

L'Etat actionnaire : apports et limites de l'Agence des participations de l'Etat

PRESENTATION

La Cour s'est attachée à dresser un premier bilan de la réforme de l'Etat actionnaire, dont la création, en 2004, de l'Agence des participations de l'Etat (APE) a été la pièce maîtresse.

Distingué de l'« Etat régulateur » (des marchés, en particulier) ou de l'« Etat acheteur » (surtout quand il est un client dominant, comme pour les matériels de défense), l'« Etat actionnaire » est l'expression d'un choix politique, visant, dans un souci d'amélioration de l'efficacité de l'Etat, à mieux reconnaître et à professionnaliser l'exercice de sa fonction d'actionnaire à l'égard des entreprises qu'il contrôle ou dont il détient une participation.

Des enquêtes conduites par la Cour sur l'Agence des participations de l'Etat, mais aussi sur les entreprises publiques, il ressort que, malgré les privatisations successives, l'Etat reste un actionnaire fondamentalement atypique, par le nombre et le poids de ses participations, mais surtout par la multitude des intérêts, souvent contradictoires, qu'il est amené à prendre en compte. Dans son organisation et ses processus de réflexion stratégique, de préparation des décisions et d'arbitrage, il peine à maîtriser les contradictions qui l'enserrent.

Tout comme a été bienvenue, antérieurement, la dissociation des fonctions de régulation des marchés au sein des administrations centrales ou par l'institution d'autorités indépendantes (le Conseil de la concurrence, l'Autorité de régulation des communications électriques et des postes, la Commission de régulation de l'énergie, etc.), la réforme de 2004 a constitué un progrès, en facilitant, par la création de l'Agence des participations de l'Etat, l'identification et la prise en charge de la dimension patrimoniale du rôle d'actionnaire revenant à l'Etat.

Pour autant, la stratégie, avant tout financière, suivie par l'Agence n'a guère été transparente, ni suffisamment justifiée, notamment auprès du Parlement. En réalité, elle a été essentiellement axée sur le désengagement et les cessions. Malgré un indéniable savoir-faire, ses performances patrimoniales n'ont pas toujours été convaincantes.

Par ailleurs, dans ses positions d'actionnaire, l'Etat ne peut s'en tenir à des considérations strictement patrimoniales. Il lui faut aussi, à des degrés divers selon les secteurs de l'économie, englober d'autres considérations stratégiques, participant notamment des politiques de défense ou industrielles et plus généralement de la valorisation d'intérêts nationaux ou européens. Or, volontairement centrée sur la défense des intérêts patrimoniaux, l'Agence ne joue pas ce rôle de synthèse. Pour cette raison aussi, de nouvelles évolutions de la gouvernance de l'Etat actionnaire paraissent nécessaires.

I - Un actionnaire atypique

Après plusieurs vagues de privatisations, l'Etat conserve, en tant qu'actionnaire, des spécificités irréductibles. Sa place dans l'économie, ses motivations particulières et ses mécanismes décisionnels font de lui un acteur à part du secteur productif national.

A - Des enjeux financiers toujours considérables

Au 31 décembre 2006, d'après le répertoire établi par l'INSEE¹, l'Etat contrôlait directement 90 entreprises et 755 indirectement. Les 90 entreprises publiques de premier rang représentaient 3,7 % de l'emploi salarié.

Pour sa part, l'Agence des participations de l'Etat suivait, en 2007, 53 participations, dont certaines minoritaires, dans des entreprises du secteur productif. Son périmètre ne coïncide donc pas totalement avec le répertoire établi par l'INSEE. A la différence de celui-ci, il exclut les entités considérées comme des « opérateurs des politiques de l'Etat » (telle la Caisse centrale de réassurance), ainsi que la Banque de France et la Caisse des dépôts et consignations². Quelques entreprises, telles que

1) Répertoire RECME, établi annuellement.

2) Le rapport sur «L'Etat actionnaire » publié par l'Agence des participations de l'Etat explique cette exclusion de la Caisse des dépôts et consignations par les « spécificités de ses missions publiques (épargne réglementée, financement du logement social) qui la placent, aux termes de ses statuts, sous la surveillance du Parlement ».

Météo France, ne sont pas non plus aujourd'hui dans le périmètre de l'Agence. Dans le domaine industriel, l'Agence n'a pas compétence sur le Commissariat à l'énergie atomique (CEA), alors qu'elle suit sa filiale AREVA. Ces cas mis à part, le portefeuille de l'Agence se confond très largement avec celui de l'Etat actionnaire.

Ce portefeuille a connu au cours des dernières années une double évolution : les cessions se sont poursuivies ; pour autant, sa valeur boursière a considérablement augmenté.

1 - La poursuite des transferts au secteur privé

Privatisations : rappel historique

Après les nationalisations des années 1981 et 1982, venues accroître le secteur public productif constitué avant et surtout après la seconde guerre mondiale, l'alternance politique de 1986 s'est traduite par une vague de privatisations qui devait permettre aux entreprises de s'adapter de façon plus réactive à leur environnement concurrentiel.

La règle du « ni-ni » (i.e. : ni privatisation, ni nationalisation) en vigueur au cours de la période 1988-1993 n'interdira pas aux entreprises publiques en mal de financement d'ouvrir leur capital à des actionnaires privés minoritaires (opérations dites de « respiration », ayant entraîné une privatisation partielle du Crédit local de France, d'Elf Aquitaine, de Total et de Rhône Poulenc).

La deuxième vague de privatisations trouve son fondement juridique dans la loi du 19 juillet 1993³, qui a concerné 21 entreprises du secteur concurrentiel. Ont été transférées au secteur privé, en plus des entreprises qui avaient fait l'objet d'une ouverture minoritaire au cours de la période précédente, la BNP (octobre 1993), Bull (avril 1995) et les AGF (mai 1996).

Durant la période 1997-2002, ont également été privatisées, les entreprises inscrites sur la liste annexée à la loi de juillet 1993 qui n'avaient pas encore fait l'objet d'un transfert au secteur privé : GAN, CIC, Crédit Lyonnais, Thomson CSF et Thomson Multimédia, ainsi que l'Aérospatiale.

En 2002, seules quatre entreprises figurant sur la liste annexée à la loi de privatisation du 19 juillet 1993 n'avaient pas encore fait l'objet d'un transfert au secteur privé : Air France, Caisse centrale de réassurance, CNP Assurances et SNECMA.

3) Loi n° 93-923 de privatisation.

La poursuite des cessions d'actifs, une fois épuisée la liste de 1993⁴, s'est effectuée par la mise sur le marché d'une fraction ou de la totalité du capital d'anciens monopoles publics, nationaux (EDF, Gaz de France, France Télécom) ou territoriaux (sociétés d'autoroutes)⁵.

Les cessions de filiales ou de participations par les entreprises publiques de premier rang ont également contribué à réduire le périmètre du secteur public productif : 51 opérations dites de « respiration » ont été réalisées de fin 2003 à fin 2006 (par exemple, en novembre 2005, la cession du pôle connectique d'AREVA).

2 - Une forte valorisation boursière des participations cotées

La valorisation des participations cotées détenues par l'Etat est passée de 17,2 Md€ en septembre 2002 à 191,9 Md€ fin décembre 2007. Cette évolution s'explique par les modifications de périmètre intervenues au cours des quatre dernières années, consécutives aux ouvertures de capital sous forme d'introductions en Bourse, et par le contexte de forte croissance des marchés boursiers.

4) En dehors de la Caisse centrale de réassurance, dont le capital demeure entièrement public.

5) Il s'agit des trois groupes de sociétés d'économie mixte concessionnaires d'autoroutes (SEMCA) contrôlées par l'Etat et son établissement public Autoroutes de France : Autoroutes du sud de la France (ASF), Autoroutes Paris-Rhin-Rhône (APRR) et Société des Autoroutes du Nord et de l'Est de la France (SANEF).

Tableau n° 1 : Les principales participations cotées de l'Etat

	30/09/02		31/12/07		Bilan de l'Etat au 01/01/2006	Bilan de l'Etat au 31/12/2006
	% détention publique	M€ valeur boursière	% détention publique	M€ valeur boursière	M€ valeur comptable	M€ Valeur comptable
Air France/Air France-KLM	54 %	873	17 %	1 203	925	925
EADS	15 %	1 319	15 %	2 679	2	2
France Télécom	56 %	4 662	27 %	17 597	4 496	4 496
Thalès (ex TCSF)	33 %	1 481	27 %	2 190	0,07	0,07
Renault	26 %	3 218	15 %	4 148	314	307
CNP	1 %	54	1 %	144	95	95
ASF	50 %	3 142			1 517	0
TMM	21 %	936				
Crédit Lyonnais	11 %	1 260				
Dassault-Systèmes	16 %	278				
Bull	16 %	11				
ADP			68 %	4 737	2 031	1 610
EDF			85 %	125 975	17 096	20 355
Gaz de France			80 %	31 398	11 630	12 402
Safran			30 %	1 780	26	26
Portefeuille total		17 236		191 903	38 132	40 218
Total du compte « participations financières » (compte 26) dans le bilan de l'Etat					143 580	153 821

Sources : tableau établi par la Cour des comptes à partir d'informations fournies par l'Agence des participations de l'Etat (valeurs boursières) ou tirées des comptes de l'Etat (valeurs comptables)

Ainsi, les entreprises introduites en Bourse au cours de cette période, qui ne figuraient donc pas dans le portefeuille des participations cotées de l'Etat en 2002, représentent aujourd'hui 85 % de ce portefeuille, dont 82 % pour EDF et Gaz de France.

Inversement, dans le même temps, les privatisations ont entraîné une sortie du portefeuille de sociétés (par exemple, les sociétés d'autoroutes) qui y avaient été intégrées lors de leur entrée en Bourse, et, par ailleurs, l'Etat a cédé une partie des participations minoritaires qu'il détenait en 2002.

Très concentré sur le secteur de l'énergie, le portefeuille de participations publiques cotées a vu sa valeur progresser de 60 % de fin août 2006 au 31 décembre 2007. Le 31 décembre 2007, il représentait 13,5 % de la valorisation boursière du CAC 40, dont 2,4 % hors EDF et Gaz de France.

Le positionnement de l'Etat actionnaire sur la place financière de Paris ne peut cependant être apprécié à partir de ce seul critère de la valorisation boursière : en effet, l'Etat n'appartient pas à la catégorie des investisseurs actifs de la place, notamment parce qu'il s'interdit, sauf exception, toute nouvelle prise de participation.

3 - Des écarts importants entre valeurs comptables et de marché

Dans le compte général de l'Etat - l'équivalent des comptes sociaux pour une entreprise -, les participations financières sont comptabilisées en valeur d'équivalence (quote-part des capitaux propres) pour les entreprises qu'il contrôle et à leur coût historique (valeur d'acquisition) pour les entreprises non contrôlées. Les participations cotées y figuraient pour un montant de 40,2 Md€ au bilan au 31 décembre 2006. Ce montant était dans un rapport de 1 à 3,7 avec la valeur boursière du portefeuille (150 Md€), rapport plus important que celui constaté à la même époque pour l'ensemble des sociétés du CAC 40⁶.

6) D'après une étude réalisée par le cabinet Ricol, Lasteyrie & associés sur les comptes 2006 des entreprises du CAC 40, la valeur boursière de ces entreprises représentait 2,6 leur valeur comptable (capitaux propres).

Comptabilisation des avoirs de l'Etat actionnaire dans le bilan de l'Etat

Les participations de l'Etat actionnaire sont comptabilisées à l'actif du bilan de l'Etat (compte 26 « participations financières »).

Dans le bilan d'ouverture 2006, la valeur comptable des participations de l'Etat dans des sociétés cotées s'élevait à 38,1 Md€

La valeur comptable de l'ensemble des participations suivies par l'Agence des participations de l'Etat était inférieure de 2 Md€ à celle des seules sociétés cotées comprises dans ce portefeuille, en raison de l'existence d'entités fortement endettées, aux fonds propres négatifs (EPFR, RFF). Si l'on fait abstraction de ces entités à fonds propres négatifs, la valeur comptable du portefeuille suivi par l'Agence des participations de l'Etat atteignait 57 Md€ soit 40% du montant total du compte 26, qui regroupe l'ensemble des participations financières de l'Etat.

Les écarts entre valeurs comptables et valeurs de marché sont inévitables, y compris lorsque les comptes sont tenus selon les normes comptables internationales IAS/IFRS, qui font une large place à la comptabilisation en valeur de marché. Pour l'Etat, plus encore que pour un actionnaire privé, la plus-value latente que laissent supposer ces écarts doit être considérée avec prudence : certaines participations publiques cotées seraient difficilement négociables à un prix proche de leur cours de Bourse en cas de désengagement, du moins massif, de leur actionnaire public de référence. Compte tenu des montants en cause, certaines des cessions sont, de plus, fortement dépendantes de la capacité d'absorption des marchés.

4 - Des chantiers comptables à fort enjeu

L'Etat ne tenant pas encore de comptes consolidés, il a décidé de synthétiser la situation financière de ses participations les plus significatives en produisant des « comptes combinés », technique plus souple qui permet de donner une vision comptable globalisée des sociétés du groupe, sans les relier aux comptes de l'entité mère. Au 31 décembre 2006, ces comptes combinés faisaient ressortir un montant de capitaux propres de 55 Md€ pour un total de bilan de 504 Md€

La production de comptes combinés a constitué un chantier de grande ampleur pour l'Agence des participations de l'Etat, rendu plus complexe par le passage progressif des entités du « groupe » aux normes IFRS. Assistée par un groupe d'experts extérieurs, l'Agence s'est imposée, dans ce processus, des exigences proches de celles d'une véritable consolidation. Pour s'en rapprocher, des progrès doivent cependant encore être accomplis dans la neutralisation des opérations entre les entreprises du

« groupe ». Alors que les relations clients/fournisseurs sont nombreuses entre les entreprises concernées, la neutralisation des écritures comptables correspondantes n'est aujourd'hui que très partiellement réalisée.

L'étape suivante devrait être l'établissement de comptes consolidés de l'Etat, permettant de faire remonter dans ses états financiers les comptes des participations financières et des entités du secteur marchand qu'il contrôle. Appelée de ses vœux par la Cour, notamment dans ses rapports sur les comptes de l'Etat de 2004 et de 2005, la production de comptes consolidés est, pour l'Etat, comme pour les entreprises, un outil indispensable à une bonne vision du patrimoine, à l'efficacité de sa gestion et à l'appréciation de ses performances.

B - Des préoccupations plurielles

1 - Des motivations plus larges que celles d'un investisseur privé

Aussi bien après guerre qu'au début des années 1980, ce n'est pas pour des raisons patrimoniales que l'Etat a fait le choix de nationaliser puis de garder le contrôle d'entreprises du secteur productif, mais pour d'autres motifs : contrôle direct des entreprises chargées d'une mission de service public (transports ferroviaires, énergie), contrôle de ses principaux fournisseurs (armement), maîtrise des agissements des entreprises en situation monopolistique, conduite d'une politique industrielle volontariste, etc.

Dans le mouvement inverse de privatisations, et plus généralement de cessions, intervenu depuis, les considérations patrimoniales, notamment les objectifs de rentabilité mais aussi l'impératif de désendettement de l'Etat, ont été plus présentes. Toutefois, d'autres arguments, tels que la libéralisation de l'économie, l'ouverture de nouveaux secteurs à la concurrence ou les inconvénients attribués à la gestion publique, ont compté au moins autant.

Aujourd'hui, après plusieurs vagues de privatisation, les objectifs stratégiques extrapatrimoniaux continuent de jouer un rôle majeur dans la politique de l'Etat actionnaire : les impératifs liés à la défense nationale, les enjeux de politique industrielle, globale ou sectorielle, ou d'autres considérations stratégiques conduisent à rechercher le renforcement des industriels français dans une perspective européenne, par exemple pour Thalès ou EADS, à promouvoir la plate-forme aéroportuaire francilienne pour ADP, à veiller à l'indépendance énergétique pour EDF et AREVA, à constituer un grand acteur de l'énergie au plan européen et mondial pour Gaz de France/Suez, etc.

2 - Une réévaluation du rôle d'actionnaire et de la dimension patrimoniale

Après que les années 1990 eurent été marquées par l'effondrement du Crédit Lyonnais et la crise du secteur financier public⁷, la prise de conscience, en 2002, de la situation financière très dégradée de France Télécom et des risques pris par EDF dans ses investissements internationaux⁸ a provoqué un nouveau débat, mettant en cause la gestion par l'Etat de ses participations. Les commissions Douste-Blazy et Barbier de la Serre⁹ ont été mandatées pour approfondir l'analyse et en tirer des enseignements et propositions d'action.

La réorganisation de la fonction actionnariale au sein de la sphère publique est résultée de ces travaux : le service des participations de la direction du Trésor, chargé jusqu'alors de la gestion des actifs de l'Etat dans les entreprises publiques, a été remplacé par l'Agence des participations de l'Etat. Selon son décret constitutif de septembre 2004¹⁰, ce service à compétence nationale rattaché à la direction du Trésor doit exercer la mission d'Etat d'actionnaire « en veillant aux intérêts patrimoniaux de l'Etat ».

Le renforcement du rôle d'actionnaire a ainsi été associé, en 2004, à une volonté de valorisation du patrimoine public, certes présente auparavant, mais, en général, en tant qu'objectif de second rang, du reste souvent confusément imbriqué avec d'autres.

Cette préoccupation de mieux identifier la fonction actionnariale au sein de la sphère publique n'est pas propre à la France. Elle est au centre des « lignes directrices sur la gouvernance des entreprises publiques » élaborées en 2005 par le groupe de travail de l'OCDE sur la privatisation et la gestion des actifs appartenant à l'Etat.

