndicat bancaire qui en garantit la bonne fin en termes de volume et de prix minimum.

II. — La société SAFRAN résulte du rapprochement opéré en 2005 entre les sociétés Snecma, alors détenue par l'Etat à hauteur de 62 % du capital, et Sagem. Cette opération avait consisté en une offre publique initiée par Sagem sur la totalité des actions de Snecma et qui comprenait une offre principale d'échange et une offre subsidiaire d'achat. L'Etat avait décidé d'apporter les titres qu'il détenait à cette offre publique, ce qui entraînait le transfert au secteur privé de la société Snecma, l'Etat ne détenant qu'environ le tiers du capital du nouveau groupe et le secteur public y étant globalement minoritaire. La commission avait émis sur cette opération l'avis du 17 février 2005 susvisé.

En vue de protéger les intérêts nationaux, l'Etat, Sagem et Snecma avaient conclu une convention dont les principaux termes ont été publiés et visent à protéger les actifs identifiés comme stratégiques, sensibles ou de défense. En considération de ces dispositions, l'Etat n'a pas institué d'action spécifique au capital de Snecma.

Le transfert de la société Snecma au secteur privé a été autorisé par le décret du 26 novembre 2004 susvisé.

Les cessions d'actions de SAFRAN sont donc réalisées dans le cadre du titre II de la loi du 6 août 1986 susvisée.

Conformément à l'article 11 de la loi du 6 août 1986 susvisée, des titres seront proposés aux salariés dans la limite de 10 % des actions cédées. La commission émettra un avis distinct sur cette offre réservée aux salariés.

La réalisation de l'opération examinée par le présent avis, pour les volumes envisagés, est susceptible de faire passer la participation de l'Etat dans SAFRAN de 30,2 % à 27,08 % du capital et à 26,74 % après réalisation de l'offre aux salariés. Toutefois, le montant des droits de vote détenus par l'Etat (un peu moins de 30 %) ne serait pas significativement modifié du fait que celui-ci va bénéficier de droits de vote double sur des titres inscrits au nominatif.

L'ensemble des salariés et anciens salariés constituent le deuxième actionnaire de SAFRAN avec 15,46 % du capital (et 23,93 % des droits de vote). Le reste du capital soit 54,07 % (et 47 % des droits de vote) est détenu par le public.

III. — Le groupe SAFRAN organise son activité en quatre secteurs :

— le secteur « propulsion aéronautique et spatiale » (52 % du chiffre d'affaires et 68 % du résultat opérationnel ajusté en 2012) rassemble les activités de première monte pour les moteurs d'avions (modèles CFM 56 et LEAP) et les activités de service et de maintenance pour les moteurs d'avions (civils et militaires) et les turbines d'hélicoptères ;

— le secteur « équipements aéronautiques » (27 % du chiffre d'affaires et 18 % du résultat opérationnel) réunit les activités concernant des équipements comme les systèmes d'atterrissage et de freinage, les nacelles, les inverseurs de poussée, les câblages, ainsi que les services qui y sont associés ;

— le secteur « défense » (10 % du chiffre d'affaires et 5 % du résultat opérationnel) regroupe les activités d'avionique (autodirecteurs, navigation inertielle), d'électronique, d'optronique et de logiciels critiques ;

— le secteur « sécurité » (11 % du chiffre d'affaires et 9 % du résultat opérationnel) rassemble les activités d'identification biométrique, de détection et les documents numériques (documents d'identité, cartes bancaires, cartes SIM).

En 2011, SAFRAN a acquis auprès de la SNPE les activités de matériaux énergétiques de cette dernière qui étaient complémentaires de celles qu'il exerce dans la propulsion. La commission avait émis sur cette opération l'avis du 31 mars 2011 susvisé.

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante en 2012 : France 23 %, reste de l'Europe 23 %, Amérique du Nord 30 %, Asie 16 % et reste du monde 8 % ;

Le groupe emploie un effectif total de 62 500 employés localisés en France pour 61 % d'entre eux.

IV. — L'exercice 2012 a été marqué par une croissance du chiffre d'affaires et une augmentation des résultats, qui font suite à celles des deux années précédentes. En raison de l'impact important de l'effet de change et des instruments de couverture du dollar, le groupe SAFRAN retraite ses comptes consolidés sous une forme « ajustée ». Certains écarts d'acquisitions font également l'objet de retraitements. Le groupe communique sur ces comptes ajustés dont les données sont résumées ci-après.

Le chiffre d'affaires de l'exercice 2012 s'est établi à 13 560 millions d'euros, en hausse de 15,5 % par rapport à 2011 (8,6 % sur une base organique hors effet de change favorable et hors acquisitions). Cette augmentation a résulté notamment de la forte croissance des activités de première monte pour les moteurs civils et les équipements aéronautiques (production record du moteur CFM 56).

Le résultat opérationnel ajusté de 1 421 millions d'euros, en progression de 22,5 % par rapport à 2011, est en hausse pour la quatrième année consécutive. L'analyse du résultat opérationnel courant ajusté fait apparaître une forte augmentation tant dans la propulsion que dans les équipements aéronautiques, ainsi que dans la défense. Cette augmentation a bénéficié d'un effet favorable volume/prix et de gains de productivité. L'effet de couverture de change a eu aussi un impact positif.

Le résultat net ajusté, part du groupe, pour l'exercice 2012, s'élève à 999 millions d'euros en hausse de 55 % (non ajusté il est de 1 302 millions d'euros). La société proposera le paiement d'un dividende de 0,96 € par action, en croissance de 55 %.

Le cash-flow libre généré en 2012 est de 564 millions d'euros (+ 6 %).

Le bilan consolidé de SAFRAN au 31 décembre 2012 fait apparaître des capitaux propres de 6 228 millions d'euros en hausse de 22 %. Le montant de la dette nette s'est inscrit à 932 millions d'euros. Les écarts d'acquisition nets inscrits à l'actif du bilan représentent toutefois un niveau significatif (3 milliards d'euros). La valeur de ces écarts fait l'objet d'un examen régulier.

V. — Lors de l'annonce de ses résultats annuels le 21 février dernier, SAFRAN a indiqué poursuivre résolument ses investissements dans les technologies de pointe et des produits innovants sur le long terme. Se déclarant confiant quant à la croissance de ses résultats en 2013 et au-delà, le groupe a indiqué comme perspectives de son activité en 2013 :

— une hausse du chiffre d'affaires ajusté d'environ 5 % (au cours de change moyen estimé de 1,29 \$ pour 1 €) ;

— une augmentation du résultat opérationnel courant ajusté proche de 15 % (au cours couvert de 1,29 \$ pour 1 €) ;

— un cash-flow libre représentant près de 40 % du résultat opérationnel courant ajusté après prise en compte de l'augmentation prévue des dépenses d'investissement et des frais de recherche et développement pour soutenir la progression des cadences de production et les nouvelles opportunités commerciales.

VI. — Conformément à la loi, la commission a procédé à l'évaluation de SAFRAN en recourant à une analyse multicritères qui prend en compte les éléments boursiers, la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, l'existence des filiales et les perspectives d'avenir. Elle a disposé à cet effet d'un rapport établi par la banque conseil de l'Etat.

Dans ce rapport, la banque utilise principalement deux méthodes :

a) L'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) : à partir des projections 2013-2015 du consensus des analystes financiers postérieur à l'annonce des résultats 2012, la banque a construit jusqu'en 2022 un plan d'affaires selon des hypothèses de croissance annuelle, d'EBIT et de taux d'investissement. La valeur terminale est calculée sur la base de flux de trésorerie normatifs et d'un taux de croissance à l'infini de 2 % : elle représente environ 59 % de la valeur totale. Le coût du capital est estimé selon le modèle d'évaluation des actifs financiers. Des analyses de la sensibilité de l'évaluation à la variation des principaux paramètres sont présentées ;

b) Les comparaisons boursières : les multiples résultant de la capitalisation des sociétés comparables ont été étudiés et appliqués aux agrégats de SAFRAN. Les années de référence sont 2014 et 2015. Les agrégats de SAFRAN sont ajustés en réintégrant en charges les dépenses de recherche développement activées afin d'éviter des disparités comptables. Deux approches complémentaires ont été retenues :

— une évaluation globale pour laquelle sont retenues comme comparables les six sociétés suivantes : MTU Aero Engines, Rolls Royce, Meggitt, Zodiac Aerospace, Honeywell, UTC. Deux multiples sont étudiés par rapport à la valeur d'entreprise : celui d'EBITDA ajusté et celui d'EBIT ajusté ;

— une évaluation par la somme des parties : les quatre secteurs d'activité de SAFRAN sont évalués séparément en fonction des multiples de sociétés comparables pour chacun d'eux (16 sociétés sont utilisées au total). Seul est étudié le multiple d'EBIT ajusté.

