

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2021 - A.C. – 06 du 22 décembre 2021

**relatif au transfert au secteur privé par KEOLIS SA
de la société KEOLIS DEUTSCHLAND GmbH & Co. KG**

La Commission,

Vu la lettre en date du 14 décembre 2021 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société KEOLIS DEUTSCHLAND GmbH & Co. KG par KEOLIS SA, elle-même filiale de SNCF Participations ;

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

Vu le protocole d'accord (*exit agreement*) entre KEOLIS SA, les Autorités organisatrices de transports concernées, Bambino 214. VV UG et KEOLIS DEUTSCHLAND GmbH & Co. KG, daté du 15 décembre 2021 ;

Vu le contrat de cession et d'acquisition d'actions en date du 16 décembre 2021 entre KEOLIS SA (« le cédant »), Bambino 214. VV UG (« le cessionnaire ») et KEOLIS DEUTSCHLAND GmbH & Co. KG ;

Vu le rapport de présentation établi par KEOLIS avec l'assistance de LAZARD, conseil du vendeur, daté du 23 novembre 2021 ;

Vu les rapports d'audit de CIVITY et de MARKISCHE REVISION du 7 septembre 2021 sur les résultats futurs de KEOLIS DEUTSCHLAND ;

Vu le projet d'arrêté transmis à la Commission par l'Agence des participations de l'Etat le 15 décembre 2021 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

le 5 novembre 2021,

- l'Agence des participations de l'Etat représentée par Madame Claire VERNET-GARNIER, directrice Participations Transports, Monsieur Emmanuel BOSSIERE, son adjoint, Mesdames Frédérique DUGUE, Pôle juridique et Auréliane LABOURDETTE, chargée des dossiers SNCF et SNCF Voyageurs ;

- La SNCF représentée par Messieurs Pierre HAUSSWALT, directeur stratégie et transformation, Arnaud BELVEAU-JEAN : Directeur stratégie & finances ;
- Keolis SA représenté par Messieurs Arnaud VAN TROEYEN, membre du COMEX et directeur international adjoint, Julien ROBIN, directeur M&A, finance et trésorerie et Louis SOUDRE.

le 25 novembre 2021,

- l'Agence des participations de l'Etat représentée par Madame Auréliane LABOURDETTE, chargée des dossiers SNCF et SNCF Voyageurs ;
- la SNCF représentée par Messieurs Pierre HAUSSWALT, directeur stratégie et transformation, Arnaud BELVEAU-JEAN : Directeur stratégie & finances ;
- Keolis SA représenté par Messieurs Arnaud VAN TROEYEN, membre du COMEX et directeur international adjoint, Julien ROBIN, directeur M&A, finance et trésorerie et Louis SOUDRE ;
- LAZARD représenté par Messieurs Cédric LEOTY, associé gérant, Pierre OUAKNIN, directeur, Clara ALMENDROS, M&A associate.

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 14 décembre 2021, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société KEOLIS DEUTSCHLAND GmbH & Co. KG (KD) par la société KEOLIS SA (KSA) par la voie d'une cession de la totalité de sa participation à Bambino (détenue par la société allemande TEAM TREUHAND GmbH).

KD est une filiale à 100% de KSA, elle-même filiale à 69,69% de SNCF participations, elle-même filiale à 100% de la société nationale SNCF.

La cession projetée entre dans le champ d'application de l'article 22 IV de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 susvisée et doit faire l'objet d'une autorisation préalable par arrêté du ministre chargé de l'économie sur avis conforme de la Commission.

La cession étant réalisée en dehors des procédures des marchés financiers, le ministre a saisi la Commission sur le fondement du II de l'article 26 de l'ordonnance. Conformément aux I et II de l'article 27 de l'ordonnance, la Commission :

- détermine la valeur de la société ;
- émet un avis sur les modalités de la procédure, qui doit respecter les intérêts du secteur public ;
- émet un avis sur le choix du ou des acquéreurs et les conditions de la cession.