7) Voir le rapport public particulier de la Cour de novembre 2000 « L'intervention de l'Etat dans la crise du secteur financier ».

8) Voir le rapport public annuel de la Cour de février 2007 (deuxième partie, page 33 à 51).

9) La commission d'enquête de l'Assemblée nationale, présidée par M. Philippe Douste-Blazy, sur la gestion des entreprises publiques a rendu ses conclusions en juillet 2003. Le groupe de travail présidé par M. René Barbier de la Serre a remis son rapport en mars 2003 au ministre de l'économie, des finances et de l'industrie.

10) Décret n° 2004-963 du 9 septembre 2004 portant création du service à compétence nationale Agence des participations de l'Etat.

C - Des arbitrages nécessairement politiques

Volontiers présentée comme technique par essence, la gestion des participations de l'Etat revêt, en réalité, une forte dimension politique.

Du moins pendant longtemps, les enjeux strictement patrimoniaux n'en ont pas été, de façon générale, le moteur principal. L'unique cas dans lequel les considérations patrimoniales dominent systématiquement est celui des petites participations minoritaires, qui représentent désormais moins de 1% du portefeuille des participations cotées de l'Etat. L'orientation retenue depuis plusieurs années est celle d'un désengagement progressif, décidé en fonction des opportunités offertes par les marchés.

Pour les autres participations, c'est surtout parce que les grandes décisions de gestion nécessitent un arbitrage entre éléments patrimoniaux et autres considérations stratégiques qu'elles font nécessairement intervenir l'échelon politique. L'administration n'en joue pas moins un rôle d'autant plus essentiel pour la préparation et la mise en œuvre des décisions que leur contexte technique, économique et financier est complexe et requiert un grand professionnalisme.

Si la réforme de 2004 concernant l'Etat actionnaire y a assurément contribué, et si, de son côté, le gonflement de l'endettement public a suscité une prise de conscience propice, la problématique patrimoniale doit sans doute autant à la loi organique sur les lois de finances (LOLF), et au-delà à la réforme budgétaire, comptable et financière de l'Etat, le surcroît d'intérêt politique qui l'entoure depuis quelques années.

II - La prise en compte des intérêts patrimoniaux

A - Un professionnalisme renforcé

Le statut de service à compétence nationale attribué à l'Agence des participations de l'Etat devait lui donner une autonomie, fonctionnelle et opérationnelle, que n'avait pas l'ancien service des participations de la direction du Trésor, ainsi que lui faciliter le recrutement, notamment à l'extérieur de l'administration, de compétences spécialisées.

Dotée d'une cinquantaine d'agents en septembre 2007, c'est-à-dire pratiquement revenue au même effectif que l'ancien service des participations, l'Agence est cependant mieux structurée, avec deux bureaux sectoriels supplémentaires et trois pôles d'expertise juridique, d'audit et de comptabilité et opérations financières. L'encadrement, l'expertise et le

soutien logistique¹¹ont été renforcés. Le budget de fonctionnement est relativement modeste.

Quoique les effectifs aient diminué au cours de la période récente, ces forces semblent aujourd'hui, dans l'ensemble, adaptées aux missions de l'Agence, dont les dernières privatisations ont d'ailleurs contracté le champ de compétence. Cependant, les agents extérieurs à la fonction publique y sont peu nombreux, contrairement à la volonté initiale d'appel accru à des compétences spécialisées et donc d'ouverture aux experts du secteur privé. La rotation excessivement rapide des personnels reste par ailleurs un handicap chronique.

Le rattachement de l'Agence à la direction du Trésor, devenue, en novembre 2004, la direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE), apparaît essentiellement organique. Etroites, les relations de l'Agence avec le ministre et son cabinet sont directes.

Paradoxalement, alors que la situation actuelle devrait favoriser les synergies avec les autres composantes de la direction générale, ce n'est guère le cas avec la sous-direction compétente pour la Caisse des dépôts et consignations. Par ailleurs, si une plus grande fluidité de la gestion des carrières au sein de la direction générale est censée en être un autre avantage, la nécessaire mise en cohérence de la politique de l'Etat actionnaire avec les autres volets de la politique économique et financière de l'Etat déborde largement le champ de compétence de la seule direction générale du Trésor et de la politique économique.

En tout état de cause, si l'autonomie de l'Agence est réelle au sein de la direction générale, le terme d'« agence » doit s'entendre ici, de même que pour l'Agence France Trésor (AFT), autre composante de la direction générale du Trésor et de la politique économique, comme un mode d'organisation hiérarchique assoupli des administrations centrales classiques, et aucunement comme une déconcentration sous forme d'établissement public autonome ou encore moins comme une formule d'agence à la façon anglo-saxonne : l'Agence des participations de l'Etat est un service d'administration centrale relevant directement du ministre et entretenant des relations constantes de proximité avec son cabinet.

Par rapport au service des participations, le changement d'organisation n'est donc pas fondamental. En revanche, la plus grande professionnalisation, notamment financière, de l'exercice de la fonction d'Etat actionnaire est un apport positif de la réforme.

11) Création d'un poste de directeur adjoint, d'un troisième poste de sous-directeur et d'un poste de secrétaire général. Au plus haut, les effectifs représentaient une augmentation d'un tiers par rapport à ceux de l'ancien service.

B - Une bonne maîtrise des opérations en capital

L'Agence des participations de l'Etat suit attentivement les résultats et le bilan des entreprises dont l'Etat est actionnaire, et donc les grandes options d'arrêté des comptes des entreprises publiques (implications du passage aux normes IFRS, provisions pour démantèlement dans le domaine nucléaire, etc.). La production des comptes combinés de l'Etat actionnaire mobilise également une part significative de ses forces.

Elle veille tout particulièrement aux opérations de croissance externe, notamment internationales, à l'origine des déboires enregistrés par les grands opérateurs français en 2002 et 2003. Les opérations de cession sont également regardées de près, en encourageant les entreprises les plus fragiles à se défaire de leurs actifs non stratégiques.

Une part essentielle de l'activité de l'Agence est consacrée aux opérations portant sur le capital des entreprises publiques. Considérant qu'il n'est pas de son ressort de se prononcer sur l'opportunité des cessions, elle se positionne comme une technicienne des opérations en capital. En la matière, son expertise est assez largement reconnue. Sa notoriété auprès des acteurs de marché a été renforcée par des opérations remarquables par leur ampleur (notamment l'introduction en Bourse d'EDF en novembre 2005, pour un montant de 6,4 Md€), leur rapidité pour les placements accélérés auprès d'institutionnels, et l'absence de décalage significatif avec le cours de marché antérieur.

En revanche, elle intervient peu sur les projets qui ne s'apparentent pas à de la croissance externe (grands contrats à l'exportation par exemple), mais pourtant susceptibles d'exposer l'entreprise à des risques financiers majeurs. Le contrôle des cessions et des acquisitions des filiales des entreprises publiques est par ailleurs limité.

La relative passivité de l'Agence (souvent aussi des ministères exerçant la tutelle technique) dans les conflits qui opposent entre elles certaines entreprises publiques des secteurs de l'énergie ou des transports peut laisser perdurer des situations préjudiciables pour les intérêts de l'Etat. Quoique l'agence assume sa neutralité, en la justifiant par son refus d'interférer dans des relations de type client-fournisseur, il faut surtout y voir le témoignage des difficultés de l'Etat actionnaire à arbitrer entre ses participations.

C - Des règles communautaires mieux intégrées

Le pôle juridique de l'Agence consacre beaucoup de son temps à la préparation des notifications aux autorités de Bruxelles des mesures de soutien susceptibles de constituer une aide d'Etat au sens de l'article 87 du traité instituant la Communauté européenne, ainsi qu'à la gestion des contentieux communautaires.

De façon générale, la capacité d'anticipation et d'action en amont auprès des services de la Commission européenne pour les dossiers les plus sensibles a été notablement améliorée, pour une bonne part grâce à l'Agence. Ces efforts ne sont pas vains : alors que la ligne de crédit, pourtant restée virtuelle, accordée à France-Télécom en 2002 avait été qualifiée par la Commission « d'aide d'Etat incompatible avec le marché commun », l'Etat a pu devenir actionnaire du groupe ALSTOM, en juillet 2004, avec l'accord des autorités bruxelloises.

Ces dossiers communautaires sont eux-mêmes générateurs d'opérations en capital. Les contreparties exigées par la Commission en cas d'aide déclarée compatible avec le marché commun comprennent, en effet, presque systématiquement des cessions d'actifs, qui concourent aussi à la réduction du périmètre du secteur public. La cession peut également venir clore un processus d'aide à la restructuration qui n'a pas débouché sur les résultats escomptés : ainsi, une décision du 20 octobre 2004 de la Commission a contraint la SNCF à engager un processus de cession en bloc des actifs de SERNAM SA avant le 31 janvier 2005.

Au demeurant, les exigences de la Commission ont sensiblement accéléré les transformations statutaires du secteur public productif et l'ouverture des marchés à la concurrence, par exemple avec la transformation d'EDF en société anonyme ou l'accélération du calendrier d'ouverture du marché du fret ferroviaire à la concurrence. Elles ont eu souvent un effet plus structurant que les décisions de l'Etat actionnaire.

D - Une gouvernance améliorée des entreprises publiques

Depuis sa mise en place, l'Agence des participations de l'Etat a incité, avec succès, à la transposition aux entreprises publiques des meilleures pratiques de gouvernance du secteur privé. Positif pour la bonne gestion du secteur public, ce mouvement a également favorisé l'insertion du secteur public productif dans l'environnement concurrentiel.

La systématisation, en cours, des comités spécialisés au sein des conseils d'administration est une première nécessité.

L'Agence a ainsi oeuvré à la quasi-généralisation¹² et au fonctionnement effectif des comités d'audit, y compris dans des secteurs, comme l'audiovisuel, où ils étaient totalement absents. Radio France est désormais doté d'un comité d'audit, tandis que celui de France Télévisions s'est saisi des difficultés posées par les contrats d'échanges de France Télévisions Publicité¹³.

Si, contrairement à ce qui se devrait également, les comités de stratégie ne sont pas généralisés, les grandes entreprises qui en étaient dépourvues en 2003 ont, pour la plupart, comblé cette lacune : la SNCF et la Poste ont instauré de tels comités, et RFF, d'abord doté d'un comité d'investissement, dispose aujourd'hui d'un comité stratégique. Si celui de France Télévisions a été mis en place en juillet 2006, les autres entreprises du secteur audiovisuel en sont, toutefois, encore dépourvues.

En revanche, la généralisation, non moins souhaitable, des comités de rémunération n'est pas réellement engagée. De même, continue de faire défaut un encadrement des conditions de rémunération des dirigeants (y compris les rémunérations annexes, telles que les indemnités de départ et les stock-options) des entreprises dont l'Etat est actionnaire de référence.

Le fonctionnement de certains conseils d'administration demeure peu satisfaisant, soit en raison du choix de leurs membres (absence dans certains cas d'administrateurs dotés d'une expérience de gestion dans le domaine concerné¹⁴), soit de leur caractère pléthorique. C'était tout particulièrement le cas pour les sociétés d'autoroutes avant 2004 : les représentants de l'Etat étaient nombreux dans leurs conseils d'administration, mais essentiellement passifs, alors que, dans le même temps, certains partenaires occupaient une place dans le tour de table sans commune mesure avec le caractère quasi symbolique de leurs participations au capital (les collectivités locales notamment). Comme cela a pu être constaté à France Télécom et Air France, la sortie du champ d'application de la loi de démocratisation du secteur public de 1983¹⁵, consécutive à la privatisation de certaines entreprises, entraîne en général une diminution de la taille des conseils, favorable à un meilleur fonctionnement.

12) Certaines entreprises appartenant au portefeuille de l'Agence en sont, toutefois, encore dépourvues, dont les ports autonomes et les structures de défaisance ou de financement intermédiaire (l'ERAP, par exemple).

13) Voir le rapport public annuel de février 2005 de la Cour (pages 289 à 340)

14) Voir notamment le cas de l'Imprimerie nationale, évoqué dans le chapitre II (pages 417 et suivantes) du présent rapport.

15) Cette loi « DSP » du 26 juillet 1983 prévoit notamment la représentation des salariés au sein des conseils d'administration à composition tripartite.

Les conditions de nomination des présidents des entreprises publiques, par décret¹⁶, dérogent au droit commun des sociétés (désignation par le conseil d'administration), et distinguent la France au sein des pays de l'OCDE, étant toutefois observé que, via la nomination des administrateurs, dans la plupart des pays, le choix des dirigeants revient aussi aux autorités politiques. En fait, les entreprises publiques se singularisent plus par l'absence de procédure formalisée de recrutement des dirigeants, permettant d'objectiver les recherches de candidats et les critères de sélection. Dans ce domaine, la création de l'Agence n'a pas modifié la situation antérieure.

III - Une ligne stratégique peu lisible

A - Une information budgétaire insuffisante

En dehors du vote des grandes lois de privatisation, le seul moment où la représentation nationale est appelée à débattre de la politique de l'Etat actionnaire est la discussion du projet de loi de finances initiale (i.e. du budget de l'exercice à venir) et, jusqu'à présent dans une nettement moindre mesure, du projet de loi de règlement (i.e. de l'exécution du budget de l'exercice écoulé). Les documents budgétaires sont de ce fait les principaux instruments d'information et de contrôle de la gestion par l'Etat de ses participations.

La politique de l'Etat actionnaire s'appuie, sur le plan budgétaire, sur un instrument particulier : un compte d'affectation spéciale (intitulé « produits de cession de titres, parts et droits de sociétés » jusqu'en 2005, et « participations financières de l'Etat » depuis 2006), sur lequel sont versés, hors du budget général, les produits de vente de titres, et qui sert à financer, le cas échéant, les dotations en capital consenties aux entreprises publiques. Selon l'article 21.1 de la loi organique relative aux lois de finances (LOLF), le produit des cessions de titres doit être réservé à un usage strictement patrimonial, ce qui interdit de financer sur cette ligne des dépenses courantes ou des dotations à caractère de subvention.

16) Excepté pour les entreprises audiovisuelles où la désignation incombe au CSA, les présidents des entreprises publiques détenues directement par l'Etat sont nommés par le Président de la République, par décret simple ou par décret en conseil des ministres.

En fait, la visibilité du Parlement sur ce poste important de dépenses et de recettes demeure limitée. En tout état de cause, la performance de l'Etat actionnaire ne peut être valablement appréciée à travers les seuls programmes budgétaires correspondant à ce compte d'affectation spéciale, exclusivement centré sur les cessions et le désendettement.

Ce compte se caractérise, en outre, par un écart très important entre les prévisions de la loi de finances initiale et l'exécution budgétaire. Un tel décalage est présenté comme consubstantiel à la mécanique des opérations en capital, dont la mise en oeuvre est conditionnée par de nombreux éléments exogènes, mais il traduit aussi parfois le fait que des décisions ont été prises au dernier moment, pour des raisons de circonstances, notamment budgétaires, sans s'inscrire dans une stratégie prédéfinie.

Tableau n° 2 : Le compte d'affectation spéciale : prévision/ exécution

en M€		2002	2003	2004	2005	2006	2007
Prévision (PLF)		5 432	8 000	4 000	4 000	14 000	5 000
Exécution	recettes	6 126	2 532	5 586	10 032	17 180	
	dépenses	5 944	2 831	5 586	10 036	17 170	

Source : comptes de l'Etat

Tableau n° 3 : Les dépenses financées par le compte d'affectation spéciale

en M€	2002	2003	2004	2005	2006	Total 2002- 2006
Dépenses totales	5 944	2 831	5 586	10 036	17 170	41 567
Dont						
Caisse de la dette publique (CDP)		100			12 960	13 060
Fonds de réserve des retraites (FRR)	1 600					
Apports aux entreprises publiques	4 245	2 673	5 508	8 625	3 441	24 492
Apports aux entreprises publiques hors SOFARIS, AFITF et AII	4 245	2 673	4 928	2 845	3 441	18 132
Part des dépenses totales affectée au désendettement (apports aux entreprises publiques porteuses de dette et à la CDP)	61 %	55 %	39 %	9 %	95 %	59 %

Source : comptes de l'Etat

Depuis la loi de finances initiale pour 2007, le compte d'affectation spéciale recouvre deux programmes budgétaires, dont le directeur de l'Agence des participations de l'Etat est le responsable : le programme « opérations en capital intéressant les participations financières de l'Etat » (1,4 Md€ en 2007) et le programme « désendettement de l'Etat et d'établissements publics de l'Etat » (3,6 Md€).

Les projets et rapports annuels de performances (PAP et RAP) associés à ces deux programmes se veulent davantage conçus comme un outil d'évaluation de l'ensemble de l'action de l'Agence, dont les crédits de fonctionnement sont fondus dans le programme « stratégie financière de l'Etat » du budget général, que comme un instrument de cadrage de la gestion par l'Etat de ses participations financières. Trois objectifs y sont assignés à l'Agence : veiller à l'augmentation de la valeur des participations financières, assurer le succès des opérations de cession des participations financières, et contribuer au désendettement de l'Etat et d'administrations publiques (APU).

Néanmoins, les indicateurs qui rendent compte de la santé financière des entreprises ne recouvrent que très imparfaitement le champ des bénéficiaires du compte. Les indicateurs associés aux cessions permettent d'apprécier la maîtrise par l'Agence des opérations de mise sur le marché, mais non leur intérêt intrinsèque.

Parmi les trois objectifs inscrits dans le projet annuel de performances, la contribution au désendettement est largement prédominante. A défaut de constituer de véritables outils d'appréciation de la politique de l'Etat actionnaire, les projet et rapport de performances ont cependant le mérite de refléter une double réalité : la primauté donnée par l'Agence à la dimension de technique financière de son action ; la priorité qu'elle attribue aux cessions dans la stratégie suivie.