La banque conseil a par ailleurs étudié l'évolution du cours de bourse de SAFRAN sur plusieurs périodes, celle de ses comparables, les objectifs récents des analystes financiers et l'évolution sur long terme du multiple d'EBIT de SAFRAN.

Au total, la banque conseil est d'avis que la fourchette d'évaluation résultant de la méthode de l'actualisation des flux est la plus pertinente pour apprécier la valorisation intrinsèque à moyen terme de SAFRAN.

VII. — La commission a examiné le rapport de la banque conseil et elle a constaté que les évaluations résultant des différentes méthodes, fondées sur l'actualisation des flux ou les multiples de comparables boursiers, s'avèrent suffisamment convergentes.

L'évolution du cours de bourse de SAFRAN a été très favorable, quelle que soit la période de référence que l'on retient : depuis la fusion Snecma/Sagem en 2005 ou sur les deux dernières années. Le titre est en hausse régulière depuis le printemps 2009, passant d'un niveau inférieur à 10 € à plus de 30 € depuis le début de l'année 2013, et ne subissant des reculs, transitoires et limités, qu'avec les mouvements généraux du marché. L'action a largement surperformé l'indice CAC 40 et se situe sur un an en tête des sociétés cotées comparables citées plus haut.

Les plus récentes opérations de marché importantes sur le titre, réalisées dans les conditions de l'époque, ont été la cession par Areva de 5,4 % du capital de SAFRAN en octobre 2010 (principalement au prix de 20,23 €) et la cession de 1,5 % d'autocontrôle par SAFRAN en juillet 2011 (au prix de 29 € par action).

Les analystes financiers, nombreux et actifs à suivre la valeur, émettent pour la plupart des appréciations favorables sur la société et indiquent des objectifs de cours supérieurs aux cours actuels.

Les principaux facteurs positifs pour SAFRAN relevés en général par les analystes financiers sont ses parts de marché élevées dans ses activités de propulsion et d'équipements aéronautiques, le développement du nouveau moteur LEAP assurant sans solution de continuité le remplacement du CFM56, l'incitation au renouvellement des flottes par les compagnies aériennes grâce aux taux d'intérêt bas et à la recherche d'économie de carburant, une sensibilité au cycle limitée par l'importance des services après-vente.

La commission observe que SAFRAN dispose d'un carnet de commandes important couvrant sept années de production, et encore en hausse en 2012. Les activités futures de services et de pièces de rechange pour le moteur CFM56 assurent de plus une base de chiffre d'affaires et de marges pour les prochaines décennies.

La commission a également tenu compte des risques propres à l'activité de la société : pression concurrentielle accrue de compétiteurs traditionnels voire de pays émergents, équilibre de nouveaux contrats de maintenance forfaitaires, risques inhérents aux développements technologiques notamment sur le moteur LEAP.

La commission a bien noté que la cession envisagée ne se traduira pas à terme par une diminution de la participation de l'Etat en termes de droits de vote.

La procédure de cession choisie, un placement privé garanti par un syndicat bancaire quant à sa bonne fin et à son prix, paraît être, dans les conditions actuelles du marché, un moyen approprié d'assurer le succès de l'opération et d'obtenir un prix satisfaisant pour l'Etat.

VIII. — Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, et au vu des informations qui lui ont été communiquées ainsi que des données les plus récentes du marché, la commission estime que la valeur de SAFRAN ne saurait être inférieure à 33 euros par action soit globalement à environ 13,76 milliards d'euros pour 417 029 585 actions composant le capital social.

Adopté dans la séance du 25 mars 2013, où siégeaient : MM. Bertrand SCHNEITER, président, Pierre ACHARD, Daniel DEGUEN, Philippe MARTIN, Mme Perrette REY, MM. Philippe ROUVILLOIS et Jean SÉRISÉ, membres de la commission.

Le président,

B. Schneiter

**Arrêté du 28 mars 2013 fixant le prix et les modalités d'attribution d'actions
de la société SAFRAN**

NOR: EFIT1308245A

Le ministre de l'économie et des finances,

Vu la loi n° 48-24 du 6 janvier 1948 relative à diverses dispositions d'ordre budgétaire pour l'exercice 1948 et portant création de ressources nouvelles, notamment son article 36 ;

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

Vu la loi n° 93-923 du 19 juillet 1993 modifiée de privatisation, notamment son article 2 ;

La Commission des participations et des transferts entendue, et sur son avis conforme n° 2013-A-2 recueilli le 25 mars 2013 en vertu des dispositions de l'article 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986,

Arrête :

Article 1

Le transfert au secteur privé d'une part du capital de la société SAFRAN s'effectuera selon les modalités prévues aux articles 2 à 5 ci-après par la cession de 14 444 444 actions, soit 3,46 % du capital de cette même société.

Article 2

Le prix unitaire de cession des actions de la société SAFRAN ayant fait l'objet d'un placement, en France et à l'étranger, garanti par un syndicat bancaire est fixé à 34,50 €.

Article 3

Le nombre d'actions de la société SAFRAN cédées par l'Etat ayant fait l'objet d'un placement en France et sur le marché financier international, garanti par un syndicat bancaire, est fixé à 13 000 000 actions.

Article 4

1 444 444 actions détenues par l'Etat seront réservées à la souscription des salariés et des anciens salariés de SAFRAN et de ses filiales au sens de l'article 11 de la loi du 6 août 1986 susvisée. Un arrêté du ministre de l'économie et des finances déterminera les conditions de cette cession.

Article 5

Le commissaire aux participations de l'Etat est chargé de l'exécution du présent arrêté, qui sera publié au Journal officiel de la République française.

Fait le 28 mars 2013.

Pour le ministre et par délégation :

Le commissaire aux participations de l'Etat,
directeur général de l'Agence des participations de l'Etat,

D. Azema

JORF n°0154 du 5 juillet 2013 page 11243

**Avis n° 2013-AC-2 du 29 juin 2013 de la Commission des participations et des transferts
relatif à une cession de titres d'Aéroports de Paris**

NOR: EFIT1317019V

La commission,

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

Vu le code de l'aviation civile ;

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

Le 28 juin 2013 :

— le ministre de l'économie et des finances, représenté par Mme Solenne LEPAGE, directrice de participations à l'Agence des participations de l'Etat, MM. Aymeric DUCROCQ, François CHAMPARNAUD et Antoine GUTHMANN ;

Le 29 juin 2013, successivement :

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

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

Emet l'avis suivant :

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

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

Etat français : 54,5 % ;

Fonds stratégique d'investissement : 5,6 % ;

Schiphol Group : 8 % ;

Investisseurs institutionnels : 23,6 % (le groupe Vinci déclare détenir 3,3 % du capital dans son rapport annuel 2012) ;

Investisseurs individuels : 6,6 % ;

Salariés : 1,7 %.

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

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

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

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

— pour l'offre A, un nombre d'actions compris entre 2 % et 4 % du capital d'ADP ;

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

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

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

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

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

a) Cinq sociétés ont déposé leur candidature au plus tard le 25 juin 2013 conformément à l'article 4 du cahier des charges :

Crédit Agricole Assurances ;
 Norges Bank ;
 RARE Infrastructure Limited ;
 Industry Funds Management Pty Limited ;
 Vinci.

Ces cinq candidats ont été déclarés recevables par le ministre de l'économie et des finances en application de l'article 4.3 du cahier des charges ;

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

Norges Bank : une offre A ;
 Vinci : une offre A et une offre B ;
 Crédit Agricole Assurances : une offre A et une offre B.

III. — La commission a examiné les dossiers présentés dans le cadre de leur offre par les trois candidats :

a) Norges Bank :

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

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

b) Vinci :

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

La société SOC 15 est filiale intégrale de Vinci Airports, lui-même filiale intégrale de Vinci Concessions qui est filiale intégrale de Vinci.

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

Vinci entend conserver dans la durée sa participation. Il déclare souscrire aux axes de stratégie présentés par ADP. Il est disposé à discuter avec la société de coopérations plus approfondies, notamment dans le domaine des opérations de développement à l'international (acquisitions, prises de participation, nouveaux projets). Vinci est disposé à faire bénéficier ADP de son réseau international existant, de son expertise en construction et gestion de grandes infrastructures à l'étranger et de sa capacité à monter des financements adaptés pour de tels projets.

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

c) Crédit Agricole Assurances :

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

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

Le groupe Crédit agricole est le premier groupe bancaire français.

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

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

SOC 15 (filiale intégrale de Vinci) : offre B pour 4 643 968 actions au prix de 78,5 € par action ;

Predica (filiale intégrale de Crédit Agricole Assurances) : offre B pour 4 757 291 actions au prix de 78,5 € par action.