II.- Présent en Allemagne depuis 1999 sous la marque Eurobahn, KD est le deuxième opérateur ferroviaire privé en Rhénanie-du-Nord-Westphalie avec un chiffre d'affaires annuel de plus de 200 M€.

KD emploie 940 personnes et opère une flotte de 99 rames. Il dispose de deux sites de maintenance à HAMM-HEESSEN et BIELEFELD SIECKER.

KD exploite des trains régionaux dans le cadre de quatre contrats (Maas-Rhein-Lippe-Netz, Ostwestfalen-Lippe-Netz, Teutoburger Wald-Netz et Hellweg-Netz) obtenus à la suite d'appels d'offres et signés avec les autorités organisatrices de transports («AOT») concernées¹. Ces contrats arriveront à échéance entre 2025 et 2032. KD exploite également un contrat de services avec Thalys.

KD (KEOLIS DEUTSCHLAND GmbH & Co. KG) est une société en commandite par actions de droit allemand. KSA est commanditaire (*Kommanditist*) de KD et détient 100% de son capital ; il est également le seul actionnaire de KEOLIS DEUTSCHLAND Verwaltungsgesellschaft mbH (KDV) qui est le commandité (*Komplementar*) de KD et dont c'est le seul objet social.

III.- L'exploitation de chacun des contrats de trains régionaux opérés par KD est déficitaire et la situation s'est dégradée au fil du temps.

Les importantes pertes cumulées, qui pèsent sur les comptes consolidés de KSA, sont dues selon l'entreprise pour l'essentiel à (i) un régime d'indexation des contrats trop restrictif qui ne permet pas de prendre en compte la hausse des coûts dans la rémunération versée par les AOT, (ii) des régimes de pénalités contractuelles sévères car applicables même quand le fait générateur n'est pas imputable à KD et (iii) d'importantes difficultés de recrutement de la branche et des problématiques d'absentéisme qui impliquent des surcoûts ignorés du mécanisme contractuel d'indexation de la rémunération.

Dans ce contexte, qui touche aussi les autres opérateurs ferroviaires de Rhénanie-du-Nord-Westphalie, des négociations de branche avec les AOT ont été engagées au début 2020 pour tenter de rééquilibrer les contrats («Contrat 2.0»).

Parallèlement à ces négociations, KSA a mené une analyse coûts/avantages de toutes les options possibles en vue d'éliminer le risque d'aggravation des pertes. Cette analyse a conduit KSA à conclure que la solution d'une cession de KD était celle qui comportait le moindre coût et les moindres risques pour KSA.

Finalement, faute de la possibilité de reprise de KD par un opérateur industriel, KSA et les AOT ont trouvé un accord sur le principe d'une reprise de KD, préalablement recapitalisé par KSA, par un acquéreur, agréé par les AOT, ayant vocation à céder ultérieurement les titres à un tiers ou, à défaut, à gérer la liquidation de KD une fois le dernier contrat arrivé à échéance en 2032.

¹ Zweckverband Nahverkehr Westfalen Lippe (NWL), Verkehrsverbund Rhein-Ruhr AöR (VRR), Landesnahverkehrsgesellschaft Niedersachsen mbH (LNVG) et Provincie Overijssel.

Cet accord (*term sheet*) fixe les modalités du futur accord de sortie (*exit agreement*) :

- versement d'une compensation financière de 135 M€ par KSA à KD pour lui permettre de mener les contrats en cours jusqu'à leur terme ;
 - mainlevée de toutes les garanties émises par KSA au titre des contrats portés par KD ;
 - cession de 100% de KD et de son commandité, KDV ;
 - accord de transition sur certains services pendant quelques mois et fin des accords intra-groupe entre KSA et KD ;
- versement par KD à l'acquéreur d'une rémunération mensuelle fixe au titre de l'exercice de sa fonction d'actionnaire ;
- signature du « Contrat 2.0 » entre KD et les AOT.

IV.- Pour permettre à KSA de trouver cet acquéreur, ses conseils ont recherché des sociétés reconnues, compétentes et spécialisées dans les situations de restructuration ou de transition.