Pour les dotations en capital, les informations données au Parlement au moment de la discussion de la loi de finances demeurent sommaires. Si elles sont complétées, en cours d'année, par des communications de l'Agence aux commissions des finances des deux Assemblées, les éléments transmis passent cependant parfois sous silence les échanges entre le compte d'affectation spéciale et les structures de financement intermédiaires.

Tel a été le cas quand l'ERAP a reçu de l'Etat une avance de 1,75 Md€ fin 2004, à titre de « réserve » destinée à faire face à une éventuelle difficulté de financement de la Banque postale, en fait reversée au premier semestre 2005 sans avoir été utilisée. De même, en 2006, le Parlement n'a pas été davantage informé de la rétention, par Autoroutes

de France, d'un montant de 1,8 Md€ sur le produit de la cession de ses participations dans les sociétés d'autoroutes, conservé notamment pour pouvoir recapitaliser ultérieurement (0,9 Md€) la Société française du Tunnel routier du Fréjus (SFTRF) sans passer par le compte d'affectation spéciale.

L'impératif de transparence devrait pourtant obliger le ministère à énoncer clairement, à l'appui de la loi de finances, les objectifs assignés à la gestion des participations financières de l'Etat, et à rendre compte ensuite dans le détail de toutes les opérations significatives, notamment pour l'utilisation des produits de cession.

B - Une priorité implicite au désengagement

Les produits de cession ont connu une forte progression au cours des dernières années : les rentrées de 2005 (10 Md€) ont été quatre fois supérieures à celles de 2003 (2,5 Md€). L'année 2006 a été, de ce point de vue, encore plus exceptionnelle : les produits de cession ont dépassé 17 Md€, en raison des recettes de privatisation des sociétés d'autoroutes et de la vente de la participation acquise par l'Etat dans ALSTOM en 2004.

S'il est difficile d'apprécier les objectifs poursuivis par l'Etat actionnaire à partir des documents transmis au Parlement, l'examen de l'exécution budgétaire est parlant.

1 - Les cessions de titres ont assez souvent servi à financer des politiques normalement financées par le budget général

Durant la période 2002-2006, l'Agence s'est constamment efforcée de limiter le champ du compte d'affectation spéciale aux interventions de l'Etat actionnaire, et d'éviter les versements à caractère de subvention¹⁷. Elle a, sur ce fondement, combattu le plan de financement de la recherche présenté par le ministère de la recherche, qui préconisait un abondement de 10,6 Md€ sur la période 2006-2010 à partir du compte d'affectation spéciale.

Malgré tout, elle n'a pu éviter que les produits de cessions d'actifs soient parfois utilisés pour soutenir des politiques dont le financement n'avait pu être dégagé sur le budget général. A partir de la loi de finances de 2002, le compte a ainsi financé des investissements dans les fonds de

17) C'est-à-dire des contributions effectuées sans perspective de retour financier, du moins direct, contrairement à une mise de fonds d'actionnaire, qui se justifie par un retour attendu sur investissement.

capital investissement (au total 68 M€ sur l'ensemble de la période), qui reflétaient certes une volonté de développer le capital risque, mais sans lien avec les orientations données à la politique de l'Etat actionnaire. Dans la loi de finances pour 2004 sont apparues des dotations en capital destinées aux fondations reconnues d'utilité publique du secteur de la recherche (76 M€ en 2004 et 2005). Enfin, en 2005, les dotations à l'Agence de financement des infrastructures de transports de France (AFITF ; 4 Md€), l'Agence de l'innovation industrielle (1,7 Md€), et à l'Agence nationale de la recherche (1,3 Md€) s'inscrivaient dans des politiques publiques dont l'objet majeur n'est pas la valorisation du patrimoine de l'Etat.

Avec l'attribution de 4 Md€ à l'Agence de financement des infrastructures de transport de France (AFITF), présentée comme une anticipation du reversement d'une part du produit de la privatisation des sociétés d'autoroutes alloué à titre de compensation de la fin de l'affectation de leurs dividendes, et la « réserve » de 1,8 Md€ conservée par Autoroutes de France, ce sont près de 40 % du produit de la cession des sociétés d'autoroutes (5,8 Md€ sur 14,8 Md€) qui ont été utilisés en dehors du champ du compte d'affectation spéciale.

2 - Les recettes de cessions ont été principalement consacrées à l'apurement des déficits passés

Jusqu'en 2006, la contribution des cessions d'actifs à la réduction de la dette publique a été indirecte, à travers les dotations répétées du compte d'affectation spéciale à des entreprises porteuses de passifs lourds : Réseau ferré de France (RFF) jusqu'à ce qu'en 2003, ces dotations, requalifiées en subventions par EUROSTAT, soient remplacées par des subventions du budget général, EMC jusqu'à sa dissolution en 2005, Charbonnages de France jusqu'à la reprise de sa dette par l'Etat, et d'autres structures de financement telles que l'EPFR, chargé de financer la défaisance du Crédit Lyonnais¹⁸.

A partir de 2006, l'apurement des déficits passés a constitué le principal emploi direct des recettes de cession de titres, via la Caisse de la dette publique.

En 2006, les dotations en capital consenties aux entités porteuses de dette et à la Caisse de la dette publique ont représenté 95 % des dépenses du compte d'affectation spéciale.

18) Voir, dans le présent rapport (pages 63 et suivantes), l'insertion consacrée aux défaisances.

Le programme de stabilité 2007-2009 présente les cessions d'actifs non stratégiques comme un des piliers de la stratégie de désendettement pluriannuelle, qui doit permettre à la dette publique de revenir sous le seuil de 60 % du PIB à l'horizon 2010. Le gouvernement a fixé pour la première fois un objectif chiffré de cessions annuelles, compris entre 5 et 10 Md€, objectif repris dans le programme 2008-2010.

En 2007, l'Etat a utilisé le reliquat des recettes de privatisation des sociétés d'autoroutes pour régler, via la Caisse de la dette publique et l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (ACOSS), un montant de 5,1 Md€ de dettes de l'Etat à l'égard des caisses nationales du régime général de sécurité sociale.

3 - Les investissements effectués à partir des recettes de cessions ont été l'exception

Le financement de la croissance des entreprises publiques à partir du compte d'affectation spéciale constitue l'exception : en additionnant les versements effectués au profit de DCN (628 M€ sur la période) et les dotations effectuées au profit du LFB¹⁹(25 M€), les investissements productifs de l'Etat atteignent moins de 0,7 Md€, alors que les recettes tirées des cessions de titres dépassent 41 Md€ sur la période 2002-2006. Hors ces cas, l'ouverture de capital, et donc la dilution, sont les seuls instruments utilisés par l'Etat pour accompagner le développement des entreprises publiques.

La contribution de l'Etat au sauvetage d'ALSTOM (prise de participation de 715 M€, puis revente avec une plus-value de 1,3 Md€, une fois la situation financière de l'entreprise rétablie) constitue un cas atypique d'investissement effectué à partir du compte d'affectation spéciale pour sauver une ancienne entreprise publique privatisée. Par sa finalité, cette opération n'est pas sans rappeler la contribution de l'Etat, via l'ERAP, à la recapitalisation de France Télécom effectuée en 2002. L'Etat actionnaire a donc pu, dans des cas exceptionnels, jouer un rôle dans le sauvetage de grandes entreprises françaises menacées de faillite.

Au total, la création de l'Agence ne s'est pas accompagnée d'une utilisation plus dynamique du compte d'affectation spéciale pour soutenir le développement des entreprises dont l'Etat est actionnaire. En dehors de la contribution au désendettement de l'Etat, la finalité implicite de sa gestion est moins axée sur la création de valeur que sur l'optimisation financière de la contraction du secteur public productif et sur la restructuration progressive des services publics dont la privatisation n'est pas envisagée.

19) Laboratoire français de fractionnement et de biologie

C - L'absence d'approche actif/passif

La pertinence de l'objectif de désendettement de l'Etat n'empêche pas que la prise en compte de ce seul critère puisse conduire à des choix non optimaux.

Sur le plan financier, une cession n'a de justification que si le marché valorise cet actif à un prix supérieur aux gains (dividendes et plus-values) que l'Etat peut espérer tirer de sa détention. La cession ne présente donc d'intérêt financier pour l'Etat que s'il parvient à capter une partie de la création de valeur attendue de la privatisation. Si tel n'est pas le cas, il est aussi intéressant pour lui de conserver dans son patrimoine un actif dont le rendement est suffisamment pérenne pour couvrir ses engagements de long terme, au premier rang desquels les engagements de retraite.

L'impact des cessions sur les dividendes reçus par l'Etat doit donc aussi être pris en compte. Il doit d'autant plus l'être que, si les cessions d'actifs contribuent à limiter la progression de la dette publique, elles ont pour contrepartie la diminution d'une source de recettes dynamiques et récurrentes pour l'Etat : les entreprises les plus contributrices en termes de dividendes sont également celles qui sont le plus susceptibles de faire l'objet de cessions d'actifs commandées par la politique de désendettement.

Si l'amélioration des résultats des entreprises publiques au cours des dernières années, couplée avec le volontarisme revendiqué par l'Agence en matière de perception de dividendes, a jusqu'à présent contrarié ce mouvement, la poursuite de la contraction du secteur public aura inévitablement des effets à court ou moyen terme sur les dividendes touchés par l'Etat et un impact significatif sur ses recettes globales²⁰.

L'affectation, en 2002, au Fonds de réserve des retraites (FRR) de certaines recettes de privatisation laissait présager que l'Etat s'inscrivait désormais dans une approche actif/passif, mais elle est restée sans suite. Le FRR n'a reçu jusqu'à présent que 1,6 Md€ du compte d'affectation spéciale, provenant de la cession du Crédit Lyonnais et de l'ouverture du capital d'Autoroutes du Sud de la France (ASF)²¹.

20) Voir le rapport de la Cour sur la situation et les perspectives des finances publiques (juin 2007).

21) En 2001-2002, la perte des recettes attendues de l'attribution des licences UMTS, qui devaient notamment alimenter le FRR, a conduit l'Etat à mettre sur le marché 49 % du capital d'Autoroutes du Sud de la France (ASF).

D - Une faible capacité d'anticipation

L'élargissement progressif du capital des entreprises publiques à des actionnaires privés peut, certes, refléter une volonté d'acclimatation, considérée comme le préalable indispensable à une privatisation ultérieure. Cependant, l'absence de ligne stratégique clairement établie n'a pas toujours permis de préparer dans les meilleures conditions les enjeux des transferts, partiels ou intégraux, au secteur privé.

1 - L'Etat actionnaire anticipe mal l'évolution du capital une fois l'entrée en Bourse réalisée

Dans les cas d'Air France et de SNECMA, l'ouverture de leur capital a rapidement été suivie d'une fusion avec un partenaire privé, sans qu'ait été anticipée la dilution supplémentaire de la participation restante de l'Etat.

Pour l'ancien monopole France Télécom, les ouvertures du capital et à la concurrence sont allées de pair, mais, sous les effets conjugués de la contrainte budgétaire et des besoins de capitaux de l'entreprise, la participation de l'Etat n'est pas demeurée durablement majoritaire. Dans un contexte différent, marqué par la prédominance d'impératifs industriels, la fusion de Gaz de France avec Suez va conduire également l'Etat à une position d'actionnaire minoritaire.

L'Etat peut aussi avoir des difficultés à contrer les ambitions de certains actionnaires minoritaires.

Ayant mis, en 2002, 49 % du capital des Autoroutes du Sud de la France (ASF) sur le marché, l'Etat n'a pu s'opposer à la montée de Vinci au capital d'ASF qu'en signant, le 24 novembre 2004, un pacte d'actionnaires conduisant Vinci à interrompre ses acquisitions de titres au niveau atteint de 23% en contrepartie de l'octroi d'une représentation au conseil d'administration de la société. Pour autant, comme il le stipulait, ce pacte a cessé de s'appliquer lorsque l'Etat est revenu sur sa décision de ne pas privatiser les sociétés d'autoroutes. Lors de la privatisation des sociétés d'autoroutes en la présence de Vinci au capital d'ASF a manifestement dissuadé d'autres, acquéreurs potentiels de se porter candidats à l'appel d'offres. La très forte croissance du cours de l'action Vinci (+ 140 %) entre avril 2002 (première cotation de l'action ASF après l'arrivée de Vinci à son capital) et novembre 2006 (retrait de cote de l'action ASF à la suite de la prise de contrôle par Vinci) témoigne notamment, selon toute vraisemblance, de la perception par le marché que l'acquisition d'ASF s'est faite à un prix avantageux. Il aurait été

préférable de déclarer infructueux l'appel d'offres et de procéder à une nouvelle mise aux enchères, comme ce fut le cas, en 2002, pour la cession de la participation résiduelle de l'Etat dans le Crédit Lyonnais.

2 - La protection du consommateur a été mal assurée face aux nouvelles sociétés privées concessionnaires d'autoroutes

A l'occasion de la privatisation des sociétés d'autoroutes, l'Etat n'a pas pris la précaution d'adapter les formules tarifaires au nouveau statut privé des entreprises. Il a ainsi omis de se doter d'un instrument qui lui aurait permis de protéger les intérêts du consommateur après la cession²².

3 - L'Etat peine à tirer parti de sa position désormais fréquente d'actionnaire minoritaire

Dans sa position, de plus en plus fréquente, d'actionnaire minoritaire, l'Etat peut influencer à des degrés divers sur la stratégie de l'entreprise.

Lorsque sa participation est comprise entre 30 et 40 %, son influence demeure déterminante, surtout si son poids est important par rapport au « flottant », ce qui est le cas aujourd'hui, par exemple, pour Thalès.

Lorsque la part de l'Etat au capital passe en dessous de 30 % - par exemple, pour Air France-KLM (18,3 %), Renault (15,6 %) ou France Télécom (27 %) -, il perd la maîtrise des décisions du conseil d'administration. En tant qu'actionnaire de référence, il devrait néanmoins constituer un interlocuteur incontournable pour toute opération de restructuration du capital des entreprises considérées.

Il ne lui est cependant pas toujours possible de tirer parti de cette position, ses marges de manœuvre étant, par certains aspects, plus limitées que celles des actionnaires privés.

Dans le cas d'EADS, dont l'Etat détient 15,04 % par le truchement de la SOGEP (100 % Etat) et de SOGEADE SCA (54,55 % SOGEP, 45,45 % Lagardère SCA via la holding Desirade SAS²³), le dispositif de gouvernance, élaboré dans un cadre bi-national, a été avant tout conçu pour rendre la présence de l'Etat français acceptable pour le partenaire industriel allemand. Il s'est révélé gravement défaillant et devra être

22) Ce point est examiné dans le chapitre I (pages 237 et suivantes) du présent rapport, consacré aux péages autoroutiers.

23) Répartition du capital à fin juin 2007. L'Etat détient également en direct 0,06 % du capital d'EADS.

modifié rapidement. Les représentants de l'Agence des participations de l'Etat étaient dans l'incapacité au premier semestre 2007 d'exercer un contrôle effectif des comptes et des perspectives de la société, en dépit de son intérêt stratégique pour l'Etat. Cette situation est d'autant plus paradoxale que les autorités politiques ont toujours été très présentes au plus haut niveau dans les modalités effectives du choix des dirigeants, ainsi que lors des consultations concernant l'évolution du capital d'EADS.

Dans le cas d'Air France-KLM, l'Etat, avec 18,6 % du capital, reste néanmoins le premier actionnaire du groupe et participe à toutes les instances de gouvernance. Ses objectifs et sa présence en tant qu'actionnaire de référence apparaissent pourtant en retrait par rapport à ceux d'un actionnaire privé disposant d'une participation de ce niveau.

D'une manière générale, alors que le pourcentage de détention par l'Etat des participations publiques continue de diminuer, il est indispensable que l'administration chargée de défendre les intérêts de l'Etat actionnaire soit munie d'une doctrine claire sur les objectifs, la gestion et le contrôle des participations minoritaires.

E - Les spécificités des monopoles naturels

La privatisation de monopoles remis en cause par l'évolution technologique (télécommunications) ou uniquement justifiés par une protection juridique (tabac) ne pose pas de difficulté particulière. En revanche, la privatisation de monopoles ou quasi-monopoles naturels (transport ou énergie) appelle une réflexion économique et un mode opératoire adaptés.

En pareil cas, l'Etat devrait notamment s'efforcer de tenir compte de la différence de perception d'horizon temporel entre le marché et la puissance publique. Cette dernière est responsable à long terme de la mise en service et de l'entretien d'infrastructures (autoroutes, voies ferrées, canaux, aéroports, lignes à haute tension ou gazoducs, par exemple) qui ont en général une durée de vie longue, pouvant aller jusqu'à 100 ans. Pour sa part, le marché ne sait guère valoriser, avec les taux d'actualisation qu'il pratique, qu'une période de l'ordre d'une quinzaine d'années.

Ainsi, pour protéger les intérêts patrimoniaux de l'Etat, convient-il de prendre certaines précautions, notamment :

- limiter la vente à l'usufruit du monopole que constitue une infrastructure et donc ne pas céder sa pleine propriété : cette première condition était remplie pour la privatisation des sociétés d'autoroutes, puisque l'Etat demeure propriétaire du réseau et n'a vendu qu'une concession d'exploitation pour vingt cinq ans environ ;

- vendre des concessions d'une durée n'excédant pas l'horizon des marchés, ce qui, en revanche, n'a pas été fait pour la privatisation des sociétés d'autoroutes : l'intérêt patrimonial de l'Etat n'est respecté que s'il sait vendre à sa juste valeur l'ensemble de la période pour laquelle il cède l'usufruit ;

- prévenir simultanément l'apparition d'une rente tarifaire en adaptant le cadre réglementaire et contractuel, ce qui n'a pas été non plus le cas pour la privatisation des sociétés d'autoroutes.