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

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

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

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

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

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

V. — En conséquence, au regard de la procédure définie par le cahier des charges, des objectifs et des critères qui y sont mentionnés, la commission émet un avis favorable à la proposition ci-dessus décrite

du ministre de l'économie et des finances relative à la sélection des acquéreurs, au nombre des actions qui est alloué à chacun d'entre eux et aux prix de cession ainsi qu'à l'arrêté du 3 juillet 2013 fixant les modalités de transfert au secteur privé d'une participation minoritaire détenue par l'Etat et le Fonds stratégique d'investissement au capital de la société Aéroports de Paris.

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

A N N E X E 1

COMMISSION DES PARTICIPATIONS ET DES TRANSFERTS Avis n° 2013-A-5 du 27 juin 2013 relatif à l'évaluation d'Aéroports de Paris

La commission,

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

Vu le code de l'aviation civile ;

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

— le document de référence 2012 déposé le 26 avril 2013 par ADP auprès de l'Autorité des marchés financiers ;

— le communiqué de presse du 28 février 2013 sur les résultats de l'exercice 2012 intitulé « Résultats 2012 : résultat opérationnel courant en hausse de 6,2 % » ;

— le document de présentation intitulé « Résultats annuels 2012 » rendu public le 28 février 2013 sur le site internet de la société ;

— le communiqué de presse du 14 mai 2013 relatif au chiffre d'affaires consolidé du premier trimestre 2013 ;

— le document de présentation intitulé « Q1 2013 Revenue » rendu public le 14 mai 2013 sur le site internet de la société ;

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

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

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

Le 18 juin 2013 :

— le ministre de l'économie et des finances, représenté par Mme Solenne LEPAGE, directrice de participations à l'Agence des participations de l'Etat, MM. Aymeric DUCROCQ, François CHAMPARNAUD et Antoine GUTHMANN, assisté des banques-conseils de l'Etat, Crédit suisse, représenté par M. Andrea BOZZI et Mme Valérie LANDON, managing directors, et du Fonds stratégique d'investissement (FSI), Citi, représenté par M. Cédric LÉOTY, managing director ;

Le 20 juin 2013 :

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

Le 21 juin 2013 :

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

Le 27 juin 2013 :

— le ministre de l'économie et des finances, représenté par Mme Solenne LEPAGE, directrice de participations à l'Agence des participations de l'Etat, MM. Aymeric DUCROCQ, François CHAMPARNAUD et Antoine GUTHMANN, assisté des banques-conseils de l'Etat, Crédit suisse, représenté par Mme Valérie LANDON, managing director, et du Fonds stratégique d'investissement (FSI), Citi, représenté par MM. Cédric LÉOTY, managing director, et Grégory ROQUIER,

Emet l'avis suivant :

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

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

Etat français : 54,5 % ;

Fonds stratégique d'investissement : 5,6 % ;

Schiphol Group : 8 % ;

Investisseurs institutionnels : 23,6 % (le groupe Vinci déclare détenir 3,3 % du capital dans son rapport annuel 2012) ;

Investisseurs individuels : 6,6 % ;

Salariés : 1,7 %.

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

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

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

— pour l'offre A, un nombre d'actions compris entre 2 % et 4 % du capital d'ADP ;

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

S'agissant d'une cession de gré à gré, le ou les acquéreurs seront sélectionnés, sur avis conforme de la commission, par le ministre sur la base d'un cahier des charges, conformément aux dispositions de

l'article 1er (2°) du décret du 3 septembre 1993 susvisé. La commission a émis sur le cahier des charges l'avis conforme du 6 juin 2013 susvisé.

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

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

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

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

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

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

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

Paris-Orly est le deuxième aéroport français — le onzième en Europe — avec 27,2 millions de passagers et 230 000 mouvements d'avions. Il est implanté sur 1 540 hectares. Paris-Orly est spécialisé dans le trafic point à point sur les destinations métropolitaines, l'Europe, l'Afrique du Nord et l'outre-mer. Il est doté de deux aérogares de passagers d'une capacité de 30 millions de passagers par an. Il dispose de trois pistes mais son développement est limité par les contraintes environnementales ;

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

— le secteur « commerces et services » (27 % du chiffre d'affaires et 64 % du résultat opérationnel) réunit les activités commerciales dans les aérogares (boutiques, restauration), les locations immobilières en aérogares, les parcs de stationnement et des prestations industrielles ;

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le résultat opérationnel courant, de 645 millions d'euros, est en progression globale de 6,2 % par rapport à 2011. L'évolution est contrastée selon les secteurs : les activités aéronautiques reculent de 33 % à 83 millions (hausse des charges extérieures et des amortissements), les commerces et services

progressent de 10 % à 412 millions et l'immobilier augmente de 25 % à 109 millions, les autres secteurs doublant leur contribution. Les résultats de TAV Airports ont été supérieurs aux anticipations, avec notamment une croissance de 25 % du chiffre d'affaires et un résultat net de 124 millions d'euros, multiplié par 2,3.

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

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

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

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

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

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

- figurer d'ici à cinq ans parmi les meilleures références européennes de satisfaction des clients ;
- favoriser le développement professionnel des salariés et un juste retour à hauteur de la participation aux performances du groupe ;
- poursuivre l'amélioration des performances économiques et de création de valeur pour les actionnaires ;
- accompagner la croissance des compagnies aériennes et renforcer le hub de Paris - Charles-de-Gaulle ;
- porter l'activité des commerces au niveau des meilleures références européennes, avec un objectif de chiffre d'affaires par passager de 19 € et une augmentation de 18 % des surfaces commerciales (35 % pour les boutiques en zone internationale) ;
- développer le portefeuille immobilier, avec comme objectif de développer, seul ou en partenariat, entre 320 000 m² et 360 000 m² de bâtiments d'ici à 2015, dont environ 75 % au sein des activités d'immobilier de diversification. Sur la période 2011-2015, les investissements correspondants devraient être compris entre 500 et 560 millions d'euros, dont entre 430 et 480 millions d'euros pour les activités de diversification ;
- augmenter la présence du groupe hors de l'Ile-de-France et, en particulier, à l'international, avec pour objectif à l'horizon de 2015 de prendre trois participations significatives, de préférence dans des aéroports situés dans des pays de l'OCDE ou des pays de type BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) et dont le trafic approche ou dépasse le seuil de 10 millions de passagers, soit immédiatement, soit au terme de quelques années ;
- en matière de sûreté, garantir la conformité réglementaire en assurant une performance opérationnelle, une satisfaction des clients de haut niveau et une optimisation économique ;
- mettre en œuvre et renforcer le partenariat avec Schiphol Group ;
- être la référence européenne en matière de développement durable et de responsabilité sociétale en mettant en œuvre le Grenelle Environnement.

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

- un rendement des capitaux investis du périmètre régulé entre 3,8 et 4,3 % en 2015 ;
- une croissance comprise entre 25 % et 35 % de l'EBITDA entre 2009 et 2015 ;
- un montant d'investissement de 2,7 milliards d'euros, dont 2,1 milliards sur le périmètre régulé ;

- une limitation de la croissance des charges courantes de la maison mère à environ 3 % en moyenne par an entre 2012 et 2015 ;
- une réduction de 7 % des effectifs ;
- une distribution de 60 % du résultat net consolidé part du groupe.

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

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

a) Des méthodes basées sur des références de marché.

Ces méthodes consistent en quatre approches :

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

b) L'actualisation des dividendes.

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

c) Deux autres méthodes de valorisation intrinsèque.

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

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

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

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

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

IX. — La commission a examiné le rapport des banques-conseils. Elle a noté que les banques privilégient les approches d'évaluation fondées sur les données de marché, en particulier le cours de

bourse, étant observé que celui-ci semble significatif en raison d'une taille significative du flottant, du niveau de liquidité suffisant et d'une bonne couverture de la valeur par les analystes de recherche. S'agissant d'une cession de blocs de titres, la référence au cours de bourse paraît en effet incontournable.

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

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

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

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

Aéroports de Paris dispose de nombreux atouts. Le premier est évidemment la taille et la localisation de ses plates-formes aéroportuaires autour de Paris, première destination touristique mondiale, ainsi que son ensemble d'infrastructures aéronautiques de premier plan. En particulier, l'aéroport de Roissy - Charles-de-Gaulle, qui dispose de quatre pistes en deux doublets indépendants, recèle des potentialités de développement sans contrainte de capacité qui lui permettent de faire face à la croissance de trafic anticipée sans nouvel investissement structurant dans les dix prochaines années. ADP est de plus propriétaire de ses terrains et de ses installations et il est exploitant sans limitation de durée de l'essentiel des aéroports de la région parisienne. La part importante des vols long-courriers internationaux est un facteur de rentabilité et la proportion élevée de trafic point à point est un élément de résistance face à la concurrence.