Trois candidats ont été sélectionnés sur la base de leur motivation et de l'adéquation de leur profil aux objectifs poursuivis par KSA.

L'offre de chaque candidat a ensuite été examinée par KSA, sa banque conseil, un cabinet juridique et le management de KD.

Le processus de sélection s'est fondé sur quatre principaux critères :

- l'expérience passée des candidats dans des transactions similaires, dans des cessions d'entreprises et dans le secteur ferroviaire ;
- la capacité des candidats à conduire les opérations pendant la période de détention des titres en assurant de bonnes relations avec le management de KD et les AOT ;
- le montant des frais demandés par l'acquéreur pour la mise en place, le management et l'éventuelle cession ultérieure de KD avec la clé de partage de la plus-value avec KSA ;
- la capacité à respecter les fortes contraintes de calendrier pour conclure et réaliser l'opération.

Le choix, au vu des critères mentionnés supra, s'est finalement porté sur TEAM TREUHAND du groupe NOERR qui a présenté l'offre la mieux-disante prenant en compte le niveau de la commission de mise en place, le niveau de la commission mensuelle et les règles de partage de l'éventuelle plus-value de cession de KD en cas de cession ultérieure. Pour la réalisation de cette acquisition, TEAM TREUHAND a créé un véhicule ad hoc détenu à 100%, la société Bambino 214. VV UG.

L'*exit agreement* a été signé le 15 décembre 2021 entre les AOT, KSA, KD, Bambino 214. VV UG et KEOLIS DEUTSCHLAND GmbH & Co. KG.

Le contrat de cession et d'acquisition d'actions, conforme à l'*exit agreement* et qui fixe également les règles de partage de l'éventuelle plus-value entre KSA et l'acquéreur en cas de cession ultérieure de KD, a été signé le 16 décembre 2021 entre KSA (le cédant), Bambino 214. VV UG (le cessionnaire) et KEOLIS DEUTSCHLAND GmbH & Co. KG.

v.- La société TEAM TREUHAND, qui intervient par l'entremise de Bambino 224. VV UG, est une structure fiduciaire spécialisée notamment dans la reprise de sociétés en difficulté, comme actionnaire temporaire soit en vue d'une revente soit à défaut jusqu'à leur liquidation.

TEAM TREUHAND est une filiale de NOERR, cabinet allemand d'avocats qui est spécialisé dans le droit des sociétés, le droit financier, le droit commercial, le contentieux, l'arbitrage et le règlement extrajudiciaire des litiges.

VI.- La Commission a disposé des analyses de valorisation établies par LAZARD, conseil du vendeur.

Les travaux de la banque conseil visaient à déterminer le montant du besoin de financement complémentaire de KD pour assurer seul son activité jusqu'au terme (2032) des quatre contrats déficitaires mentionnés au II.

Les résultats structurellement déficitaires de KD rendaient impraticables la méthode des transactions comparables et celle des comparables boursiers.

La banque conseil a retenu la méthode de valorisation par la somme des flux de trésorerie actualisés (*DCF*²). Elle a également retenu la méthode de valorisation par la somme des flux de trésorerie jusqu'à extinction.

La méthode *DCF* s'appuie sur un plan d'affaires qui est le résultat des travaux du management de KD et des deux cabinets d'audit mandatés par les AOT. Elle ne prend pas en compte les effets attendus du futur « Contrat 2.0 ».

Le plan d'affaires couvre la période 2022-2032, en ligne avec l'échéance contractuelle la plus éloignée.

Il intègre les flux de trésorerie disponibles jusqu'au terme des contrats exécutés par KD, sans renouvellement ou extension des contrats, et une valeur résiduelle des actifs en fin de contrat.

Le taux d'actualisation retenu est le coût moyen pondéré du capital (CMPC) de KD. Il est estimé à 5,9%.

Des calculs de sensibilité ont été réalisés sur certaines hypothèses clés du plan d'affaires : taux d'actualisation, montant des pénalités annuelles, niveau d'indexation des coûts indirects dans la rémunération versée par les AOT et niveau des coûts de personnel, directs et indirects. Le résultat final se révèle peu sensible aux variations de ces paramètres.