IV - Des cessions au bilan parfois discutables

Le succès boursier de certaines cessions, avec parfois des hausses pérennes considérables des titres après leur introduction – par exemple, la valeur de l'action ADP a doublé en moins d'un an -, justifie de s'interroger sur le bilan patrimonial de telles opérations pour l'Etat actionnaire.

La procédure de préparation suivie, formalisée et impliquant de nombreux acteurs (management de l'entreprise, banques conseils, Agence des participations de l'Etat, ministères techniques, commission des participations et des transferts), apporte des garanties, mais celles-ci ont leurs limites.

A - Le coût des cessions

1 - Les commissions perçues par les banques

Jusqu'en 2003, les prestations de conseil et de placement des titres étaient confiées à un seul intervenant par opération, au risque de mettre les banques en situation de conflit d'intérêts. La dissociation, effectuée depuis lors, entre le choix de la banque conseil et la désignation d'un chef de file pour le placement, est assurément plus saine.

Les commissions de placement sont actuellement calculées en pourcentage du produit de cession. L'instauration d'un système progressif de primes de succès croissantes par tranches de prix de cession garantirait mieux les intérêts patrimoniaux de l'Etat.

2 - Les avantages consentis aux salariés

Conformément aux dispositions de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations, des actions sont proposées aux salariés à des conditions préférentielles (souvent, décote de 20 %, distribution d'actions gratuites, facilités de paiement).

Ces offres réservées visent notamment à améliorer l'acceptabilité des opérations de transfert au secteur privé. Si elles peuvent contribuer à la valorisation de l'entreprise (la fidélisation du personnel est un élément apprécié de certains investisseurs), elle n'en ont pas moins un coût pour la collectivité, supporté, pour l'essentiel, par l'Etat actionnaire.

Dans le cas de la privatisation d'Air France, les offres réservées ont ajouté leurs effets à certains dispositifs spécifiques, tels que les possibilités d'échange de salaire contre actions (plus importantes que les offres réservées aux salariés), au point de faire aujourd'hui de l'actionnariat salarié une des composantes majeures du capital du groupe Air France-KLM (13 % du capital à l'issue de l'offre publique d'échange).

Lors de l'introduction en Bourse d'EDF, le coût pour l'Etat des avantages consentis aux salariés, à la fois en termes de trésorerie et de manque à gagner, est évalué à environ 550 M€

Il importe que le coût de ces mesures soit bien pesé lors de la préparation des cessions.

3 - Soutles, garanties et autres engagements hors bilan

Certaines opérations en capital (croissance externe, sauvetage d'entreprises en difficulté) donnent lieu à l'octroi de garanties de passif dont le coût potentiel est par définition difficile à évaluer.

Depuis l'ouverture en capital d'EDF et Gaz de France, entreprises porteuses jusque-là de passifs sociaux importants, la charge pour la collectivité d'une partie de leurs engagements de retraite, auparavant incluse dans les tarifs, est financée au moyen d'une taxe sur les usagers, la contribution tarifaire d'acheminement (CTA), en complément des soutles versées par les entreprises.

B - La fixation des prix de cession

1 - Les garanties offertes par les lois de privatisation

La commission des participations et des transferts (CPT), créée par la loi du 6 août 1986, joue un rôle central dans la fixation du prix des cessions. Le prix arrêté par le ministre chargé de l'économie ne peut, en effet, être inférieur à l'évaluation de la commission. Pour les cessions hors marché, le ministre de l'économie arrête le choix du ou des acquéreurs, ainsi que les conditions de la cession, sur avis conforme de la commission²⁴. Dans tous les cas, l'avis rendu par la commission conditionne donc étroitement la faisabilité d'une opération de cession.

L'absence de moyens d'études propres (ni rapporteur général ni rapporteurs spécialisés) limite cependant la capacité de la commission à émettre des critiques sur les valorisations. Le fait qu'elle soit, par voie de conséquence, rendue tributaire de l'Agence des participations de l'Etat, dont elle doit contrôler les diligences, appelle une modification du dispositif actuel.

2 - Débat sur les hypothèses de valorisation

Ni le recours aux méthodes habituelles d'évaluation, ni les garanties offertes par l'intervention de la commission des participations et des transferts ne suffisent à écarter tout débat sur le bilan patrimonial de certaines opérations.

En faisant appel à une seule banque conseil pour les trois opérations d'ouverture de capital des sociétés d'autoroutes, l'Etat s'est privé de disposer de plusieurs avis, indépendants de ceux fournis par les conseils des entreprises. Par ailleurs, l'évaluation de ces sociétés a été rendue difficile par le terme lointain des concessions accordées par l'Etat, et par la nature des revenus tirés des péages, assimilables en partie à une rente. Alors que les hypothèses de taux d'actualisation ont été, de ce fait, les premiers déterminants de la valeur des sociétés, le choix d'un taux d'actualisation excessivement élevé²⁵ a interdit à l'Etat de valoriser toute la durée des concessions cédées, et donc de tirer tout le bénéfice patrimonial possible de la privatisation.

24) Exigence introduite en 1993.

25) Pour les trois groupes ASF, APRR et SANEF, les taux d'actualisation retenus par l'Agence des participations de l'Etat se sont situés entre 7,05 % et 7,13 % pour les premières ouvertures de capital, intervenues entre 2002 (ASF), 2004 (APRR) et 2005 (SANEF) et entre 5,93 % et 6,35 % pour les privatisations de 2006.

La marge d'incertitude inhérente à toute valorisation est par ailleurs plus importante dans le cas des cessions ou ouvertures de capital par échange ou apport de titres. Tel a été le cas de la fusion Air France-KLM, qui a pris la forme d'une offre publique d'échange, sur la base d'une parité négociée par les deux équipes dirigeantes.

3 - Un manque de réactivité face aux signaux du marché

Lorsqu'il a mis sur le marché 36 % du capital de la SANEF en mars 2005,²⁶ l'Etat a appliqué une décote de 12 % par rapport aux évaluations des analystes, alors que la demande exprimée était très forte et aurait, au contraire, justifié un relèvement du prix, sans craindre de se placer sensiblement au-dessus du prix plancher fixé par la commission des participations et des transferts.

C - Neutralité patrimoniale et optimisation des intérêts publics

Si l'avis de la commission des participations et des transferts est supposé garantir la neutralité patrimoniale des cessions, aucune instance n'est, en revanche, chargée d'apprécier dans quelle mesure les conditions de l'ouverture de capital ou du transfert au secteur privé sont les plus favorables aux intérêts de la collectivité.

1 - Les conditions de privatisation ne sont pas toujours optimales

La commission des participations et des transferts n'ayant pas pour mission d'apprécier l'opportunité des projets de cessions, ni celle de leurs dates, il ne lui appartient pas davantage d'envisager des schémas alternatifs qui permettraient, le cas échéant, de maximiser les intérêts de la collectivité publique.

Certes, l'Agence et la commission veillent à ne pas réaliser d'opération lorsque les conditions de marché apparaissent trop dégradées pour assurer la correcte prise en compte de la valeur intrinsèque des entreprises. L'ouverture de capital de la SNECMA a ainsi été ajournée une première fois en raison des conditions de marché prévalant à l'automne 2001.

26) Juste avant la privatisation, la demande des investisseurs institutionnels représentait, en haut de la fourchette de prix, respectivement 7,5 fois le montant du placement qui leur était garanti dans le cas d'APRR et 5,1 fois dans le cas de la SANEF.

Le calendrier choisi par le gouvernement peut cependant ne pas être le plus propice, alors même que les marchés sont prêts à accueillir favorablement l'opération. Dans le cas des sociétés d'autoroutes, il aurait été préférable de poursuivre leur désendettement, permis par l'amortissement progressif de leurs emprunts, avant de les mettre sur le marché.

Pour l'offre publique d'échange Air France-KLM, assortie d'une prime supérieure pour les actionnaires de KLM, il n'entraîne pas dans le mandat de la commission de s'interroger sur la valorisation des synergies ni sur leur répartition entre partenaires français et néerlandais.

Ce dernier exemple montre que les procédures de privatisation prévues par les lois du 6 août 1986 et du 19 juillet 1993 ne sont pas bien adaptées à des opérations plus complexes que la cession en numéraire de titres de sociétés qui n'ont pas encore été mises sur le marché et cotées.

2 - L'Etat doit mieux valoriser l'abandon de sa position dominante au sein des entreprises publiques

L'Etat a des difficultés à tirer un bénéfice patrimonial de l'abandon d'un bloc de contrôle lors d'une cession en faveur d'un partenaire privé. Les désengagements effectués de manière progressive ne favorisent pas non plus la maximisation des intérêts financiers liés à la privatisation : la prime de contrôle est diluée au fur et à mesure des cessions effectuées sur les marchés, sans être pleinement valorisée.

V - La gouvernance de l'Etat actionnaire

A - L'absence de pilotage d'ensemble

1 - Le collège des tutelles

Alors que l'Agence des participations de l'Etat a pour mission première la défense des intérêts patrimoniaux de l'Etat, la direction du budget s'attachant pour sa part à la défense des intérêts budgétaires, les ministères et directions techniques inscrivent leur action dans le cadre plus large des politiques publiques sectorielles.

L'appellation de collège des tutelles parfois utilisée pour désigner les tutelles financière, budgétaire et technique ne doit pas faire illusion : aucune instance n'est chargée de faire la synthèse de ces différentes préoccupations. Le « comité de direction de l'Etat actionnaire », prévu

par le décret constitutif de l'Agence, devait institutionnaliser le dialogue entre les ministères concernés par la gestion des entreprises publiques. Présidé par le ministre de l'économie et des finances, et donc dépourvu de la capacité d'arbitrage qu'aurait pu lui conférer un rattachement au premier ministre, ce comité de direction de l'Etat actionnaire ne s'est jamais réuni.

La coordination des positions avant les conseils d'administration prend des formes diverses selon les secteurs (réunions organisées par la mission de contrôle économique et financier pour la SNCF et la RATP, par le sous-directeur compétent du ministère des transports pour RFF, par l'Agence pour les grandes entreprises industrielles suivies par le ministère de l'industrie, par le ministère de la culture pour l'audiovisuel).

La désignation systématique et formalisée d'un chef de file parmi les administrateurs représentant l'Etat introduirait plus de clarté dans le dispositif. En tout état de cause, la multiplicité et le caractère parfois contradictoire des intérêts de l'Etat se traduisent par une tutelle multiple, trop souvent incapable, en l'absence d'arbitrage interministériel, d'exprimer une position cohérente au sein des conseils d'administration.

2 - Le rôle des commissaires du gouvernement

Dans les entreprises publiques où ils subsistent, les commissaires du gouvernement siègent, sans voix délibérative, au conseil d'administration, en tant que porte-parole de la tutelle technique. Leur existence, exorbitante du droit commun, est fondée sur les statuts particuliers des différentes entreprises publiques, auxquels s'adjoignent pour les entreprises du secteur de l'armement les dispositions relatives au contrôle des marchés de matériel militaire²⁷.

Au cours de la période 2002-2005, la fonction de commissaire du gouvernement a disparu dans les grandes entreprises dépendant du ministère des finances, de l'économie et de l'industrie, à l'occasion de leur privatisation ou de leur entrée en Bourse. Pour Air France et pour France Télécom, la fonction de commissaire du gouvernement a été maintenue jusqu'à leur privatisation. Bien que l'Etat y soit majoritaire, ni EDF ni Gaz de France ne comptaient en revanche de commissaire du gouvernement au sein de leur conseil d'administration à la fin 2005.

27) La présence d'un commissaire du gouvernement y est fondée sur les dispositions législatives relatives au contrôle des marchés de matériel militaire (articles L. 2333-3 et suivants du Code de la défense).

Les fonctions de commissaire du gouvernement ont trouvé une nouvelle faveur avec l'avancée du processus de privatisation, mais sans qu'un pouvoir effectif leur soit attribué. La loi relative au secteur de l'énergie du 7 décembre 2006 prévoit ainsi la désignation d'un commissaire du gouvernement chargé de participer, avec voix consultative, au conseil d'administration de Gaz de France, dans le cadre d'un dispositif, comportant également la création d'une « action spécifique », destiné à permettre un contrôle stratégique de l'Etat sur le nouveau groupe issu de la fusion entre Gaz de France et Suez.

Il est tout à fait légitime que la parole de l'Etat régulateur, client ou promoteur d'une politique industrielle, soit portée auprès des dirigeants de l'entreprise par un fonctionnaire de haut rang, le cas échéant directeur d'administration centrale. Il est, en revanche, moins certain que cette parole doive s'exprimer dans l'enceinte du conseil d'administration, dont, en tout état de cause, l'Etat nomme les administrateurs qui le représentent.

Aujourd'hui, hors le cas des entreprises concernées par le contrôle des marchés de matériels militaires, le système des commissaires du gouvernement ne se justifie que pour la protection d'intérêts stratégiques dans des entreprises désormais privatisées ou en voie de l'être.

3 - Les rôles respectifs de l'Etat et de la Caisse des dépôts

Alors que l'Etat actionnaire, incarné par l'Agence des participations de l'Etat, mène à bien une politique de désengagement progressif du secteur concurrentiel, la Caisse des dépôts et consignations se positionne en actionnaire de long terme de grandes entreprises du CAC 40 et a affirmé, dans la période récente, sa volonté de développer ce rôle.

Arguant de son statut sui generis, qui la place sous la « surveillance spéciale » du Parlement, la Caisse se défend de jouer le rôle de bras armé de l'Etat. La gouvernance de la Caisse limite, au demeurant, le pouvoir de la direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE), qui, via une sous-direction extérieure à l'Agence des participations de l'Etat, représente l'Etat à la commission de surveillance de la Caisse. En particulier, si cette sous-direction a connaissance des grandes lignes directrices de la stratégie de portefeuille de la Caisse, elle n'est informée qu'a posteriori des investissements réalisés, contrairement à ce qui était le cas jusqu'en 2002.

Coexiste ainsi, avec l'Etat actionnaire, essentiellement impécunieux, représenté par l'Agence des participations de l'Etat, une autre incarnation de l'Etat, celui-là investisseur institutionnel public, présent au capital de plusieurs sociétés du CAC 40, et tous deux détiennent parfois des participations dans de mêmes entreprises. Indépendamment même des problèmes qui ont pu apparaître dans certaines opérations particulières, une réflexion s'impose sur le partage des rôles et des disponibilités financières entre l'Etat d'une part, et la Caisse des dépôts et consignations d'autre part.

B - La nécessité de renforcer l'instruction des arbitrages politiques

1 - Les décisions stratégiques sont prises à l'occasion d'arbitrages politiques ponctuels

Les considérations autres que patrimoniales sont intégrées dans la politique de l'Etat actionnaire en fonction d'arbitrages ponctuels, dans lesquels interviennent les différents pôles de l'exécutif, sans véritable cohérence d'ensemble.

La création de l'Agence n'a, sur ce point, que peu amélioré la situation antérieure. La prééminence de l'Agence n'est, en effet, clairement reconnue par les autres directions et ministères que pour les questions financières. Elle a elle-même une conception volontairement restrictive de sa mission : alors que son décret constitutif la charge d'exercer « la mission de l'Etat actionnaire » vis-à-vis des entreprises et participations publiques, « en tenant compte des intérêts patrimoniaux de l'Etat », ses prises de position sont toujours centrées sur la valorisation patrimoniale de ce portefeuille.

2 - Un mécanisme décisionnel opaque

Lorsque les arbitrages remontent à l'échelon politique, il est très difficile de retracer les étapes d'un mécanisme décisionnel qui fait principalement intervenir les cabinets ministériels. Si les notes adressées par les directions d'administration centrale aux ministres permettent de garder la mémoire des arguments avancés par les services, les comptes rendus des arbitrages rendus au niveau supérieur ne sont nullement systématiques et, quand ils existent, ils sont rarement explicites sur les positions en présence et les motivations de la décision retenue.

Si les opérations de marché doivent être préparées dans la plus grande confidentialité, ce défaut de formalisation et de traçabilité constitue une anomalie du processus décisionnel.

Il manque à la gouvernance de l'Etat actionnaire l'équivalent des comités stratégiques aujourd'hui de rigueur dans la plupart des grandes sociétés cotées.

La note sur les perspectives de cession des actions EADS adressée par l'Agence des participations de l'Etat au ministre de l'économie et des finances le 20 janvier 2006 est à cet égard éclairante. L'Agence y fait la démonstration de l'intérêt que pourrait avoir l'Etat actionnaire à céder une partie de sa participation en même temps que les actionnaires industriels allemand et français. A aucun moment ne sont évoquées les considérations stratégiques qui ont pu, au contraire, commander à l'Etat de maintenir cette participation dans l'entreprise aéronautique. En l'espèce, l'Agence s'en est tenue à une approche strictement patrimoniale, donc résolument partielle au regard des intérêts stratégiques de l'Etat actionnaire. Si la proposition de l'Agence n'a pas été ensuite suivie, c'est dans le cadre d'un processus d'arbitrage ministériel et interministériel de traitement du dossier EADS dont la traçabilité s'est révélée particulièrement défectueuse.

3 - Mieux préparer les arbitrages sur la politique de l'Etat actionnaire

La réforme de 2004 a permis d'introduire plus de professionnalisme dans le suivi financier des participations publiques. Mais elle laisse insatisfaite la nécessité de mieux organiser la confrontation des préoccupations patrimoniales et des autres préoccupations stratégiques de l'Etat actionnaire, qui peuvent justifier le maintien d'une présence publique dans certains secteurs de l'économie.