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

Le groupe doit aussi faire face à un certain nombre de défis, dont le premier est évidemment l'évolution du trafic aérien, qui dépend de nombreux facteurs externes, en particulier économiques. Le groupe Air France-KLM représente 50 % du trafic d'ADP. En ce qui concerne sa gestion, ADP souffre d'une structure de coûts élevés et peu flexibles en regard de ses principaux concurrents, ce qui pèse spécialement sur la rentabilité de son périmètre régulé. Le groupe a publié un objectif de limitation de

la progression annuelle de ses charges courantes à 3 % dont le plan de réalisation reste à finaliser. La recherche de relais de croissance conduit à des investissements à l'étranger dans des pays en fort développement. Le premier d'entre eux a été TAV Airports. Le dynamisme du groupe TAV a rendu très productif cet investissement, même si la perspective de construction du nouvel aéroport d'Istanbul met TAV au défi de redéfinir sa stratégie à horizon de quelques années. De façon générale, les acquisitions à l'étranger, en particulier dans des secteurs autres que la gestion aéroportuaire (comme TAV Construction), impliqueront une vigilance soutenue.

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

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

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

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

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

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

JORF n°0154 du 5 juillet 2013 page 11186

Arrêté du 3 juillet 2013 fixant les modalités de transfert au secteur privé d'une participation minoritaire détenue par l'Etat et le Fonds stratégique d'investissement au capital de la société Aéroports de Paris

NOR: EFIT1317018A

Le ministre de l'économie et des finances,

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

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

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

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

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

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

La Commission des participations et des transferts entendue et sur son avis conforme n° 2013-A.C.-2 recueilli le 29 juin 2013 en application des dispositions des articles 3 et 4 de la loi du 6 août 1986 modifiée,

Arrête :

Article 1

Le transfert au secteur privé de 9,5 % du capital de la société Aéroports de Paris SA s'effectuera par la cession :

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

— à la société PREDICA, société anonyme inscrite au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 334 028 123, de 1 955 426 actions détenues par l'Etat et de 2 801 865 actions détenues par le Fonds stratégique d'investissement, soit un total de 4 757 291 actions représentant 4,81 % du capital d'Aéroports de Paris,
pour un prix de 78,5 euros par action.

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

Article 2

Le commissaire aux participations de l'Etat est chargé de l'exécution du présent arrêté, qui sera publié au Journal officiel de la République française.

Fait le 3 juillet 2013.

Pierre Moscovici

Troisième partie : le rôle de la Commission des participations et des transferts dans les cessions de participations de l'Etat

La création d'une Commission indépendante chargée de veiller à la régularité du déroulement des opérations de privatisation est un élément clef du dispositif mis en place par la loi du 6 août 1986 qui a fourni, pour la première fois en France, le cadre légal des transferts au secteur privé de participations détenues par l'Etat dans des entreprises du secteur industriel ou financier.

Cette création répondait à une double motivation. D'une part, le Conseil constitutionnel avait explicité les garanties auxquelles sont conditionnés de tels transferts, en particulier pour assurer que la cession des participations ne se fasse pas à un prix inférieur à leur valeur et que le choix des investisseurs ne procède d'aucun privilège. D'autre part, le contexte politique et la nécessité de recourir au marché recommandaient de rendre le plus objectif et le plus transparent possible le processus de privatisation afin d'asseoir la confiance de l'opinion publique et des investisseurs.

Ce processus était un enjeu majeur dans un pays où, largement du fait des circonstances historiques, le poids du secteur public dans l'activité économique était devenu très important à la suite de trois vagues de nationalisations en 1937, 1945 et 1982.

La loi du 19 juillet 1993 a largement renforcé les dispositions prévues par la loi de 1986, notamment pour tenir compte des conclusions d'une commission d'enquête parlementaire fin 1989 ; elle a en particulier introduit l'avis conforme de la Commission pour les cessions de gré à gré. De façon plus ponctuelle, la loi du 19 février 2001 a également accru les pouvoirs de la Commission en lui reconnaissant un droit d'opposition aux augmentations de capital réservées aux salariés et aux attributions de stock-options. Des dispositions législatives spécifiques ont en outre à plusieurs occasions fait intervenir la Commission (lois sur TF1, la CNCA, Air France, La Poste, ...).

La dénomination de la Commission a varié dans le temps, le décret du 27 avril 1998 ayant retenu en dernier lieu les termes « Commission des participations et des transferts » qui ont été substitués à ceux de « Commission de la privatisation ».

I- la procédure de privatisation

Compte tenu des exigences constitutionnelles, les aspects juridiques de la procédure de privatisation ont une grande importance. Le Législateur a ainsi précisément défini d'une part les critères déterminant le recours aux différents instruments juridiques et d'autre part les modes de cession dont il peut être fait usage.

1/ aspects légaux

Selon l'article 34 de la Constitution de 1958, relèvent du domaine de la loi « les nationalisations d'entreprises et les transferts de propriété d'entreprises du secteur public au secteur privé ». Le Conseil constitutionnel a précisé (décision n°86-207 des 25 et 26 juin 1986) que cette disposition « n'impose pas que toute opération impliquant un transfert du secteur public au secteur privé soit directement décidée par le législateur ; qu'il appartient à celui-ci de poser des règles dont l'application incombera aux autorités ou aux organes désignés par lui ». Les entreprises « dont l'exploitation a ou acquiert les caractères d'un service public national ou d'un monopole de fait » doivent cependant rester la propriété de la collectivité aux termes du 9^{ème} alinéa du préambule de la Constitution de 1946 maintenu en vigueur par celle de 1958.

La nature des instruments juridiques à utiliser pour effectuer un transfert du secteur public au secteur privé est définie par les lois des 2 juillet 1986, 6 août 1986 et 19 juillet 1993¹.

Ces lois distinguent deux cas principaux :

- celui des entreprises (et leurs filiales) qui sont entrées dans le secteur public en application d'une disposition législative : le parallélisme des formes implique que leur transfert au secteur privé soit autorisé par une loi (les lois des 2 juillet 1986 et 19 juillet 1993 contiennent des listes d'entreprises à cet effet). La décision de transfert, immédiat ou par tranches, est prise ensuite par décret et le président du conseil d'administration ou les membres du directoire de l'entreprise, qui vont conduire le passage au secteur privé, sont désignés ;

- celui des autres entreprises dont l'Etat détient plus de 50 % du capital : la loi distingue alors suivant le caractère direct ou indirect de la détention, la taille de l'entreprise (personnel et chiffre d'affaires sur base consolidée) et la nature du transfert (cession de la majorité ou d'une simple participation). Selon ces cas, l'instrument requis va de la loi à une totale liberté de cession.

Le tableau ci-après présente les différentes situations.

¹ Les montants et seuils en francs mentionnés dans ces lois ont été adaptés en euros par l'ordonnance du 19 septembre 2000.

			<i>transfert de la majorité</i>
entreprises entrées dans le secteur public par une disposition législative			loi (+ décret)
autres entreprises dont l'Etat détient plus de 50 % du capital	détention <i>directe</i>	effectifs > 1000 ou CA > 150 M €	loi (+ décret)
		effectifs < 1000 et CA < 150 M €	décret
	détention <i>indirecte</i> (« respirations »)	effectifs > 1000 ou CA > 150 M €	décret *
		effectifs < 1000 et CA < 150 M €	déclaration **

* sur avis conforme de la Commission des participations et des transferts si effectifs > 2 500 ou chiffre d'affaires > 375 millions €

** déclaration préalable avec délai d'opposition du Ministre chargé de l'Economie si effectifs > 50 ou chiffre d'affaires > 7,5 millions €

*** relève de la décision de l'entreprise publique détentrice de la participation

La loi a prévu (art.10 modifié de la loi du 6 août 1986) des modalités particulières de protection des intérêts supérieurs du Pays qui pourraient être affectés par la cession au secteur privé de sociétés aux activités stratégiques. A cet effet, au début du processus de privatisation d'une entreprise, un décret prononce, « si la protection des intérêts nationaux l'exige », la transformation d'une action ordinaire de l'Etat en une action spécifique (pratique anglaise de la *golden share*) qui donne à celui-ci des droits particuliers : agrément des prises de participations importantes dans l'entreprise, nomination de représentants de l'Etat sans voix délibérative au conseil d'administration ou de surveillance, pouvoir de s'opposer à des aliénations d'actifs qui seraient de nature à porter atteinte aux intérêts nationaux. Une action spécifique avait été instituée lors des privatisations de Elf Aquitaine, de Thomson CSF (Thales) et de Aerospatiale Matra. Trois actions spécifiques demeurent aujourd'hui, celles dans Thales, GDF-Suez et SME.

La loi définit ensuite l'ensemble des modes selon lesquels le transfert au secteur privé peut être réalisé. Elle précise tout d'abord que le transfert peut s'effectuer par cession, échange ou émission de tous titres ou valeurs mobilières, renonciation à des droits préférentiels de souscription, dissolution ou liquidation d'entreprise (art. 1 de la loi du 6 août 1986).