² *Discounted cash flows*

LAZARD calcule ensuite le coût pour KSA d'un scénario de financement permettant à KD de mener ses opérations jusqu'en 2032, faisant ressortir une valeur négative de KD, après prise en compte des éléments suivants :

- économies réalisées par la mise en place du « contrat 2.0 » ;
- ajustements sur certaines opérations courantes de KD ;
- produits de cession de certains actifs ;
- estimation des effets de la prolongation de certains contrats.

Par ailleurs, la Commission a disposé des rapports des deux sociétés d'audit mandatées par les AOT pour analyser la situation économique et la plausibilité des résultats prévisionnels de KD jusqu'en 2032.

Au total les analyses de la banque conseil et des auditeurs font apparaître une valeur négative significative de KD.

VII.- Conformément au I de l'article 27 de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée, la Commission est appelée à fixer la valeur de la société cédée. Le troisième 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 des conditions de marché à la date de l'opération et, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence des filiales et des perspectives d'avenir et, le cas échéant, de la valeur boursière des titres et des éléments optionnels qui y sont attachés».

Eu égard à son caractère structurellement déficitaire, la société cédée a une valeur négative qui correspond au montant à hauteur duquel le cédant devrait abonder les fonds propres de KD, avant la cession, pour lui permettre de poursuivre ses activités jusqu'à l'extinction des contrats en cours sans recourir à des appels en fonds propres complémentaires.

La Commission considère que les méthodes par les comparables de transaction ou les comparables boursiers ne sont pas praticables dans le cas d'espèce.

La Commission a noté les motifs pour lesquels la banque conseil a retenu la méthode des *cash flows* actualisés (*DCF*) et celle des *cash flows* non actualisés décrites au VI.

La méthode *DCF* semble la mieux à même de rendre compte de la valeur d'un groupe en situation de pertes d'exploitation récurrentes et de consommation importante de trésorerie.

La méthode des *cash flows* non actualisés permet d'éviter les biais liés au niveau du taux d'actualisation et facilite la comparaison entre les valorisations réalisées par la banque conseil et celles des deux auditeurs mandatés par les AOT.

Les niveaux des paramètres utilisés pour déterminer la valeur de KD sont des points essentiels auxquels la Commission a prêté une attention particulière.

A cet égard, la Commission s'est notamment attachée à analyser les calculs de sensibilité des valorisations en fonction des principaux paramètres retenus par la banque conseil.

Elle constate que la variation des paramètres dans des fourchettes vraisemblables n'affecte pas significativement le montant de la compensation financière.

La Commission constate que le CMPC retenu permet de prendre en compte la valeur-temps, de refléter le coût d'opportunité et d'apprécier la valorisation de KD au sein du groupe KEOLIS.

La Commission note enfin qu'une fois la transaction réalisée, KSA ne sera redevable d'aucun versement supplémentaire de fonds en faveur de KD ou de Bambino 214. VV UG, notamment si le montant des pertes supportées KD se révélait supérieur à celui qui était estimé au moment de la transaction.

La Commission constate que la compensation financière prévue dans *l'exit agreement* n'est pas supérieure à l'évaluation négative de la valeur d'entreprise de KD à laquelle aboutissent les travaux de la banque conseil.

En conclusion et dans ce contexte, la Commission estime que, après cette compensation, la valeur de la société KD est correctement évaluée à 1 € et que la valeur de son commandité, KDV est correctement évaluée à 1 €.

VIII.- En application de l'article 27 II de l'ordonnance du 20 août 2014, la Commission émet un avis sur les modalités de la procédure, le choix des acquéreurs et les conditions de la cession.

La Commission observe que la situation structurellement déficitaire de KD a légitimement conduit KSA à rechercher toutes les voies possibles pour y mettre fin.