Indépendamment de la mission de valorisation patrimoniale confiée à l'Agence des participations de l'Etat, un véritable pilotage stratégique global des participations de l'Etat, à l'échelon de l'administration, continue à faire défaut. Par nature, il devrait avoir une portée interministérielle. Différentes modalités sont envisageables, ne conduisant pas nécessairement à la création de nouvelles structures.

Chargé de préparer les arbitrages politiques, ce pilotage pourrait également avoir pour finalité, au-delà des décisions ponctuelles, de conduire la réflexion sur l'avenir de l'Etat actionnaire et sur les moyens qui lui sont affectés.

CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS

La Cour identifie aujourd'hui plusieurs axes de progrès pour la gestion de l'Etat actionnaire :

- 1. progresser dans le sens d'une consolidation des comptes de l'Etat, étendue aux participations de l'Etat actionnaire ;*
 - 2. améliorer la gouvernance des entreprises dont l'Etat est actionnaire, en généralisant les comités d'audit, de stratégie et de rémunération, et en formalisant la procédure de sélection des dirigeants ;*
 - 3. expliciter davantage dans les documents budgétaires les objectifs poursuivis par l'Etat actionnaire ;*
 - 4. éviter que le recours aux structures de financement intermédiaire n'opacifie la gestion des participations de l'Etat, en supprimant ADF, et en rendant plus transparentes les relations entre le compte d'affectation spéciale et l'ERAP ;*
 - 5. favoriser la prise en compte des considérations actif/passif, et apprécier les cessions de titres en fonction des bénéfices attendus du passage à une gestion privée, et non en fonction du seul critère de la réduction de l'endettement brut de l'Etat ;*
 - 6. pour les monopoles naturels, limiter la privatisation à l'usufruit ;*
 - 7. renforcer les diligences de la Commission des participations et des transferts dans le cas des opérations complexes telles que les fusions débouchant sur des privatisations, et la doter de moyens d'étude propres ;*
 - 8. supprimer les commissaires du gouvernement siégeant actuellement au conseil d'administration des entreprises publiques, hors le cas des entreprises concernées par les marchés de matériel militaire ou en voie de privatisation ;*
 - 9. mettre en place les moyens permettant un pilotage global des participations de l'Etat, de faire la synthèse des considérations patrimoniales et des intérêts sectoriels défendus par les ministères et les directions techniques, et de préparer dans les meilleures conditions les arbitrages politiques ;*
 - 10. engager une réflexion sur les objectifs, la gestion et le contrôle des participations minoritaires de l'Etat dans les secteurs considérés comme stratégiques.*
-

**RÉPONSE DE LA MINISTRE DE L'ÉCONOMIE, DES FINANCES
ET DE L'EMPLOI**

L'insertion au rapport public intitulée « l'Etat actionnaire : apports et limites de l'Agence des Participations de l'Etat » vise à dresser un bilan de l'exercice des missions de l'Etat actionnaire par l'Agence des Participations de l'Etat (APE) depuis sa création en 2004.

Le ministère de l'Economie, des Finances et de l'Emploi (ci-après « MINEFE ») partage dans les grandes lignes un certain nombre d'observations formulées par la Cour des Comptes dans cette insertion, notamment en ce qui concerne les progrès réalisés dans la gestion des entreprises à participation publique de son périmètre (ci-après, par extension de langage, « entreprises publiques ») et leur suivi par l'Etat depuis 2004. En effet, la création de l'APE a permis d'identifier clairement au sein de l'Etat la fonction d'actionnaire, et de professionnaliser davantage cette mission. Les intérêts patrimoniaux de l'Etat sont désormais mieux pris en compte dans la décision publique : l'objectif prioritaire de l'APE est en effet d'accroître la valeur des entreprises entrant dans son périmètre de compétence et donc in fine de créer de la valeur pour l'Etat-actionnaire. Par son action, l'APE a en outre fortement contribué à généraliser les bonnes pratiques en matière de gouvernance au sein des entreprises du secteur public, et incarne aujourd'hui un actionnaire à la fois vigilant et réactif, très présent aux côtés des entreprises pour accompagner et favoriser leur développement. L'action de l'APE s'est traduite par une amélioration de la gestion des entreprises entrant dans son périmètre de compétences, dont les performances opérationnelles ont sensiblement progressé et dont la structure financière s'est significativement assainie au cours des dernières années, comme en attestent les données des comptes combinés du secteur public, et la progression de la valeur boursière du portefeuille (qui était de l'ordre de 40 Mds€ en septembre 2004 et a dépassé les 200 Mds€ fin octobre 2007). L'APE a enfin développé un savoir-faire technique reconnu sur la place en matière d'opérations sur le capital des entreprises, dont elle analyse au préalable l'opportunité sur le plan patrimonial et qu'elle a la charge de mener, au mieux des intérêts de l'Etat, une fois qu'elles ont été décidées par le gouvernement.

Le MINEFE ne partage pas, en revanche, la vision donnée par la Cour des Comptes du rôle de l'Etat actionnaire. Cette vision apparaît parfois trop réductrice, lorsque la Cour des Comptes estime que la stratégie de l'APE est essentiellement axée sur les opérations de cession qui ne représentent pourtant qu'une part très limitée de ses missions. Elle apparaît au contraire excessivement large, lorsque la Cour des Comptes appelle de ses vœux une « évolution de la gouvernance de l'Etat actionnaire » permettant à celui-ci de réaliser la synthèse entre les considérations

patrimoniales et les « intérêts sectoriels défendus par les ministères et les directions techniques » : cette prérogative relève en effet clairement du gouvernement, qui dispose de la légitimité politique nécessaire pour arbitrer entre des objectifs potentiellement divergents.

Par ailleurs, l'objectif de défense des intérêts patrimoniaux de l'Etat actionnaire dans le cadre des opérations sur le capital des entreprises ne se limite pas, comme l'indique la Cour des Comptes, à la poursuite d'intérêts purement « financiers », mais prend largement en considération les dimensions stratégiques et industrielles, dans une perspective de création de valeur à long terme, comme le montrent de nombreuses opérations menées au cours des dernières années pour accompagner les projets stratégiques et industriels d'entreprises du périmètre APE : rapprochement entre Air France et KLM, entre GDF et Suez, entre DCNS et Thales, entre Snecma et Sagem, entrée de Bouygues au capital d'Alstom, remontée d'Alcatel au capital de Thales dans le cadre d'un apport d'activités stratégiques (satellites, sécurité). Ces exemples démontrent bien qu'il n'y a pas lieu d'opposer systématiquement ces différents intérêts qui, bien au contraire, sont le plus souvent très naturellement alignés.

En outre, le MINEFE ne partage pas l'appréciation que la Cour des Comptes porte sur le bilan patrimonial des opérations de cession menées par l'APE, qui semble au demeurant se fonder sur la seule opération de privatisation des sociétés d'autoroutes. Le bilan patrimonial de cette opération particulière est pourtant difficilement contestable sur des bases objectives. Ces opérations sont menées dans un souci constant de défense des intérêts financiers de l'Etat. Les conditions financières obtenues, généralement considérées par les professionnels comme à l'avantage clair de l'Etat, attestent du niveau de qualité de ces opérations.

Enfin, les performances de l'Etat actionnaire ne peuvent s'apprécier sur la base du seul critère des fonds injectés par l'actionnaire dans les entreprises, comme le laisse entendre la Cour des Comptes. Si l'Etat ne s'interdit pas par principe d'investir « stratégiquement » lorsque cela s'avère nécessaire et opportun dans le respect des règles communautaires, ses premiers leviers de création de valeur, comme pour tout actionnaire ou investisseur privé, ne résident pas dans ses propres mises de fond : cette valeur doit en effet d'abord provenir de l'amélioration de la gestion, de la gouvernance, et des performances des entreprises elles-mêmes.

Réponse détaillée

I. Comme le souligne la Cour des Comptes dans son rapport, la création de l'Agence des participations de l'Etat a déjà produit des effets positifs sur la gestion et la gouvernance des entreprises du secteur public, qui peuvent encore être renforcés.

1. Même si l'Etat demeure un actionnaire atypique, la création de l'APE en 2004 a permis une meilleure prise en compte des intérêts patrimoniaux de l'Etat dans la décision publique.

La création de l'Agence des Participations de l'Etat a indéniablement permis de professionnaliser le métier d'actionnaire au sein de l'Etat. En identifiant une structure qui incarne l'actionnaire public et non plus une « tutelle », elle a contribué à une distinction fondamentale des rôles et des moyens d'actions de chacune des parties prenantes publiques (actionnaire, régulateur, client, concédant, financeur d'une politique publique), qui étaient auparavant confusément imbriqués, et permis une amélioration générale de la gouvernance publique, en faisant prévaloir les notions d'intérêt social et d'autonomie de gestion des entreprises publiques. Il paraît souhaitable de poursuivre cet effort de clarification dans les prochaines années. Quant à la recommandation de la Cour des Comptes visant à supprimer la présence des commissaires du gouvernement dans les conseils d'administration, cette présence peut s'avérer nécessaire pour faire valoir, à titre exceptionnel lorsque les enjeux en cause sont importants, des considérations de politique publique en évitant toute situation de conflit d'intérêt liée à la position d'administrateur.

L'insertion au rapport public souligne également, à juste titre, l'important saut qualitatif permis par la création de l'APE dans le suivi des entreprises publiques de son périmètre : généralisation des bonnes pratiques en matière de gouvernance d'entreprise (cf. I.2) ; suivi renforcé des résultats et des perspectives des entreprises, de leur stratégie, et notamment de leurs opérations de croissance externe ; production de comptes combinés de l'Etat actionnaire, permettant de disposer d'une vision globale des performances des entreprises du portefeuille (cf. infra) ; renforcement de l'expertise et du savoir-faire en matière d'opérations en capital, qu'il s'agisse d'opérations sur des entreprises cotées ou non cotées ; développement de l'expertise en droit communautaire, assorti d'un souci constant d'anticipation dans ce domaine, qui s'est révélé indispensable pour mener à bien certaines grandes réformes (réforme du financement des retraites des grands opérateurs publics, création de la Banque postale) ou opérations (plans de restructuration de la SNCM, de l'Imprimerie Nationale, de Fret SNCF ou de Bull, golden share, etc.). L'APE constitue aujourd'hui un partenaire privilégié pour les entreprises de son périmètre : à travers l'APE, les entreprises publiques qui évoluent, comme leurs concurrentes privées, au rythme des marchés, disposent au sein de l'Etat d'un interlocuteur professionnel, qui sait concilier une forte réactivité et le souci du moyen

terme. A cet égard, il eut été intéressant que la Cour des Comptes complète son enquête en sollicitant en amont le point de vue des dirigeants des entreprises publiques sur l'évolution de la relation avec leur actionnaire public avant et après la création de l'APE.

Cette attention accrue portée aux intérêts patrimoniaux de l'Etat a accompagné une amélioration très sensible de la gestion des entreprises publiques depuis 2004 que traduisent bien leurs comptes individuels et les comptes combinés produits par l'APE : la rentabilité de l'ensemble a considérablement progressé (le résultat net, qui a atteint 13,2 Mds€ en 2006 contre 11,6 Mds€ en 2005 à périmètre comparable, représente 8,5 % du chiffre d'affaires en 2006 ; ce taux est de l'ordre de 6% pour les 50 principaux groupes français de l'industrie et des services et de 7,5% pour les sociétés des secteurs non financiers du CAC 40) et sa structure financière a été assainie avec une diminution spectaculaire de l'endettement (le ratio de dette nette sur capitaux propres est passé de 3,1 en 2004 à 1,56 en 2006). Ces entités exercent leurs activités en ayant de moins en moins besoin de faire appel aux ressources de l'actionnaire, qu'elles rémunèrent de façon croissante par des dividendes (le montant total des dividendes perçus par l'Etat sur les entités du périmètre APE est passé de 0,9 Mds€ en 2003 à 4,8 Mds€ en 2007 malgré la réduction du périmètre du secteur public), tout en continuant à investir pour leur développement (31 Mds€ en 2006). Si l'action de l'APE est loin d'expliquer la totalité de cette amélioration des performances des entreprises publiques, elle y a néanmoins contribué. Il est regrettable que le rapport de la Cour des Comptes ne fasse aucune mention de cet élément objectif, dont le rapport annuel public de l'Etat actionnaire rend bien compte.

Tout en soulignant le progrès important que constitue la production de comptes combinés de l'Etat actionnaire, la Cour des Comptes recommande de « progresser dans le sens d'une consolidation des comptes de l'Etat étendue aux participations de l'Etat actionnaire », afin de neutraliser dans leur intégralité les opérations entre les entreprises du « groupe ». Il convient sur ce point de rappeler que ces comptes combinés sont établis en application de l'article 142 de la loi sur les nouvelles régulations économiques. Ce principe a été retenu dans la mesure où l'APE ne dispose pas de personnalité juridique. Les comptes combinés fournissent une image fidèle de la situation financière et opérationnelle des entités du périmètre de l'APE comme en atteste chaque année le groupe de personnalités indépendantes. Par ailleurs, conformément au manuel des comptes combinés et après avis du groupe de personnalités indépendantes, des modalités de simplification sont mises en œuvre pour le traitement des flux intragroupes, notamment pour ceux qui résultent de transactions courantes (électricité, gaz, transport ferroviaire individuel, affranchissement du courrier). Ce manuel fait l'objet d'une revue régulière sous le contrôle du groupe d'experts en vue de son amélioration dans les limites de ce qu'il est raisonnablement possible de faire. S'il était décidé d'établir des comptes

consolidés au niveau de l'Etat, l'APE, forte de son expérience de la combinaison, justement saluée par la Cour des Comptes, se tiendrait à la disposition des administrations compétentes pour contribuer à cet exercice en accord avec le groupe de personnalités.

Enfin, en ce qui concerne l'organisation de l'APE, il paraît difficile d'affirmer, comme le fait la Cour des Comptes, qu'elle ne diffère pas fondamentalement de celle de l'ancien Service des participations, dont le mode de fonctionnement était très différent. En termes d'organisation, l'APE dispose notamment de pôles d'expertise comptable, financière et juridique qui viennent en appui des bureaux sectoriels chargés du suivi des entreprises et jouent un rôle clé dans le fonctionnement quotidien de l'Agence. L'APE peut en outre s'appuyer sur des collaborateurs aux profils très variés et dispose de la possibilité de recruter des agents contractuels dont le nombre demeure significatif, notamment dans les pôles d'expertise (7 personnes) où leur présence est indispensable, mais aussi dans les fonctions opérationnelles (2 chefs de bureaux, un chargé d'affaires). S'agissant des moyens de l'APE, dont les effectifs ont été renforcés en fonction des enjeux liés aux participations (aujourd'hui 4 cadres sont en charge d'EDF et de Gaz de France contre 1,5 équivalent-temps plein en 2002) pour permettre un meilleur suivi quotidien des participations, et s'établissent aujourd'hui à 52 personnes, ils semblent aujourd'hui globalement adaptés aux missions de l'Agence.

2. Des progrès très importants ont été accomplis en matière de gouvernance des entreprises publiques depuis la création de l'APE. Des marges de progression subsistent toutefois dans certains secteurs.

La Cour des Comptes recommande dans son rapport d'« améliorer la gouvernance des entreprises dont l'Etat est actionnaire, en généralisant les comités d'audit, de stratégie et de rémunération, et en formalisant la procédure de sélection des dirigeants ». L'APE a d'ores et déjà fortement contribué à généraliser les bonnes pratiques en matière de gouvernance (décrites dans la charte des relations APE/entreprises) au sein des entités de son périmètre : renforcement des pouvoirs des organes sociaux, diversification de leur composition, afin d'y faire entrer davantage d'administrateurs indépendants, d'éliminer autant que possible les éventuelles situations de conflit d'intérêts et d'améliorer la qualité des débats, création de comités spécialisés au sein des organes sociaux, amélioration de la qualité de l'information financière (passage aux IFRS, etc.).

Ainsi, le fonctionnement des organes sociaux des entreprises publiques a-t-il été largement amélioré depuis 2004, même si des marges de progrès significatives existent pour certaines entités, notamment pour les ports autonomes et les sociétés de l'audiovisuel public. Ces efforts doivent néanmoins être conciliés avec les contraintes imposées par la loi du 26 juillet

1983 relative à la démocratisation du secteur public, qui fixe la composition des organes sociaux de certaines entités.

L'APE a également obtenu la généralisation des comités d'audit et travaille aujourd'hui à créer des comités de la stratégie partout où cela est pertinent. Des comités stratégiques ont ainsi été créés au sein des conseils d'administration de RFF, DCNS, ADP, France Télévisions, de la SNCF et de la Française des Jeux. Concernant les comités des rémunérations, leur développement apparaît souhaitable, en tenant compte toutefois de la taille et des spécificités des entreprises, même s'il faut y intégrer les contraintes liées aux règles de droit public applicables pour la fixation des rémunérations des dirigeants d'entreprises détenues majoritairement par l'Etat. Les questions de rémunération sont évidemment une problématique et un levier d'action majeurs pour tout actionnaire. L'APE veille donc, sauf exception, à jouer un rôle central dans les décisions en la matière et a notamment contribué à l'évolution des critères relatifs à la part variable des rémunérations des dirigeants. La généralisation des comités des rémunérations devrait permettre, en tout état de cause, de rendre les procédures plus transparentes, tout en renforçant la gouvernance des entreprises.