Les transferts des participations directes de l'Etat peuvent être réalisés par deux moyens principaux (titre II de la loi précitée et en particulier son art. 4) :

- suivant les procédures du marché financier ;

- par appel à des acquéreurs hors marché (appel d'offres avec cahier des charges ou sous contrôle d'une personnalité indépendante), et éventuellement dans le cadre d'un accord de coopération industrielle, commerciale ou financière (art. 1^{er} du décret du 3 septembre 1993).

En cas de cession sur le marché, des titres doivent de plus être proposés aux salariés de l'entreprise assortis éventuellement de conditions préférentielles, tant en termes de prix (un rabais d'au plus 20 % peut être consenti) que de délais de paiement (trois ans maximum). Le volume de titres offerts aux salariés est limité à 10 % du total de l'opération et, pour chaque bénéficiaire, à cinq fois le plafond annuel des cotisations de la sécurité sociale. Le Ministre chargé de l'Economie peut décider d'étendre ces dispositions aux opérations effectuées hors marché (art. 11 de la loi du 6 août 1986).

*Les transferts des **participations indirectes** font l'objet d'une procédure spécifique qui dépend de la taille de l'entreprise cédée (titre III de la loi du 6 août 1986, articles 20 à 22).*

2/ La procédure de privatisation

La mise en œuvre, dans le cadre des dispositions légales, du transfert d'une entreprise au secteur privé relève du Gouvernement. Au sein de celui-ci, le Ministre chargé de l'Economie assure la conduite opérationnelle du transfert, les travaux étant concrètement menés par l'Agence des participations de l'Etat. C'est ainsi le Ministre qui décide du calendrier des opérations, des techniques utilisées et des modalités définitives du transfert. Il se fait assister par une ou plusieurs banques conseils dont le choix a été fait sur l'avis du Comité de sélection des banques conseils de l'Etat.

Le déroulement des trois grandes procédures de cession peut être résumé comme suit :

1^{er} cas : cession par l'Etat sur le marché financier

Les opérations sur le marché peuvent en pratique être de deux types.

a- vente de titres sur le marché :

La vente de titres sur le marché peut concerner :

- une première introduction en bourse des actions de la société,
- les actions (existantes ou nouvelles), ou des titres convertibles en actions, d'une société déjà cotée.

Chacun de ces deux cas implique bien sûr des formalités spécifiques, en particulier vis-à-vis du droit boursier. Ils posent surtout de manière particulière le problème de la fixation du prix. Si l'action est déjà cotée, l'historique des cours fournit un élément important d'appréciation pour déterminer le prix de cession. A l'inverse, en cas de première introduction, une certaine décote par rapport au prix maximal est en général pratiquée. Dans le cas des obligations convertibles, doivent être fixés le prix d'émission ainsi que le taux nominal de rendement, ce qui suppose une valeur implicite de l'action.

Du point de vue chronologique, l'opération débute par un communiqué du Ministre chargé de l'Economie qui en précise les principales caractéristiques et indique le calendrier. Un *document de référence* sur la société concernée ainsi qu'une *note d'opération préliminaire* détaillant ces éléments et visés par l'Autorité des Marchés Financiers sont mis aussitôt à la disposition du marché. Les prix ne sont pas encore connus, ni d'ailleurs les quantités exactes, des clauses d'extension étant en général prévues pour prendre en compte le succès de la souscription (prix et quantités figureront dans la *note d'opération définitive* publiée en fin d'opération). Le Ministre peut aussi décider à ce moment qu'aucune personne physique ou morale ne pourra acquérir à l'occasion de l'opération plus de 5 % des titres cédés (art. 9 de la loi du 6 août 1986).

Dans les cessions sur le marché, deux types de souscripteurs sont recherchés pour lesquels des procédures différentes sont utilisées en parallèle :

α- les **investisseurs institutionnels**, français et étrangers, se voient proposer un **placement global** garanti par un syndicat bancaire (P.G.G.). Les banques constituent un syndicat de placement qui collecte les souscriptions des investisseurs institutionnels et en garantissent le règlement. Une fourchette indicative du prix envisagé est communiquée au marché à l'ouverture de l'opération. Au fur et à mesure de l'arrivée des ordres (quantités et éventuellement limites de prix), un *livre d'ordres* est construit qui donne l'image de la demande de titres et permet au Ministre de fixer le prix ainsi que les quantités définitives. La qualité des souscripteurs est également prise en compte pour l'attribution, l'objectif étant de favoriser l'investissement durable ;

β- les **particuliers** participent quant à eux à une offre publique de vente qui comprend une période de réservation où sont recueillies les intentions de souscriptions puis une période de placement à proprement parler où les ordres deviennent irrévocables. L'opération peut prendre deux formes :

* dans l'**offre à prix ferme** (O.P.F.), les souscripteurs connaissent le prix de l'action offerte et demandent donc une quantité de titres,

* dans l'**offre à prix ouvert** (O.P.O.), utilisée pour la première fois en France lors de la deuxième ouverture du capital de France Télécom, le prix de l'action offerte n'est pas connu et les particuliers souscrivent donc pour un certain montant et non une quantité de titres. Le Ministre a toutefois indiqué un prix maximal de l'action avant la phase des souscriptions irrévocables. Cette formule présente l'avantage de permettre l'adaptation à la fois du prix et de la quantité en fonction du succès de la souscription.

Dans les deux cas, les ordres sont reçus par les intermédiaires financiers et des statistiques quotidiennes sont établies. En général, la demande excédant très largement l'offre, les souscriptions ne peuvent être servies que dans une certaine proportion.

En vue d'augmenter la quantité de titres offerts aux particuliers, une clause prévoit en général qu'en cas de forte demande du public une partie des titres proposés aux investisseurs institutionnels seront transférés à l'offre aux particuliers (clause de *clawback*).

Les particuliers se voient offrir des conditions favorables spécifiques : prix inférieur à la cession aux institutionnels, attribution d'actions gratuites en cas de conservation pendant une certaine durée des titres souscrits, exemption de frais de conservation.

Compte tenu de la volatilité du marché, une nouvelle procédure est utilisée depuis 2002 pour les cessions importantes par l'Etat d'actions de sociétés déjà cotées (la plus élevée en montant a été la privatisation de France Télécom en 2004). Il s'agit du placement privé selon la technique du **livre d'ordre accéléré**, réservé aux investisseurs institutionnels. Cette procédure, qui se déroule en quelques heures, permet d'éviter la trop forte baisse des cours que l'annonce d'une opération classique s'est révélé entraîner dans un marché volatil.

La cession sur le marché d'un volume important de titres peut être de nature à perturber pendant une certaine période les cotations de l'action de la société. Pour cette raison, le syndicat bancaire reçoit pour mission d'assurer une certaine stabilisation des cours. Il dispose notamment à cette fin de la possibilité d'acquérir un volume supplémentaire de titres (pratique dite de la surallocation ou *green shoe*). Un arrêté du Ministre de l'Economie précise *in fine* les modalités définitives de la cession.

b- offre publique d'échange :

Le lancement par une entreprise publique d'une offre d'échange entraîne dilution de la participation de l'Etat et est donc soumis aux lois de privatisation. L'offre peut également être incluse dans une offre mixte d'achat et d'échange. Plusieurs opérations ont été réalisées depuis 2003 suivant cette procédure, en particulier la privatisation d'Air France en 2004 suite au succès de son offre publique sur les actions de la compagnie néerlandaise KLM ainsi que les rachats des actionnaires minoritaires de filiales d'Orange et d'EDF.

En sens inverse, l'Etat peut décider d'apporter les titres qu'il détient dans une entreprise publique à une offre d'échange initiée par une société privée. La première opération réalisée selon ce schéma s'est traduite en 2005 par la privatisation de la Snecma par apport des actions détenues par l'Etat à l'offre publique mixte de la société Sagem. En droit, une telle opération est traitée comme une cession hors marché sur la base d'un accord de coopération (cf. ci-dessous).

2^{ème} cas : cession par l'Etat hors marché (gré à gré)

Le Ministre chargé de l'Economie peut décider de faire appel à des acquéreurs hors marché. Cette cession peut être la seule méthode utilisée pour la privatisation d'une entreprise ou être employée conjointement à une ou plusieurs mises sur le marché.

Trois motifs principaux peuvent expliquer une telle décision :

- le souhait de faire émerger un actionnariat stable (pratique des *noyaux durs* puis des *groupes d'actionnaires stables*) : assez systématiquement mise en œuvre jusqu'en 1996, cette technique a été de nouveau utilisée en 1999 pour la cession du Crédit lyonnais (*groupe d'actionnaires partenaires*) ;
- la recherche de partenaires dans le cadre d'une stratégie industrielle ;
- la situation très dégradée de l'entreprise à céder (supposant au demeurant une recapitalisation préalable par l'Etat).