La Commission considère qu'eu égard à l'importance des conséquences financières de certaines clauses des contrats avec les AOT, la recherche d'une solution globale avec l'accord de ces dernières constitue la meilleure voie possible.

La Commission constate que l'accord en date du 15 décembre 2021 (*exit agreement*) signé entre les AOT, KSA, Bambino 214. VV UG et KEOLIS DEUTSCHLAND GmbH & Co. KG prévoit la cession à Bambino 214. VV UG de la totalité des intérêts de KSA dans la commandite KD et le commandité KDV, ainsi que la terminaison de tous ses engagements en relation avec l'exploitation de KD, moyennant le versement d'une compensation financière par KSA pour permettre à KD d'assurer la poursuite des contrats jusqu'à leur terme en laissant ouverte la voie à une cession de KD (ainsi que de KDV) à un tiers avec un partage l'éventuelle plus-value entre KSA et Bambino 214. VV UG.

La sélection de l'acquéreur agréé par les AOT, décrite au IV, a été réalisée selon une procédure qui a permis de retenir l'offre la mieux-disante.

IX.- Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission est d'avis que :

- la valeur de la société KEOLIS DEUTSCHLAND GmbH & Co. KG est correctement évaluée à 1 euro, l'engagement du vendeur de lui verser une compensation financière de 135 M€ étant pris en compte ;
- les modalités de la procédure respectent les intérêts du secteur public ;
- le choix de l'acquéreur a été opéré sur une base objective ;
- les conditions de la cession, notamment la cession simultanée de KDV, et le prix (avant éventuel complément de prix en cas de plus-value générée par une cession ultérieure), fixé à 1 euro, respectent les intérêts du secteur public.

La Commission émet en conséquence un **avis favorable** au projet d'arrêté dont le texte est annexé au présent avis et visant à autoriser le transfert au secteur privé de la société KEOLIS DEUTSCHLAND GmbH & Co. KG.

Adopté le 22 décembre 2021 par M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, Mme Anne PERROT, M. Yvon RAAK et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,



Bertrand SCHNEITER

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE
Ministère de l'Économie, des
Finances et de la Relance

**Arrêté du autorisant le transfert au secteur privé
de la société Keolis Deutschland GmbH & Co. KG**

NOR : [.]

Le ministre de l'économie, des finances et de la relance,

Vu l'ordonnance n°2014-948 du 20 août 2014 modifiée relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, notamment son titre III ;

Vu le décret n°2014-949 du 20 août 2014 portant application de l'ordonnance n°2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, notamment son article 7 ;

La Commission des participations et des transferts entendue et sur son avis conforme n° 2021 - A.C. – [.] décembre 2021, en vertu des dispositions des articles 26-II et 27 de l'ordonnance du 20 août 2014 précitée,

Arrête :

Article 1^{er}

La cession par la société Keolis SA à la société Bambino 214. VV UG de 1 part de la société Keolis Deutschland GmbH & Co. KG, soit 100 % du capital de cette société, selon les modalités prévues à l'article 2 ci-après, est autorisée.

Article 2

La cession s'effectue à un prix de 1 euro.

Ce prix est augmenté d'un montant correspondant à une quote-part du produit de cession ou de liquidation reçu par la société Bambino 214. VV UG en cas de cession ou de liquidation de la société Keolis Deutschland GmbH & Co. KG, diminué de certains frais, dans les conditions prévues par le contrat de cession.

La quote-part revenant à Keolis SA est égale :

- en cas de cession ou de liquidation au plus tard le 31 décembre 2024, à 67 % du produit généré jusqu'à 7,5 millions d'euros ou à un montant de 5 millions d'euros augmenté de 80 % du produit généré au-delà de 7,5 millions d'euros ; ou

- en cas de cession ou de liquidation après le 31 décembre 2024, à 50 % du produit généré jusqu'à 8 millions d'euros ou à un montant de 4 millions d'euros augmenté de 80 % du produit généré au-delà de 8 millions d'euros.

Article 3

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

Fait le

Pour le ministre et par délégation :

Le commissaire aux participations de l'État

Martin VIAL