Pour ce qui concerne la nomination des dirigeants des entreprises publiques, qui est également un sujet fondamental pour tout actionnaire, ce pouvoir appartient aujourd'hui au pouvoir exécutif (Président de la République, Premier Ministre, Conseil des Ministres), conformément à la Constitution et à l'ordonnance du 28 novembre 1958 portant loi organique, et ne relève pas des compétences spécifiques confiées à l'APE par le décret du 9 septembre 2004 ; ceci n'interdit pas à l'APE d'adresser au Ministre des recommandations, formelles ou informelles, sur les possibles évolutions managériales, notamment pour les entreprises de taille moyenne pour lesquelles son avis est fréquemment sollicité. Le comité de réflexion et de proposition sur la modernisation et le rééquilibrage des institutions de la Vème République a formulé des propositions d'évolution dans le sens d'une consultation ad hoc du Parlement pour « un petit nombre d'entreprises et établissements publics qui, par l'importance des services publics dont ils assurent la gestion, exercent une influence déterminante sur les équilibres économiques, sociaux, d'aménagement du territoire et de développement durable de notre pays ». Il apparaît souhaitable que l'Etat actionnaire puisse le moment venu, si cette proposition était retenue, jouer pleinement son rôle dans ces procédures de nomination.

En matière de suivi des risques financiers importants, si des marges de progrès existent là encore, l'APE est déjà amenée à suivre les principaux facteurs de risques (à travers la cartographie des risques par exemple présentée en comité d'audit et aux organes sociaux) des entreprises de son périmètre, via sa participation aux organes sociaux et aux comités. En particulier, contrairement à ce que laisse entendre la Cour des Comptes, les cessions et acquisitions des filiales font, selon leur significativité, l'objet d'un

examen par l'APE et par les organes sociaux de la société mère selon les règles de gouvernance propres à chaque groupe. Il est à noter que l'APE s'efforce constamment d'améliorer les règles de gouvernance en la matière, en s'assurant de la capacité du conseil d'administration de la société mère à contrôler efficacement les opérations des filiales, au-delà de seuils définis dans le règlement intérieur. Les contrats commerciaux structurants, lorsqu'ils engagent les entreprises pour des montants importants et des durées longues, font également l'objet d'un examen très attentif dans le cadre des travaux des comités et des organes sociaux.

3. La Cour des Comptes souligne à juste titre la nécessité d'une réflexion sur la gestion par l'Etat de ses participations minoritaires.

L'Etat se trouve désormais de plus en plus souvent en position d'actionnaire minoritaire (Air France-KLM, Renault, France Télécom, Safran, Thales, EADS). Son poids réel dépend naturellement de la répartition du reste du capital (flottant ou présence d'un actionnaire industriel significatif), de l'existence de pactes d'actionnaires et des règles de gouvernance propres à chacune des entreprises concernées. Le MINEFE souscrit pleinement à la recommandation de la Cour des Comptes d'« engager une réflexion sur les objectifs, la gestion et le contrôle des participations minoritaires de l'Etat dans les secteurs considérés comme stratégiques », sujet complexe sur lequel il accueillera volontiers ses propositions, et sur lequel il sera difficile de s'exonérer d'une appréciation au cas par cas.

Il est en revanche contestable d'affirmer, s'agissant de l'Etat, que « ses objectifs et sa présence en tant qu'actionnaire de référence apparaissent pourtant en retrait par rapport à ceux d'un actionnaire privé disposant d'une participation de ce niveau », le cas très particulier d'EADS ne pouvant servir de référence pour juger de la façon dont l'Etat exerce son rôle d'actionnaire minoritaire. A cet égard, les allusions à une faible implication de l'Etat dans la gouvernance d'Air France-KLM sont également contestables. Par ailleurs, l'Etat en particulier lorsqu'il est actionnaire de référence, reste un interlocuteur incontournable pour toute opération significative de restructuration du capital, ce qui impose un dialogue préalable approfondi entre l'entreprise et l'APE.

II. En revanche, certaines critiques formulées par la Cour des Comptes traduisent une conception contestable du rôle et des missions de l'Etat actionnaire.

Selon la Cour des Comptes, « la stratégie, avant tout financière, suivie par l'Agence n'a guère été transparente, ni suffisamment justifiée, notamment auprès du Parlement. En réalité, elle a été essentiellement axée sur le désengagement et les cessions. Malgré un indéniable savoir-faire, ses performances patrimoniales n'ont pas toujours été convaincantes. ». Ces appréciations procèdent d'une vision erronée des missions de l'Etat

actionnaire et des prérogatives de l'APE, en décalage avec le cadre réglementaire et institutionnel en vigueur et avec la réalité du travail quotidien de l'APE.

1. Il n'appartient pas à l'APE de jouer un « rôle de synthèse » entre les considérations patrimoniales et celles relevant des autres ministères ou directions concernés à divers titres par l'activité des entreprises relevant du périmètre de l'APE, ces arbitrages relevant clairement de la responsabilité du gouvernement.

Le décret du 9 septembre 2004 portant création de l'APE fixe d'une part les missions de cette structure et d'autre part son périmètre d'action. La mission de l'APE est de défendre les intérêts patrimoniaux de l'Etat. Si ce décret prévoit que l'APE s'assure de la cohérence des positions des représentants de l'Etat au sein des organes sociaux, ceci ne lui confère nullement un rôle de synthèse et encore moins d'arbitrage entre les différentes considérations autres que patrimoniales portées par les autres ministères. Le périmètre d'action de l'APE est par définition évolutif : il enregistre au gré des opérations des sorties (Bull, Alstom) et des entrées (LFB, Monnaie de Paris) ; il convient par ailleurs de préciser qu'à ce jour, aucune décision n'a été prise concernant une éventuelle entrée de Météo France dans ce périmètre, contrairement à ce qu'indique le rapport.

Il convient de rappeler que la réforme de l'Etat actionnaire menée en 2004, qui a conduit à créer l'APE sous la forme d'un service à compétence nationale rattaché au ministère de l'économie et des finances, résulte d'un choix politique clair et assumé : il n'a été souhaité ni la création d'une société holding, eu égard à l'opacité dans la gestion des participations qui aurait été induite par la création d'une personne morale qui aurait fait écran entre l'Etat et les entreprises, ni d'un établissement public, ni d'une autorité administrative indépendante, dont il aurait été difficile d'articuler la mission avec les compétences que le législateur confie au ministre de l'économie et des finances et dont la légitimité aurait pu être contestable sur le plan des principes. Ceci conduit logiquement à ce que les arbitrages entre les différentes considérations prévalant au sein de l'Etat soient rendus par le gouvernement, l'APE suscitant le cas échéant et défendant les intérêts de l'Etat actionnaire dans le cadre de ces arbitrages autrefois internalisés. Le MINEFE ne peut donc souscrire à la recommandation de la Cour des Comptes de « mettre en place les moyens permettant un pilotage global des participations de l'Etat, de faire la synthèse des considérations patrimoniales et des intérêts sectoriels défendus par les ministères et les directions techniques, et de préparer dans les meilleures conditions les arbitrages politiques », qui semble méconnaître la procédure d'arbitrages interministériels rendus par le Premier Ministre ou le Président de la République. Ces arbitrages sont consubstantiels à l'Etat et le distinguent d'un holding privé.

L'APE n'a pas davantage vocation à interférer dans la gestion quotidienne des entreprises relevant de son périmètre, ni a fortiori à arbitrer les conflits commerciaux ou les différends financiers susceptibles de surgir entre celles-ci. Le souci de neutralité affiché par l'APE ne procède pas d'une « relative passivité », comme le suggère le rapport public, mais de l'impossibilité juridique pour l'Etat actionnaire de contraindre une entreprise à prendre une décision contraire à son intérêt social. L'APE peut certes intervenir dans le cas où il existe un risque de destruction de valeur pour l'actionnaire, afin de favoriser le dialogue et la recherche d'une solution dans l'intérêt commun des parties, comme elle a pu le faire dans certains cas (notamment pour régler divers litiges ente la SNCF et RFF), mais elle n'est pas en situation de se poser en arbitre.

2. L'action de l'APE ne peut être réduite à celle d'une simple « technicienne des opérations sur le capital » : cette vision réductrice est en décalage avec la réalité quotidienne du travail des équipes de l'APE, dont l'objectif prioritaire est de veiller à la qualité de la gestion et au développement des entreprises de son périmètre

Une des premières missions de l'APE, à laquelle elle consacre la majeure partie de ses ressources est d'assurer la meilleure valorisation du portefeuille de sociétés (cotées et non cotées) relevant de son périmètre, et de rechercher la création de valeur pour l'actionnaire. Il s'agit d'un travail quotidien et minutieux de suivi des participations, qui se décline sous différents aspects. L'APE participe activement aux travaux des organes sociaux et, dans ce cadre, veille à la qualité et à la sincérité des comptes et de l'information comptable, à la pertinence sur le plan industriel et stratégique et à l'optimisation sur le plan patrimonial des investissements importants, des opérations de croissance externe ou de désinvestissement, discute et valide les budgets annuels, les plans à moyen terme, et les grandes orientations stratégiques. Les équipes de l'APE suivent par ailleurs attentivement la situation des entreprises du périmètre, par un dialogue permanent avec leurs dirigeants, des visites de sites industriels, et par une veille quotidienne sur l'évolution de leur secteur d'activité. Cette partie fondamentale du travail de l'APE, qui constitue sa première raison d'être et mobilise l'essentiel du temps de ses équipes, est à peine évoquée dans le rapport de la Cour des Comptes.

Une autre des missions de l'APE est bien d'assurer la réussite des opérations sur le capital du point de vue de l'actionnaire. Comme le souligne à juste titre le rapport, l'APE ne peut être seule juge de l'opportunité de la cession de participations dans des entreprises de son périmètre, cette décision relevant de la compétence du gouvernement, dans la mesure où elle nécessite de prendre en compte des considérations autres que patrimoniales (cf. supra). Ceci ne signifie pas pour autant que l'APE fasse preuve de passivité ; elle joue en effet un rôle important de veille, d'analyse et de proposition, en recommandant régulièrement au gouvernement des

opérations sur le capital des entreprises de son périmètre, lorsqu'elle les juge patrimoniallement opportunes, au regard de la valorisation de ces entreprises par le marché, de leurs perspectives à moyen terme, etc...

3. Les critiques formulées par la Cour des Comptes sur le bilan patrimonial des opérations en capital sont dénuées de fondement.

La Cour des Comptes considère que le bilan patrimonial des opérations de cession conduites par l'APE au cours des dernières années est « parfois discutable », sans pour autant démontrer de façon convaincante cette affirmation ; celle-ci semble se fonder sur la seule opération de privatisation des sociétés d'autoroutes, dont le bilan patrimonial est pourtant difficilement contestable sur des bases objectives.

Il convient en outre de rappeler que la Commission des Participations et des Transferts (CPT) joue un rôle très important, qui lui est dévolu par les lois de privatisation, dans les opérations sur le capital, en fixant sous sa responsabilité le prix minimum de cession des actifs publics, et en veillant au bon déroulement des cessions hors marché. Elle travaille en toute indépendance à l'égard des services du MINEFE, et en particulier de l'APE, qu'elle auditionne systématiquement pour toutes les opérations qui lui sont soumises, au même titre que les dirigeants de l'entreprise concernée, que les candidats acquéreurs pour les cessions hors marché et que les banques conseil de l'ensemble des parties, qui soumettent chacune à la CPT leurs analyses sur la valeur des actifs faisant l'objet de la transaction. La CPT dispose donc pour mener ses analyses de différents points de vue, et par ailleurs d'un important recul sur les méthodes de valorisation compte tenu de la diversité des opérations qui lui sont soumises.

3.1. La Cour des Comptes y faisant référence à de multiples reprises, il paraît nécessaire de revenir plus en détail sur l'opération de cession des participations de l'Etat dans les sociétés concessionnaires d'autoroutes (APRR, ASF et Sanef).

Il convient tout d'abord de préciser que lors des ouvertures de capital des sociétés APRR, ASF et Sanef, comme lors de leur privatisation, l'intérêt patrimonial de l'Etat a été scrupuleusement valorisé et servi, de la même manière que pour les autres opérations sur le capital menées par l'APE.

D'abord les évaluations de ces sociétés, sur la base desquelles se sont fondées les recommandations de prix d'introduction en bourse ou de prix de cession, ont été conduites, comme pour les autres opérations sur le capital menées par l'APE et conformément à ce qu'impose les lois de privatisation, sur la base d'une approche multicritères selon les méthodes employées couramment par les analystes financiers, notamment la méthode par actualisation des flux de trésorerie disponible, particulièrement adaptée au cas des concessions autoroutières du fait de la relative régularité des revenus de ces sociétés tout en permettant d'intégrer la durée de la concession en actualisant jusqu'au terme de celle-ci ces flux de trésorerie. S'agissant des

taux d'actualisation retenus, la méthode de calcul a été celle communément pratiquée par l'ensemble de la communauté financière ; les données utilisées pour le calcul proprement dit (taux d'intérêt, structure financière de la société, conjoncture boursière, etc.) reflétaient la situation de la société et des marchés financiers au moment de l'opération et intégraient en particulier la nature relativement peu risquée de l'activité. En outre, il convient de préciser que le taux d'actualisation dépend du risque associé aux flux et est indépendant de celui qui reçoit ces flux ; plus fondamentalement, il n'y a aucune raison pour que l'Etat ait une appréciation du risque auquel il est exposé différente de celle adoptée par un investisseur, quel qu'il soit. Rien ne permet donc de qualifier ces taux d'actualisation d'« excessivement élevés ».

Ensuite, il doit être observé que la privatisation des sociétés concessionnaires d'autoroutes est intervenue dans une conjoncture de taux d'intérêt historiquement bas qui, compte tenu de la sensibilité de la valorisation au niveau des taux d'intérêt, a permis de maximiser le produit de cession de ces entreprises. Au-delà, les valorisations qui ressortent des prix de cession obtenus lors de la privatisation des sociétés concessionnaires d'autoroutes se situent significativement au-dessus de la moyenne des multiples des sociétés comparables européennes, ce qui atteste que les prix de cession intégraient bien une prime de contrôle et que la valorisation du patrimoine de l'Etat a été maximisée.

S'agissant spécifiquement de la privatisation d'ASF, elle s'est déroulée selon la même procédure ouverte et transparente d'appel public à candidatures par cahier des charges que pour les cessions d'APRR et de Sanef. Treize candidats ont manifesté leur intérêt pour ASF et ont été déclarés recevables. Si seul Vinci a in fine déposé une offre ferme sur ASF, la comparaison des prix de cession obtenus sur les trois opérations révèle néanmoins que les effets concurrentiels du processus de cession par appel d'offres ont été pleinement intégrés dans le prix de cession d'ASF, comme ils l'ont été pour APRR et Sanef. Enfin, l'évolution du cours de bourse d'une société doit s'apprécier en fonction d'une multitude de facteurs à la fois exogènes (santé des marchés financiers, évolution du secteur d'activité) et endogènes (résultats de l'entreprise comparés à ceux de ses pairs et aux attentes du marché, perspectives de croissance). Aussi, la hausse du cours de Vinci, que la Cour des Comptes relève sur la période 2002-2006, ne saurait être interprétée comme une preuve que les marchés ont jugé que son acquisition d'ASF était faite à un prix avantageux et ce d'autant plus qu'elle ne semble guère exceptionnelle en regard des hausses de cours affichées par certains de ses concurrents européens dans le secteur de la construction (notamment Acciona et FCC).

Sur les questions de régulation relatives à la protection du consommateur, il est nécessaire de rappeler que les procédures de suivi et de contrôle de l'exécution de la concession et les obligations du concessionnaire en matière de qualité de service ont été renforcées à l'occasion de la

privatisation d'ASF, d'APRR et de Sanef. S'agissant de la fixation des péages, le statut privé des entreprises ne change en rien à l'équilibre financier des contrats de concession et n'est pas en soi générateur de l'apparition d'une rente tarifaire. La privatisation a en revanche mis fin à une situation inhabituelle et susceptible de générer des conflits d'intérêt, où l'Etat était à la fois le concédant d'un service public et l'actionnaire majoritaire de la société concessionnaire.

Enfin, s'agissant de la recommandation de la Cour des Comptes, qui souhaite « pour les monopoles naturels, limiter la privatisation à l'usufruit » comme cela a été le cas lors de la privatisation des seules sociétés concessionnaires d'autoroutes (l'Etat demeurant propriétaire du réseau), toute généralisation en la matière apparaît délicate puisque les modèles de régulation sectoriels sont très variables d'un secteur à l'autre (cf. par exemple le cas des autoroutes dont le schéma de régulation est distinct de celui dans les secteurs des télécoms ou de l'énergie).

3.2. D'autres observations de portée plus générale appellent un commentaire.

En ce qui concerne les opérations d'introduction en bourse, il convient de préciser que l'offre d'une décote du prix d'introduction par rapport à l'objectif de cours des analystes est une pratique habituelle, les objectifs de cours des analystes financiers se situant dans un horizon de 10 à 18 mois par rapport à l'introduction et intégrant plusieurs effets endogènes. L'augmentation du cours après l'introduction en bourse, variable suivant l'horizon temporel considéré, dépend de plusieurs facteurs (accoutumance et révélation de la performance au marché, liquidité accrue, mise en tension du management...) et ne peut pas s'interpréter comme le signe que le prix d'introduction était sous évalué. Pour reprendre l'exemple de l'introduction en bourse de Sanef mise en avant par la Cour des Comptes, la décote de 12 % retenue lors de cette opération était parfaitement cohérente avec les pratiques observées lors d'opérations d'introduction en bourse les plus récentes (en particulier celles d'ASF et d'APRR). La valeur retenue de 40 €/action pour les particuliers était supérieure de 6,7 % au seuil de la CPT et le cours de Sanef est resté inférieur à son prix d'introduction en bourse pendant plus d'un mois, ce qui laisse plutôt penser que les marchés ont jugé ce prix d'introduction suffisamment ambitieux. L'Etat demeurant actionnaire des sociétés ainsi introduites en bourse, il tire en tout état de cause pleinement profit de cette hausse (cf. cas d'ADP et d'EDF).