Trois procédures sont possibles pour réaliser une cession hors marché d'une participation directe de l'Etat. L'objectif est dans chacun des cas d'assurer la transparence de l'opération, grâce notamment à la publicité préalable du transfert au *Journal officiel*.

a- la première méthode consiste à établir un **cahier des charges** qui précise les modalités de la cession, les conditions à remplir par les candidats à l'achat et les critères de sélection des acquéreurs. Les candidats, sous réserve d'un engagement de confidentialité, ont accès à des informations privilégiées sur l'entreprise (pratique des *data rooms*). Ils doivent indiquer comment ils rempliront les objectifs fixés par le cahier des charges et proposer un prix. Dans les opérations les plus récentes réalisées, deux phases ont en général été ménagées : à l'issue de la première, une pré-sélection a été réalisée ouvrant l'accès des candidats choisis à des informations supplémentaires de nature confidentielle. La sélection finale s'est faite sur la base des propositions corrigées en fonction de ces informations complémentaires. La Commission des participations et des transferts joue dans ce processus un rôle décisif (voir deuxième partie).

b- lorsqu'il n'est pas prévu de cahier des charges, le Ministre chargé de l'Economie nomme une **personnalité indépendante** chargée d'établir un rapport sur les conditions et le déroulement de l'opération. Il montre en particulier comment tous les candidats potentiels ont pu faire valoir leurs propositions. Cette procédure n'a été choisie que dans un nombre limité de cas où la situation particulière de l'entreprise le conseillait (Banque Française pour le Commerce Extérieur, Société Marseillaise de Crédit, Société Française de Production, CADEC).

c- la troisième procédure est celle des cessions de participations prévues par un **accord de coopération** industrielle, commerciale ou financière. Dans ce cas, un avis est simplement publié au *journal officiel* précisant les objectifs de l'accord et l'identité des participants, le Ministre ne pouvant approuver la cession qu'après un délai de quinze jours à compter de cette publication. D'importantes opérations ont été conduites selon cette méthode, telles les étapes ayant mené à la création d'EADS et de GDF-Suez ou plusieurs des ouvertures du capital de Thomson (Multimedia) et de Thales à des partenaires industriels .

La procédure de l'accord de coopération ne peut permettre le transfert au secteur privé de la majorité du capital d'une société que dans le cas où l'accord emporte restructuration d'une ou plusieurs entreprises intéressant directement la défense nationale (cela a été le cas de Thales et de Snecma) ou la sécurité ou la continuité de l'approvisionnement en énergie (GDF-Suez).

3^{ème} cas : opérations de « respiration » (participations indirectes)

L'initiative et la conduite d'une opération de cession d'une participation indirecte de l'Etat revient en pratique à la ou les entités publiques qui détiennent cette participation. Lorsqu'elle est requise en fonction des seuils (voir plus haut), l'autorisation de transfert est donnée par décret au vu d'un dossier qui est analysé par l'Agence des participations de l'Etat et qui comprend l'évaluation de la valeur de l'entreprise par des experts indépendants. Le prix de cession doit être au moins égal à cette valeur et les intérêts nationaux doivent être préservés.

Note : distinction entre participations directes et participations indirectes

La distinction entre participations directes de l'Etat et participations indirectes est importante puisque ce ne sont pas les mêmes règles qui sont applicables dans les deux cas, les

participations directes faisant l'objet d'un contrôle plus approfondi sur les opérations qui les concernent.

Cette question complexe a été soulevée à plusieurs reprises devant le Conseil d'Etat à l'occasion soit de décisions contentieuses soit de demandes d'avis du Gouvernement.

Parmi les textes qui ont fait l'objet d'une publication, on peut relever :

- que dans son avis du 17 décembre 1996 le Conseil d'Etat a estimé que la cession de Thomson CSF relevait du titre II pour deux raisons : la société « constituée à elle seule une part essentielle des actifs de la société Thomson SA » et sa cession est « le prolongement, sous une nouvelle forme, d'une procédure de privatisation de la société Thomson SA » ;

- que dans l'arrêt du 15 septembre 2006 concernant la cession de sociétés concessionnaires d'autoroutes, le Conseil d'Etat a jugé que Autoroutes de France ne pouvait être assimilé à l'Etat ne présentant pas « le caractère d'un organisme fictif ». Cet arrêt ne traite pas de la question de l'actif essentiel qui n'avait pas été invoquée par les demandeurs ;

- que dans son avis du 15 juillet 2010 concernant des sociétés civiles filiales de la CDC, le Conseil d'Etat se fonde sur « l'objet des lois susvisées qui est de mettre pleinement en œuvre les dispositions de l'article 34 de la Constitution sur les transferts de propriété d'entreprises du secteur public au secteur privé ». Sur cette base, il estime que « le législateur doit être regardé comme ayant également entendu régir les opérations de cession d'éléments d'actifs d'entreprises publiques susceptibles d'une exploitation autonome et représentant une part suffisamment importante de l'activité de l'entreprise ». Le Conseil d'Etat conclut que « dans le cas où une société civile immobilière procède à la cession de biens immobiliers constituant une part essentielle de son actif, il convient de suivre la procédure de transfert qui aurait été applicable en cas de cession de parts sociales de la société ».

* *
*

En pratique, les grandes opérations de transferts réalisées par l'Etat ont souvent compris simultanément des opérations réalisées sur le marché et des cessions de gré à gré. Tel a été le cas, pour donner un exemple, de la deuxième opération sur France Télécom de novembre 1998. Ce transfert comprenait :

- une cession de gré à gré de 2 % du capital à Deutsche Telekom (dans le cadre d'une prise de participations croisées liée à un accord industriel),

- une mise sur le marché qui elle-même incluait :

- . l'attribution de bons de souscription d'actions,
- . une émission d'obligations convertibles en actions,
- . une cession d'actions sur le marché pour le public (offre à prix ouvert) et pour les investisseurs institutionnels (placement garanti par un syndicat bancaire),

- une offre réservée aux salariés.

De plus, plusieurs grandes opérations ont été réalisées par tranches successives : une première ouverture du capital précédait la privatisation (cas de France Télécom, Renault, Air France, Bull, Thomson, GDF).

Le tableau ci-après résume les différentes procédures :

<i>nature de la participation</i>	<i>méthodes possibles de transfert</i>		
<i>participations directes</i> (titre II de la loi du 6 août 1986)	marché financier	investisseurs institutionnels	placement global garanti (PGG) <i>ou</i> avec livre d'ordres accéléré (ABB)
		particuliers	offre à prix ferme (OPF)
			offre à prix ouvert (OPO)
		offre publique d'échange	
	+ offre réservée aux salariés		
	gré à gré	avec cahier des charges	
sous contrôle d'une personnalité indépendante			
dans le cadre d'un accord industriel			
+ (facultatif) offre réservée aux salariés			
<i>participations indirectes</i> (titre III de la loi) si effectifs > 1000 ou CA > 150 M €	autorisation par décret sur base d'un dossier comprenant l'évaluation de la valeur de l'entreprise par des experts indépendants		

II- le rôle de la Commission des participations et des transferts

Dans sa décision précitée des 25 et 26 juin 1986, le Conseil constitutionnel avait statué, sur la base du principe d'égalité et des dispositions de la déclaration de 1789 relatives au droit de propriété, « que la Constitution s'oppose à ce que des biens ou entreprises faisant partie de patrimoines publics soient cédés à des personnes poursuivant des fins d'intérêt privé pour des prix inférieurs à leur valeur ».

Le Conseil constitutionnel en a déduit des conséquences précises en matière de prix de cession, de transparence du choix des acquéreurs et de protection de l'indépendance nationale. En particulier, il exige que l'évaluation des entreprises à transférer soit faite « par des experts compétents totalement indépendants des acquéreurs éventuels ».

La loi du 6 août 1986 (modifiée en 1993, 1996 et 2001) a intégré ces exigences essentiellement grâce à la création d'une Commission, actuellement dénommée Commission des participations et des transferts, dont le statut et les missions sont décrits par les articles 3, 4 et 20 de la loi.

1/ Le statut de la Commission (art. 3 de la loi du 6 août 1986)

La Commission est composée de sept membres, parmi lesquels un président dont la voix est prépondérante en cas de partage égal des suffrages. Les membres sont nommés par décret du Premier Ministre pour cinq ans et choisis « en fonction de leur compétence et de leur expérience en matière économique, financière ou juridique ». En cas de vacance, un remplaçant est nommé pour la durée restant à courir du mandat.