S'agissant des commissions bancaires payées par l'Etat, elles ont été globalement réduites de moitié au cours des dernières années, ce qui traduit les efforts constants réalisés par l'APE pour diminuer les coûts des opérations de cession de l'Etat. S'agissant des commissions de placement versées aux banques évoquées par la Cour des Comptes, elles ont également été réduites dans des proportions importantes (entre 2002 et 2007, elles ont été divisées par 7 pour les opérations avec constitution accélérée de livre

d'ordre et de plus de moitié pour les opérations de mises en bourse) et les taux sur les opérations de l'Etat sont aujourd'hui bien inférieurs à ceux appliqués à des cédants privés. La recommandation formulée par la Cour des Comptes relative à l'intérêt de mettre en place des structures de rémunération plus incitatives, dont le principe de commissions de placement à taux variables croissants en fonction du prix de reclassement a déjà été appliqué à deux reprises (lors des placements France Télécom et Air France en 2004), est naturellement partagée par le MINEFE et l'APE travaille à mettre en place les mécanismes de commissionnement les plus incitatifs possibles, en prévoyant par exemple des commissions discrétionnaires, versées en fonction du succès du placement.

Pour ce qui concerne le coût des offres réservées aux salariés, dont la mise en œuvre est obligatoire pour toute cession sur le marché d'une fraction du capital d'entreprises relevant du titre II de la loi du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations, le MINEFE partage l'avis exprimé par la Cour des Comptes sur le coût particulièrement élevé de ces dispositifs pour les finances publiques, d'autant plus qu'ils présentent pour certaines entreprises un caractère récurrent (5 offres successives ont ainsi été réservées aux personnels de France Télécom depuis 1997, du fait des cessions successives réalisées par l'Etat, 2 pour Renault, Air France et Snecma). L'APE veille néanmoins à réduire progressivement le coût global de ces opérations ainsi que la charge pour l'Etat, en réduisant les avantages consentis au gré des opérations successives concernant une même entreprise, et en veillant à éviter les effets d'aubaine, en fixant un niveau de décote inférieur au plafond légal de 20% lorsque le cours de bourse connaît une progression significative entre la date du placement institutionnel et celui de l'offre réservée aux personnels.

Enfin, les éventuelles garanties octroyées par l'Etat dans le cadre de cessions, que l'APE cherche à limiter, sont prises en compte dans l'appréciation globale des conditions financières des opérations lors de l'examen par la CPT. De même sur l'opération Air France-KLM, l'analyse de la CPT a tenu compte, contrairement à ce qu'affirme la Cour des Comptes, des synergies attendues de l'opération qui ont été largement développées dans les rapports des banques conseils.

4. Si la tendance au désengagement de l'Etat correspond à une orientation politique sur les dernières années, le rôle de l'APE est de faire évoluer les entreprises (statut, capital...) dans ce cadre au mieux des intérêts de l'Etat et des entreprises elles-mêmes, sans exclure des opérations plus offensives.

La stratégie de l'APE, qui met en œuvre une politique gouvernementale dont on ne peut contester qu'elle traduit depuis une vingtaine d'années, sauf exception, un désengagement progressif de l'Etat du secteur concurrentiel, est très claire : mener des réflexions préalables, proposer des évolutions au ministre de l'économie et des finances lorsque celles-ci apparaissent pertinentes du point de vue des entreprises (besoin

d'évolutions stratégiques ou capitalistiques, éventuellement dictées par des contraintes communautaires) et de l'Etat (externalisation de valeur) puis, lorsque les décisions sont prises, mettre en œuvre les opérations au mieux des intérêts patrimoniaux de l'Etat. Il est important d'insister sur le fait que ces deux objectifs ne sont pas contradictoires, bien au contraire.

L'objectif d'optimisation patrimoniale dans le cadre des opérations sur le capital des entreprises ne se borne pas à la seule poursuite d'objectifs à caractère purement « financier » (au sens où semble l'entendre la Cour des Comptes) mais prend largement en considération les aspects stratégiques et industriels, dans une perspective de création de valeur à moyen-long terme : de nombreuses opérations conduites par l'APE ont été des réussites patrimoniales pour l'Etat tout en permettant d'accompagner des projets industriels stratégiques pour les entreprises concernées (Air France/KLM, GDF/Suez, Bouygues/Alstom, privatisation des sociétés d'autoroutes qui ont permis d'adosser celles-ci à de grands partenaires industriels sur la base de projets stratégiques bien définis); ceci démontre bien qu'il n'y a pas lieu d'opposer systématiquement ces différents intérêts qui sont presque systématiquement alignés.

Par ailleurs, le MINEFE ne partage pas l'analyse de la Cour des Comptes sur la prétendue faible capacité d'anticipation de l'Etat actionnaire sur l'évolution du capital des entreprises postérieurement à leur introduction en bourse : les grandes opérations industrielles citées par la Cour des Comptes, comme Air France/KLM, Snecma/Sagem ou GDF/Suez, n'ont été possibles qu'avec l'accord de l'Etat qui a d'ailleurs joué un rôle moteur pour accompagner ces projets portés par le management des entreprises. Le fait que ces opérations aient été précédées d'une introduction en bourse des entreprises concernées est loin d'avoir constitué un handicap, et a au contraire permis de révéler au mieux leur valeur, et donc de mieux négocier les conditions des rapprochements capitalistiques qui ont suivi. Ces cas constituent de parfaites illustrations d'un désengagement de l'Etat pour accompagner des projets stratégiques majeurs pour les entreprises. L'Etat continue en outre à profiter de la création de valeur liée à ces projets industriels, en demeurant actionnaire des nouvelles entités ainsi créées. Il importe donc que le bilan patrimonial total tienne compte de la création de valeur captée par l'Etat liée à son désengagement progressif et partiel.

L'Etat n'a évidemment pas pour principe de s'interdire de prendre de nouvelles participations, comme le démontrent son investissement dans Alstom en 2005, les injections de capital significatives réalisées au cours des dernières années dans DCNS, GIAT, ou l'Imprimerie Nationale, ou encore les dispositions permettant à l'Etat, en cas de menace sur le contrôle d'entreprises de défense comme EADS ou Safran ou dans certains secteurs sensibles, de reprendre le contrôle de leurs activités présentant un caractère stratégique. L'APE constitue désormais la structure au sein de l'Etat la mieux à même de mener de telles opérations en direct. Il convient également

de rappeler que les entreprises publiques de premier rang sont elles-mêmes très actives et procèdent, sous le contrôle de l'APE, à de nombreuses opérations de croissance externe qui font rentrer différentes sociétés dans le périmètre des participations publiques.

En outre, si l'environnement communautaire crée un contexte favorable à certaines évolutions, il convient de rappeler que l'APE a joué un rôle majeur et proactif dans les grandes réformes structurelles récentes du secteur public (changements de statuts, et modernisation du cadre de régulation le cas échéant, d'EDF, GDF, ADP, de la Monnaie de Paris et du LFB, création de la Banque postale), dont l'objectif a été de favoriser la modernisation et le développement des entreprises concernées.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, il apparaît donc faux d'affirmer que « En dehors de la contribution au désendettement de l'Etat, la finalité implicite de sa gestion est moins axée sur la création de valeur que sur l'optimisation financière de la contraction du secteur public productif et sur la restructuration progressive des services publics dont la privatisation n'est pas envisagée. »

Enfin, une distinction très claire doit être opérée entre le champ d'action de la CDC et celui de l'APE, dont les missions et la stratégie actionnariale sont différentes. D'une part, des conflits d'intérêts sont susceptibles d'exister entre ces deux entités, justifiant une nécessaire séparation fonctionnelle entre l'APE et la sous-direction en charge du suivi de la CDC au sein de la DGTPE (la CDC peut notamment être candidate dans des opérations de cession de participations publiques conduites par l'APE). D'autre part, il y a lieu de distinguer clairement le rôle de gestionnaire des participations de l'Etat, sous le contrôle du gouvernement et du Parlement, joué par l'APE et celui d'investisseur institutionnel joué par la CDC, qui n'est par ailleurs pas soumise aux mêmes contrôles.

5. L'efficacité de l'action de l'Etat actionnaire, dont la transparence a été significativement améliorée depuis 2004, ne peut s'apprécier sur le seul critère des dépenses pour des opérations en capital à partir du compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'Etat »

Si la LOLF a fourni un cadrage plus précis aux opérations réalisables à partir du compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'Etat » (ci-après « CAS PFE »), ce qui constitue une évolution très positive, il convient tout d'abord de rappeler que les opérations non strictement patrimoniales qui ont été menées avant l'entrée en vigueur de la LOLF à partir du compte n°902-24 « compte d'affectation des produits de cessions de titres, parts et droits de sociétés » ont reçu une validation politique et/ou parlementaire.

Des progrès très importants ont été réalisés en matière de transparence depuis la création de l'APE tant vis-à-vis du Parlement que des citoyens, efforts qui sont passés sous silence par la Cour des Comptes dans

son rapport. En effet, outre les informations données au Parlement dans le cadre de la procédure budgétaire, qui fournissent des éléments prévisionnels aussi détaillés que possible et des éléments d'exécution précis, l'enrichissement du rapport annuel sur l'Etat actionnaire, la création du site Internet de l'APE, la production de comptes combinés, les auditions plus fréquentes par les commissions parlementaires constituent des avancées importantes en ce sens.

La Cour des Comptes recommande d'une part d'« expliciter davantage dans les documents budgétaires les objectifs poursuivis par l'Etat actionnaire ». Si des marges de progrès existent certainement – des engagements en ce sens ont d'ailleurs été pris devant le Parlement par le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Emploi, l'APE veille à fournir la meilleure information possible au Parlement, sachant toutefois que l'objectif de préservation des intérêts patrimoniaux de l'Etat doit primer, eu égard notamment à la nécessaire confidentialité qui s'attache aux informations sur d'éventuelles opérations sur des sociétés cotées.

La Cour des Comptes recommande d'autre part d'« éviter que le recours aux structures de financement intermédiaire n'opacifie la gestion des participations de l'Etat, en supprimant Autoroutes de France, et en rendant plus transparentes les relations entre le compte d'affectation spéciale et l'ERAP ». Si le cas de figure de l'avance d'actionnaire consentie à l'ERAP fin 2004 est demeuré très exceptionnel et était justifié par des circonstances particulières de l'époque, les relations avec les bénéficiaires du CAS PFE, dont l'ERAP fait partie, sont aujourd'hui parfaitement transparentes. S'agissant d'ADF, la suppression de cette structure, qui a eu son sens pour assurer une forme de péréquation entre les différentes situations de trésorerie des sociétés d'autoroutes, est actuellement à l'étude.

S'agissant de la mesure des performances et de l'efficacité de l'action de l'Etat actionnaire, comme l'indique la Cour des Comptes, « la performance de l'Etat actionnaire ne peut être valablement appréciée à travers les seuls programmes budgétaires correspondant à ce compte d'affectation spéciale » : l'action de l'APE revêt en effet des aspects qualitatifs (amélioration de la gouvernance des entreprises, amélioration de la gestion) qui ne sont pas ou qu'imparfaitement retracés dans les programmes budgétaires. C'est la raison pour laquelle l'APE publie un rapport annuel d'activité qui est annexé aux documents budgétaires sur le CAS PFE.

Ainsi, les indicateurs de performance prévus par la LOLF (indicateurs quantitatifs sur la santé financière des entreprises du périmètre de combinaison, sur les conditions financières des cessions, sur le désendettement), bien que perfectibles, fournissent un éclairage partiel sur les performances de l'action de l'Etat actionnaire. Ces indicateurs traduisent des orientations politiques générales données par le gouvernement, et notamment la priorité dans l'affectation des recettes du CAS PFE accordée

au désendettement de l'Etat et des APU, qui est une forme de gestion actif/passif.

Si la Cour des Comptes regrette que « la création de l'Agence ne s'est pas accompagnée d'une utilisation plus dynamique du compte d'affectation spéciale pour soutenir le développement des entreprises dont l'Etat est actionnaire », le MINEFE considère pour sa part que le niveau des dépenses du CAS PFE en faveur des opérations d'actionnaire ne constitue nullement un critère pertinent pour apprécier les performances de l'action de l'Etat actionnaire. Il convient au contraire de se féliciter du fait que les entreprises aient de moins en moins souvent besoin de faire appel à des injections de capital de l'actionnaire, et qu'elles soient désormais capables d'assumer leur croissance sur ressources propres ou en étant capables d'attirer des ressources du marché. Ainsi, en cas de besoin, l'Etat actionnaire a été présent pour souscrire à des augmentations de capital directes ou indirectes (GIAT, DCN, plan fret SNCF, SNCM...), dans le respect des règles communautaires. En effet, les interventions de l'Etat au capital d'entreprises publiques ne sont par principe pas exclues et l'APE veille alors à ce que ces opérations, dont le caractère avisé de l'investissement doit le plus souvent être démontré à la Commission européenne, se déroulent dans les meilleures conditions financières possibles pour l'Etat. De ce point de vue, l'Etat n'est donc pas un actionnaire atypique, le financement des entreprises par apport de fonds de l'actionnaire étant par essence limité aux opérations exceptionnelles par rapport aux autres modes de financement (sur ressources propres ou externes).

Dans ces conditions, le MINEFE ne peut adhérer à la conclusion de la Cour des Comptes lorsqu'elle affirme qu'« Au total, la création de l'Agence ne s'est pas accompagnée d'une utilisation plus dynamique du compte d'affectation spéciale pour soutenir le développement des entreprises dont l'Etat est actionnaire. En dehors de la contribution au désendettement de l'Etat, la finalité implicite de sa gestion est moins axée sur la création de valeur que sur l'optimisation financière de la contraction du secteur public productif et sur la restructuration progressive des services publics dont la privatisation n'est pas envisagée. », ce qui semble contraire à la réalité.

De même, le MINEFE récuse l'idée selon laquelle l'Etat serait un « actionnaire impécunieux », ne cédant des actifs que pour rembourser des dettes passées. Si le désendettement constitue une priorité politique, l'Etat sait également assurer le financement de ses participations lorsque cela s'avère nécessaire et dans un cadre communautaire strictement encadré. Dès lors, la portée de la recommandation de la Cour des Comptes de « favoriser la prise en compte des considérations actif/passif, et apprécier les cessions de titres en fonction des bénéfices attendus du passage à une gestion privée, et non en fonction du seul critère de la réduction de l'endettement brut de l'Etat » paraît limitée par rapport à la pratique actuelle.

**RÉPONSE DU DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA CAISSE DES DÉPÔTS
ET CONSIGNATIONS**

Comme le souligne la Cour, l'Etat actionnaire est effectivement « incarné par l'Agence des participations de l'Etat » et non par la Caisse des dépôts.

Institution financière de long terme, au service du développement économique, la Caisse des Dépôts se situe pour sa part, dans une logique d'investisseur institutionnel. Elle détient un portefeuille d'actions cotées –au même titre que ceux d'autres classes d'actifs comme les portefeuilles de taux, d'actifs immobiliers ou d'entreprises non cotées- dont la finalité est avant tout financière. Il a fait l'objet d'une gestion patrimoniale active dont l'objectif est de dégager sur longue période un rendement en cohérence avec le risque. Compte tenu de son horizon de long terme, de la taille de son bilan et de ses détections, la Caisse des Dépôts est un actionnaire particulièrement attentif à l'impact que sa gestion peut générer sur les entreprises dont elle est actionnaire.

En tant que premier ou second actionnaire de nombreuses sociétés du CAC 40, elle a noué avec certaines d'entre elles des relations de confiance, qui se traduisent par une participation significative au capital et par sa présence au conseil d'administration. Dans certaines situations, et si cela est conforme à ses intérêts patrimoniaux de long terme, la Caisse des Dépôts peut soutenir des opérations qui aident à stabiliser leur actionnariat dans la durée, et favoriser l'adaptation et la croissance de leur potentiel productif ainsi que le développement des centres de décision de ces entreprises en France et en Europe.

Ces objectifs sont poursuivis avec des préoccupations d'intérêt général qui seront explicitées dans la doctrine d'investissement mise en place dans le cadre du plan stratégique Elan 2020.

**RÉPONSE DU PRÉSIDENT DIRECTEUR GÉNÉRAL
D'ÉLECTRICITÉ DE FRANCE (EDF)**

Tout d'abord, concernant le coût de l'ouverture du capital d'EDF, il convient de préciser que la réforme du financement des retraites de la branche des IEG réalisée préalablement à cette opération s'est effectuée en assurant la neutralité financière pour les consommateurs et la collectivité. Ce point a déjà fait l'objet d'un échange avec la Cour concernant le rapport provisoire sur l'ouverture du capital, la cour ayant alors pris en compte la remarque similaire de l'Entreprise. En conséquence, je demande à la Cour de retirer le paragraphe en bas de la page 28 du rapport (« Dans la perspective de l'ouverture... les engagements transférés »).

Par ailleurs, et comme la Cour des comptes l'a noté dans son rapport, je voudrais souligner la qualité de l'exécution de l'ouverture du capital d'EDF, exceptionnelle par son montant et sa complexité.

Je souhaite également commenter la remarque de la Cour relative à la place de l'Etat dans la gestion des entreprises qu'il contrôle. Si le principal actionnaire a sans nul doute un rôle primordial dans la validation des objectifs à long terme et la stratégie de l'entreprise, son rôle en tant qu'actionnaire ne peut aller au-delà de celui d'un actionnaire majoritaire dans une société privée cotée. S'immiscer dans la gestion courante ou/et dans des arbitrages entre sociétés conduirait l'Agence des Participations de l'Etat, et par contrecoup EDF, à encourir les reproches d'actionnaires minoritaires, de l'Autorité des Marchés Financiers, d'entreprises concurrentes ou de la Commission Européenne.