Les membres de la Commission sont soumis à un certain nombre de contraintes, visant à assurer leur indépendance :

- ils sont astreints au secret professionnel,
- leurs fonctions « sont incompatibles avec tout mandat de membre du conseil d'administration, du directoire ou du conseil de surveillance d'une société commerciale par actions ou toute activité rétribuée au service d'une telle société, de nature à les rendre dépendants des acquéreurs éventuels »,
- ils ne peuvent, pendant un délai de cinq ans à compter de la cessation de leurs fonctions, « devenir membre d'un conseil d'administration, d'un directoire ou d'un conseil de surveillance d'une entreprise qui s'est portée acquéreur de participations antérieurement détenues par l'Etat, ou d'une de ses filiales, ou exercer une activité rétribuée par de telles entreprises ».

La Commission, statuant à la majorité de ses membres, déclarerait démissionnaire d'office le membre qui aurait manqué aux obligations d'un des deux premiers tirets ci-dessus.

Les membres du collège de la Commission présentent ainsi des horizons complémentaires : hauts fonctionnaires de l'Etat ayant également exercé des responsabilités élevées dans des entreprises, anciens dirigeants de grands groupes industriels ou financiers. Le régime très contraignant des incompatibilités conduit à désigner en général des personnalités n'exerçant plus directement d'activités dans les affaires.

Un **secrétariat général** organise les travaux et prépare l'examen des dossiers par la Commission. Le secrétaire général est nommé par décision du Ministre chargé de l'Economie sur proposition du président de la Commission.

2/ Les missions de la Commission

La loi du 6 août 1986, afin de satisfaire les exigences constitutionnelles, fait intervenir la Commission selon des modes différents suivant qu'il s'agit d'opérations réalisées sur le marché ou d'opérations de gré à gré. Les deux objectifs de ces interventions sont la protection des intérêts patrimoniaux de l'Etat et la transparence de la sélection des acquéreurs.

La Commission intervient dans les cas ci-dessus décrits, soit :

- le transfert de participations directes de l'Etat -ou dans des entreprises mentionnées dans les annexes aux lois des 2 juillet 1986 et 19 juillet 1993- tant que l'Etat détient directement plus de 20 % du capital (application du titre II de la loi du 6 août 1986),
- le transfert de la majorité du capital dans le cas des participations indirectes (titre III de la loi du 6 août) et sous réserve de certains seuils.

La Commission intervient de plus, depuis la loi du 19 février 2001 sur l'épargne salariale, lors d'augmentations de capital réservées aux salariés ou d'attributions d'options de souscription ou d'achat d'actions par des entreprises mentionnées au premier tiret ci-dessus.

S'agissant de La Poste, les modalités spécifiques de l'intervention de la Commission ont été définies par la loi du 9 février 2010. Cette loi prévoit la possibilité pour la société La Poste de procéder :

- à des augmentations de capital ou à des cessions d'actions réservées à ses personnels (article 12), la Commission des participations et des transferts fixant alors la valeur de l'entreprise qui est rendue publique ;
- à des distributions gratuites d'actions dans les conditions de droit commun (article 13), la Commission des participations et des transferts disposant alors d'un droit d'opposition dans un délai d'un mois. La Commission peut s'opposer à l'opération si les conditions de l'opération ne sont pas conformes aux intérêts patrimoniaux des personnes publiques.

Dans tous les cas, la Commission est à l'origine saisie par le Ministre de l'Economie de l'opération projetée et du calendrier prévu.

***1^{er} cas : cession de participations directes par l'Etat sur le marché financier
(et offre réservée aux salariés)***

Dans le cas, qui est le plus fréquent, des cessions sur le marché financier, **la Commission** intervient en premier lieu au titre de la protection des intérêts patrimoniaux de l'Etat. A cet effet, **elle fixe la valeur de l'entreprise** par un avis qui est rendu public (pour des raisons évidentes, cet avis n'est publié au *Journal officiel* qu'à la fin de l'opération de marché). En cas d'offre publique d'échange, la Commission se prononce sur la parité. Les méthodes d'évaluation utilisées sont décrites plus loin.

En pratique, la Commission est consultée, formellement ou informellement, dès l'annonce de la fourchette indicative de prix au marché, de telle manière que cette fourchette ne soit pas incompatible avec l'ordre de grandeur du prix qu'envisage de fixer la Commission.

De plus, la Commission donne son **avis sur les procédures** de mise sur le marché. Elle est ainsi amenée à se prononcer sur les techniques utilisées et les caractéristiques des instruments éventuellement émis (bons de souscription, obligations convertibles,...), au regard de leur régularité juridique et de l'intérêt de l'Etat.

La Commission se prononce également sur les caractéristiques de l'offre réservée aux salariés et en particulier sur le coût des avantages consentis par l'Etat.

Le Ministre chargé de l'Economie arrête les prix de cession ainsi que les conditions définitives de l'opération. **Les prix « ne peuvent être inférieurs à l'évaluation faite par la Commission »** et l'arrêté ne peut dater de plus de trente jours après l'avis de la Commission. Cette dernière émet un nouvel avis -en général non publié- sur cet arrêté pour attester la conformité des décisions du Ministre avec son avis sur la valeur fixée.

2^{ème} cas : cession de participations directes par l'Etat hors marché (gré à gré)

En cas d'opérations de gré à gré, le législateur a pris des précautions particulières pour assurer le respect des normes constitutionnelles. Ces garanties ont été augmentées par la loi du 19 juillet 1993 qui a modifié l'art. 4 de la loi du 6 août 1986 et qui prescrit que **« le choix du ou des acquéreurs et les conditions de cession sont arrêtées par le Ministre chargé de l'Economie, sur avis conforme de la Commission »**.

En pratique, la Commission est amenée à se prononcer par des avis -publiés au *Journal officiel*- qui lient le Ministre à toutes les phases de l'opération :

- fixation du cahier des charges,
- éventuelle pré-sélection des candidats,
- sélection finale du ou des acquéreurs et détermination du prix.

Il est cependant toujours possible au Ministre de mettre fin à une opération, à tout moment de la procédure.

Il est logique que la loi attribue à la Commission un rôle différent pour les opérations de marché et les opérations de gré à gré :

- dans le premier cas, le marché apporte des références solides et objectives pour fixer la valeur de l'entreprise, d'où un avis simple de la Commission sur l'évaluation qui permet au Ministre de fixer éventuellement un prix supérieur ;
- dans le second cas, les opérations sont plus délicates et laissent davantage de place à des appréciations subjectives, d'où l'exigence d'un avis conforme de la Commission qui lie le Ministre sur toutes les conditions de la cession, en particulier son prix.

Sur l'éventuelle offre réservée aux salariés qui serait décidée par le Ministre, la Commission émet un avis simple, comme dans le cas des opérations de marché.

3^{ème} cas : opérations de « respiration » (participations indirectes)

La nécessité de précautions s'impose tout autant dans les opérations dites de « respirations ». Là aussi, la loi de 1993 a renforcé les dispositions de la loi de 1986.

La Commission n'intervient que dans le cas de transferts de participations majoritaires portant sur des entreprises au delà de **certaines seuils** appréciés sur une base consolidée : effectif supérieur à 2 500 personnes ou chiffre d'affaires dépassant 375 millions d'euros. L'autorisation de cession ne peut alors être accordée par décret « qu'après **avis conforme** de la Commission ». La Commission vérifie que les prescriptions légales sont réunies. D'après l'art. 20 de la loi du 8 août 1986, elle fixe la valeur de l'entreprise, au-dessous de laquelle celle-ci ne peut être cédée. Dans beaucoup de cas, compte tenu du déroulement des opérations qui amène le Ministre à présenter à la Commission un projet de cession à un certain prix, la fixation de la valeur de l'entreprise ne se distingue pas pour la Commission de son avis -dont la conformité est requise- sur le prix de cession. Dans certains cas, la Commission intervient à plusieurs étapes de l'opération.

Le Ministre peut également soumettre à la Commission toute opération de « respiration » au-dessous des seuils précités. Dans ce cas, le rôle de la Commission se limite à fixer la valeur de l'entreprise (art. 5 du décret du 24 octobre 1986).

4^{ème} cas : augmentations de capital réservées aux salariés et attributions d'options de souscription d'actions (stock-options)

L'article 31 de la loi du 19 février 2001 sur l'épargne salariale a ouvert la possibilité, pour les entreprises dans lesquelles l'Etat détient directement plus de 20% du capital, de procéder à des augmentations de capital réservées aux salariés et à des attributions d'options de souscription ou d'achat d'actions, accompagnées des avantages de droit commun, et pour autant que ces opérations n'aient pas pour effet de transférer la majorité du capital au secteur privé.

Dans ces cas, la Commission dispose d'un délai de dix jours, après notification des opérations par le Ministre, pour s'y opposer « si les conditions de celles-ci ne sont pas conformes aux intérêts patrimoniaux des personnes publiques ».