Soyez assuré de ma détermination à poursuivre, dans les années qui viennent, une stratégie de développement rentable pour le Groupe EDF, en parfait accord avec l'ensemble des actionnaires et notamment avec notre actionnaire majoritaire représenté par l'Agence des Participations de l'Etat.

RÉPONSE DE LA PRÉSIDENTE DE L'ERAP

Les analyses approfondies qui sont conduites par la Cour concernant le rôle de l'Etat en tant qu'actionnaire rejoignent celles de l'ERAP qui, depuis le début, a cherché à jouer pleinement ce rôle pour le compte de l'Etat, en articulant politique industrielle et moyens financiers, dans les participations publiques qui lui sont confiées dans le respect des contraintes internationales, et notamment européennes.

Plus précisément, sur les observations concernant l'ERAP dans votre rapport public, je tiens à vous apporter les compléments d'information suivants :

1) Sur la question de l'avance faite par l'Etat à l'ERAP en 2004, un versement de 1,5 Md€ a été effectué par l'Etat le 12 novembre 2004. Ce montant a été porté à 1,75 Md€ le 20 janvier 2005, puis ramené à 1,5 Md€ le 18 mars 2005 et, finalement, complètement remboursé le 20 décembre 2005. Cette opération a été sans impact sur le résultat de l'établissement, les montants prêtés étant replacés auprès de l'ACCT à un taux de rémunération identique.

Placés temporairement auprès de l'ERAP fin 2004, ces fonds ont ainsi été remboursés à l'Etat qui en avait sans doute une meilleure utilisation, sans que l'ERAP soit aucunement informé de celle-ci. Dans d'autres cas, une dotation avait pu être versée à l'établissement et faire l'objet d'un remboursement complet ou partiel, comme celle des Bons de souscription d'actions de France Télécom transférés en avril 2003, totalement remboursée en décembre 2005 pour 2,2 Md€. Ces remboursements sur le compte d'affectation spécial autorisent leur emploi à d'autres fins, dont l'ERAP n'a pas à connaître. L'affirmation du rapport sur ce point ne peut donc être confirmée par l'établissement.

Les opérations plus récentes d'affectation de dotations à l'ERAP ont été clairement identifiées comme destinées à son désendettement, les fonds étant placés à cet effet sur un compte à terme à échéance du 25 avril 2008, qui constitue sa prochaine échéance obligatoire.

2) Quant à l'investissement effectué en 2003 dans le capital de France Télécom pour le compte de l'Etat, il s'avère effectivement avisé, ayant d'ores et déjà permis de rembourser une très grande partie de l'endettement obligatoire de 9,4 Md€ souscrit sur les marchés en 2003, de rembourser à l'Etat sa dotation de 2003 (BSA) et de lui verser des dividendes significatifs, tout en assurant le service de la dette de l'ERAP sans aucune subvention de l'Etat. Il entre donc bien dans la catégorie que vous saluez comme constituant l'exception dans le projet de rapport.

4) Enfin, en ce qui concerne votre recommandation finale, je voudrais rappeler que les opérations intervenues entre le compte d'affectation spécial et l'ERAP sont retracées dans les comptes de l'établissement et peuvent donc y être suivies de façon transparente.

**ÉPONSE DU PRÉSIDENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DE
L'ADMINISTRATEUR-DIRECTEUR GÉNÉRAL DE VINCI**

La Cour indique que « la très forte appréciation du cours de l'action Vinci (+140%) entre avril 2002 (...) et novembre 2006 (...) témoigne notamment, selon toute vraisemblance, de la perception par le marché que l'acquisition d'ASF s'est faite à un prix avantageux ».

Il nous paraît pour le moins simpliste de se fonder sur l'évolution du cours de l'action de l'acquéreur au cours de la période d'acquisition pour mesurer le « juste prix » d'une cible.

L'évolution du cours de VINCI sur la période de prise de contrôle majoritaire d'ASF reflète de très nombreux éléments, certains propres à VINCI et d'autres externes (environnement macroéconomique, performance boursière des sociétés de construction et de concessions, performance du CAC 40...). Il est, d'une part, abusif d'expliquer la performance boursière de VINCI sur cette période par le seul processus d'acquisition d'ASF et, d'autre part, erroné de déduire d'un impact positif sur le cours que le prix d'acquisition aurait été insuffisant.

Sur le premier point on observera que la cession du bloc majoritaire de l'Etat n'a été annoncée que le 7 juin 2005 et que, jusqu'à cette date, le processus de privatisation était officiellement interrompu, la progression du cours de VINCI a été identique dans les 18 mois précédents et les 18 mois suivants cette date.

Les sociétés de construction et de concessions ont connu, au cours de ces années un véritable engouement (Eiffage : +442,6 % - Bouygues : +38,7 % - Abertis : +156 % - Acciona : +228,6 %).

En ce qui concerne VINCI, sa performance opérationnelle en particulier dans les secteurs de la construction, des routes et de l'énergie a connu une progression régulière et forte qui a été reflétée dans le cours. Les notes d'analystes de recherche relatives à la valorisation de VINCI sur la période font toutes apparaître une réévaluation significative de ses actifs hors ASF. Tout ceci a certainement influé de façon non négligeable sur la performance de l'action.

En fait, le prix payé par VINCI n'a pas surpris le marché car il correspondait à la valeur attendue pour cet actif. Les deux offres successives de VINCI sur ASF contenaient de nombreuses analyses multicritères de l'actif sur la base des plans d'affaires fournis par ASF et ont été validées par les conseils financiers de VINCI et ceux d'ASF, par l'APE et par la Commission des Participations de l'Etat.

Il convient enfin de garder à l'esprit que les actionnaires privés d'ASF ont massivement apporté à l'offre publique lancée par VINCI au prix convenu avec l'Etat et que s'ils avaient jugé ce prix « désavantageux », ils auraient sans doute choisi de conserver leurs titres.

La Cour indique, in fine, que « il eût été préférable de déclarer infructueux l'appel d'offres et de procéder à une nouvelle mise aux enchères ».

Le processus de privatisation des sociétés d'autoroutes était régi par un Cahier des Charges qui définissait clairement les objectifs de l'Etat. L'Etat a cédé simultanément 3 sociétés d'autoroutes parfaitement comparables dans des conditions financières conformes à ses intérêts patrimoniaux, et dans des conditions permettant d'assurer le respect des Contrats de Concession ainsi que le développement à long terme des Sociétés, dans le cadre d'un projet industriel et social précis et structuré. L'Etat a donc été en mesure de vérifier que VINCI avait une offre comparable à celles reçues pour les deux autres sociétés et payait pour ASF un prix comparable à ceux offerts pour les deux autres.

Il convient donc de préciser que les travaux d'évaluation fournis par VINCI et ses conseils, tout comme leur examen par les conseils financiers de la cible, par ceux de l'Etat et par la Commission des Participations de l'Etat, ont montré que le multiple de valorisation induit par l'offre de VINCI est équivalent à ceux résultant des offres sur APRR et Sanef.

Données en millions d'euros, sauf cours de bourse et multiples.

Date	Acquéreur	Cible	Valeur d'Entreprise	Valeur d'entreprise
			Implicite (€m)	EBE 12 derniers mois
Dec-05	Eiffage-Macquarie	APRR	12,023	12.2x
Dec-05	Abertis	Sanef	9,249	12.3x
			Moyenne	12.2x
Dec-05	Vinci	ASF	19,540	12.1x

Source : Documentation financière des sociétés, rapports de recherche, Factset.

De même, les primes offertes pour les trois sociétés d'autoroutes françaises privatisées sont, une fois corrigés les effets de durée et de lois tarifaires, en ligne avec celles offertes dans le cadre de transactions portant sur des autoroutes américaines, qui ont eu lieu dans un fort contexte concurrentiel à quelques mois d'écart par rapport au processus de privatisation des autoroutes françaises.

ANNEXES

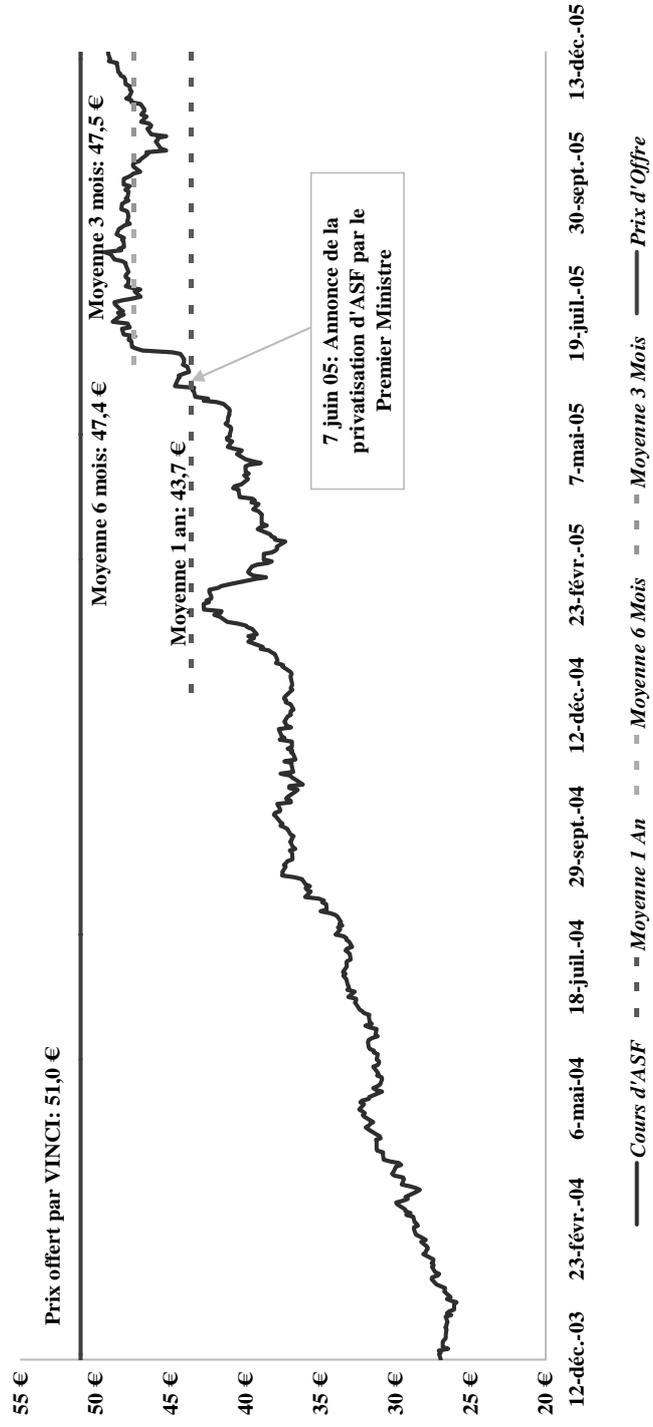
a) Evolution du cours de l'action ASF sur la période précédant l'annonce de la privatisation des autoroutes

A titre indicatif, le prix de 51€ offert par VINCI est supérieur aux cours de bourse historiques d'ASF, notamment sur la période précédant le lancement du processus de privatisation. Il représente une prime de 17.3% par rapport au cours de l'action ASF qui s'était établi à 43.46€, la veille de l'annonce du processus de cession.

		<u>Prime Implicite</u>
Cours au 6 juin 2005	€43.46	17.3%
Cours au 7 juin 2005	€43.57	17.1%
Moyenne 1 an	€43.66	16.8%
Moyenne 6 mois	€47.42	7.5%
Moyenne 3 mois	€47.45	7.5%

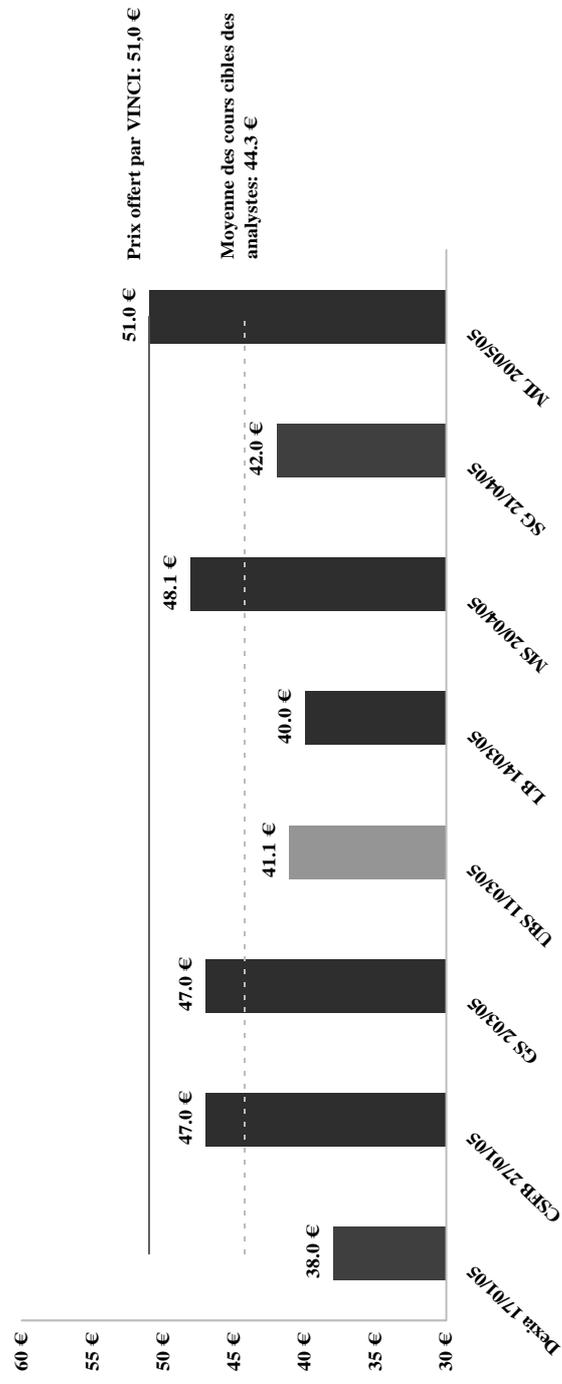
Source : Factset.

Note : Moyennes calculées par rapport au 13 décembre, veille de l'annonce des résultats du processus de privatisation.



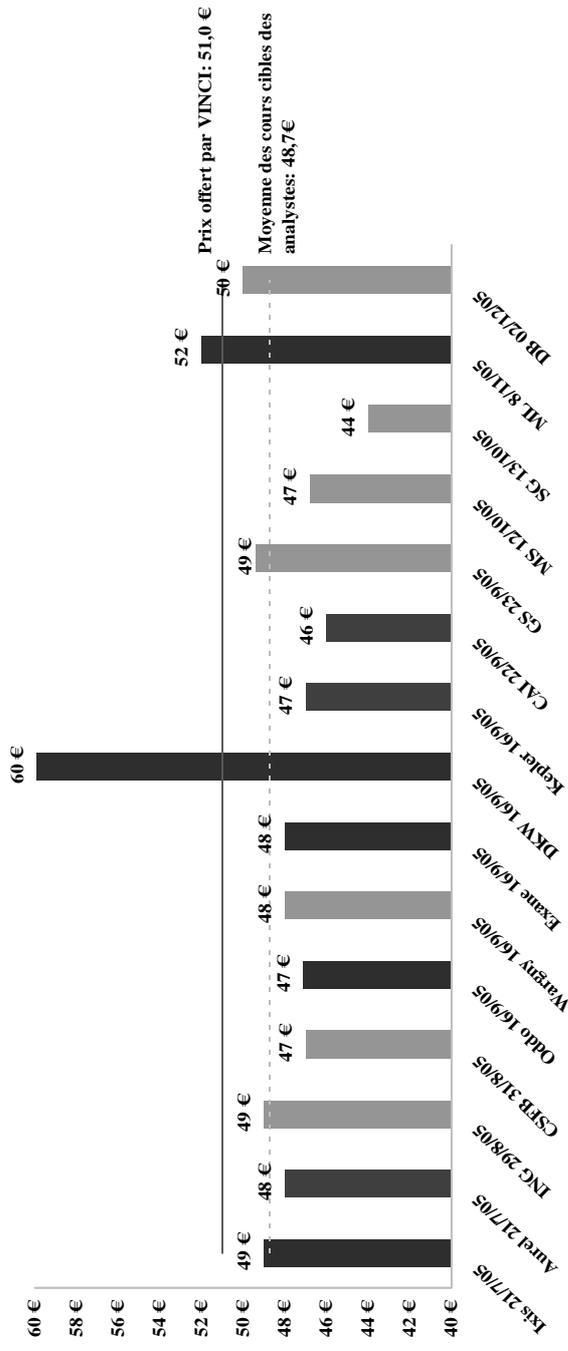
b) Perception de l'action ASF par les analystes de recherche

Sur la période précédant l'annonce de la privatisation des autoroutes, le prix de 51€ offert par Vinci est supérieur à la plupart des objectifs de cours des analystes de recherche ainsi qu'à la moyenne de ces objectifs qui s'établit à 44,3€.



Source: Rapports de recherche.

Suite à l'annonce du processus de cession, les objectifs de cours du consensus d'analystes ont progressivement augmenté, reflétant l'attrait spéculatif lié à la privatisation. Les analystes incluaient pour la plupart la prime de contrôle dans leur exercice de valorisation. Le prix de offert par Vinci reste cependant supérieur à la plupart des objectifs de cours des analystes post-annonce.



Source: Rapports de recherche.