Pour ces opérations, la Commission ne procède pas à une évaluation stricto sensu de l'entreprise. Aux termes du décret du 16 juillet 2001, elle reçoit, pour son appréciation, des renseignements sur la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, les filiales et les participations, les perspectives d'avenir et, le cas échéant, l'évolution du cours de bourse.

La décision par laquelle, le cas échéant, la Commission s'oppose à l'opération est transmise au Ministre ainsi qu'au président de la société concernée et elle est publiée au *Journal officiel*.

Le tableau suivant résume les différents cas :

<i>nature de la participation</i>	<i>mode de cession</i>	<i>interventions de la Commission</i>
<i>participations directes</i> (titre II de la loi du 6 août 1986)	marché financier	avis fixant la valeur de l'entreprise et sur les procédures de mise sur le marché
	gré à gré	. fixation de la valeur de l'entreprise . avis conforme sur le choix des acquéreurs et les conditions de la cession
	offre aux salariés liée à une cession de participation par l'Etat	avis sur les modalités de l'offre
	. augmentation de capital réservée aux salariés . attribution de stock-options	droit d'opposition dans les dix jours
<i>participations indirectes</i> (titre III de la loi)	si effectifs > 2500 ou CA > 375 M €	. fixation de la valeur de l'entreprise . avis conforme sur l'autorisation de cession
	autres cas (facultatif)	avis fixant la valeur de l'entreprise

Des lois spécifiques peuvent également prévoir l'intervention de la Commission dans d'*autres opérations* et définissent alors les modalités de son rôle. Tel a été le cas en particulier des lois concernant la cession de TF1, la mutualisation de la Caisse Nationale de Crédit Agricole, les ouvertures du capital d'Air France et de La Poste (cf. plus haut).

5^{ème} cas : demandes spécifiques d'avis ou d'expertise

Le Ministre peut bien sûr souhaiter recueillir l'avis de la Commission à titre consultatif sur toute autre opération, lorsqu'elle comporte des enjeux financiers importants pour le patrimoine public.

En pratique ces avis ont principalement concerné :

- des cessions de participations minoritaires de l'Etat ;
- des cessions de participations minoritaires d'entreprises publiques,
- des opérations internes au secteur public.

Tel a été en 2001 le cas de l'alliance entre la Caisse des Dépôts et Consignations et le groupe des Caisses d'épargne et en 2006 celui de la cession par la CDC de sa participation dans la Caisse nationale des Caisses d'épargne.

Depuis 2009, à l'occasion de l'attribution de licences d'exploitation de lots de fréquences hertziennes pour la téléphonie mobile (technologie 3G-UMTS puis 4G-LTE), qui représentent des enjeux patrimoniaux importants, le Gouvernement a souhaité disposer d'une valorisation de ces lots selon les « méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession d'actifs » et a demandé à la Commission de procéder à cette évaluation à titre d'expertise indépendante. La Commission a examiné à ce titre quatre dossiers.

L'intervention de la Commission ayant été contestée devant la justice administrative, le Conseil d'Etat a jugé que « la circonstance que le Gouvernement qui s'est fondé sur plusieurs études et avis avant de fixer le montant de la redevance, ait, avant de prendre sa décision, notamment recueilli l'avis de la Commission des participations et des transferts, experte en valorisation des biens économiques dans l'intérêt patrimonial des personnes publiques, n'est pas de nature à entacher d'illégalité le décret, dès lors qu'il ne résulte pas des pièces du dossier qu'il se soit senti lié par cet avis et qu'il n'est pas contesté que cette consultation ait été compatible avec la procédure » (décision du 15 septembre 2010).

3/ La procédure devant la Commission

La description du déroulement d'un dossier devant la Commission permet de comprendre ses méthodes et les moyens dont elle dispose. Sa mission essentielle est, on l'a vu, d'évaluer la valeur de l'entreprise.

a- Méthodes et moyens dont dispose la Commission :

La procédure devant la Commission débute toujours par une lettre de saisine du Ministre chargé de l'Economie qui expose les caractéristiques et le calendrier prévisionnels de l'opération.

La Commission se réunit en général les mardi et les jeudi. Elle réfléchit sur la problématique des dossiers qui lui sont présentés, établit un calendrier de leur examen, étudie les documents qui lui sont transmis et procède à des auditions. L'instruction des dossiers est toujours collégiale et impartiale. Les décisions résultent en pratique du consensus des membres.

La Commission reçoit de nombreux documents établis principalement par l'Agence des participations de l'Etat du Ministère de l'Economie, par l'entreprise qui fait l'objet du transfert et éventuellement par l'entité publique vendeuse (participations indirectes) et les acquéreurs potentiels. Les **banques conseils des différentes parties**, et le cas échéant des cabinets juridiques, remettent des rapports, dont les plus importants concernent l'évaluation de l'entreprise (voir plus loin). La Commission est elle-même amenée à demander des éléments complémentaires d'information au fur et à mesure de son examen du dossier. En pratique, les rapports des banques conseils -françaises, européennes ou américaines- sont les documents de référence les plus importants.

Les **auditions** constituent une autre source d'information importante de la Commission. Celle-ci procède systématiquement à des auditions de l'Agence des participations de l'Etat, des dirigeants de l'entreprise cédée, de l'entité publique vendeuse et des candidats à l'acquisition. D'autres autorités administratives particulièrement compétentes pour le secteur concerné peuvent aussi être entendues (telles que l'ARCEP, la Commission de régulation de l'énergie ou l'Autorité de contrôle prudentiel). Enfin, la Commission peut entendre les commissaires aux comptes qui sont à son égard déliés du secret professionnel. Toutes ces auditions se font dans les conditions les plus strictes de confidentialité.

La Commission prend en compte les objectifs du Gouvernement qui se traduisent notamment par une *recommandation de prix* qui fait l'objet d'une note motivée de l'Agence des participations de l'Etat.

Des notes techniques sont établies pour la Commission par son secrétariat général ainsi que des projets pour les avis.

La Commission délibère sur le texte de ses avis, en général au cours de plusieurs séances. Les avis sont motivés.

b- L'évaluation de la valeur des entreprises

L'évaluation de la valeur des entreprises faisant l'objet d'un transfert est une des missions essentielles de la Commission, en vue d'assurer que, conformément aux dispositions légales, les éléments du patrimoine public sont cédés à une juste valeur.

Compte tenu de l'importance décisive de l'évaluation fixée par la Commission, le Législateur a lui-même précisé la méthodologie qui devait être suivie, reprenant pour cela les termes de la décision des 25 et 26 juin 1986 du Conseil constitutionnel qui exigeait que l'évaluation soit « conduite selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés en tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur boursière des titres, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence des filiales et des perspectives d'avenir ». Ces mots sont repris textuellement à la fois au titre II et au titre III de la loi du 6 août 1986.

La loi requiert ainsi que la Commission conduise une analyse selon les méthodes « couramment pratiquées » et qui soit « multicritères » : prise en compte de la capitalisation boursière, de l'actif net consolidé (et réévalué), de la rentabilité et des « perspectives d'avenir ». Il revient à la Commission à partir des résultats donnés par les différentes méthodes, d'apprécier la pertinence relative de chacun d'entre eux dans l'espèce et de les pondérer en conséquence.

Pour opérer ce travail, la Commission dispose des rapports d'évaluation qui ont été établis par les banques conseils de l'Etat et celles de l'entreprise cédée (ou le rapport de l'expert indépendant désigné par le cédant dans le cas d'une « respiration »). Ces rapports, souvent volumineux, établissent des fourchettes d'évaluation en fonction des différentes méthodes applicables. De façon assez générale ils proposent des estimations fondées sur :

- la capitalisation boursière (cours *spot* à une date donnée ou moyenne sur une certaine période jugée significative),
- l'actif net réévalué et consolidé,

- la comparaison avec des sociétés cotées comparables : les agrégats prévisionnels significatifs de l'entreprise (essentiellement EBITDA et résultat net -PER- plus rarement chiffre d'affaires) sont affectés des multiples boursiers observés dans le secteur,
- l'actualisation des flux nets de trésorerie ou de dividendes.

Lorsque le groupe est complexe, ses différents secteurs d'activité peuvent être estimés séparément sur la base des multiples boursiers ou des flux nets ou de méthodes plus sophistiquées.

La Commission apprécie les résultats des différentes approches et s'en entretient avec l'Agence des participations de l'Etat, l'entreprise dont les titres sont transférés et les banques conseils au cours des auditions. Elle demande les informations supplémentaires que nécessite l'examen du dossier (étendue et durée des garanties, charges demeurant éventuellement pour le secteur public, aspects fiscaux ou de droit social). Après délibération, elle fixe la valeur de l'entreprise comme le requiert la loi, ou, le cas échéant, elle se prononce sur la parité d'échange.

* *
*