

Objet : Le critère de l'opérateur avisé en économie de marché

La présente note a été validée par un groupe de travail réunissant l'Etat et les collectivités territoriales, elle n'a pas de valeur contraignante.

Elle résume les règles et méthodes permettant de qualifier une personne publique d'investisseur avisé en économie de marché et de placer son action en dehors du champ de la réglementation des aides d'Etat. Il est souligné que cette méthode est particulièrement complexe à mettre en œuvre dans la mesure où une personne publique, notamment les collectivités territoriales, interviennent en cas de carence de l'initiative privée.

1. Notion d'opérateur avisé en économie de marché

Lorsque des autorités publiques effectuent, directement ou indirectement, des **opérations économiques** sous quelque forme que ce soit¹, elles sont soumises aux règles de l'Union en matière d'aides d'État.

Les opérations économiques effectuées par des organismes publics (quel que soit le statut juridique) ne confèrent pas d'avantage à leur destinataire et, de ce fait, ne constituent pas des aides d'État lorsqu'elles sont réalisées dans les conditions normales du marché² : c'est le **principe de l'investisseur en économie de marché**.

- Il s'agit alors de démontrer que dans des circonstances similaires, un investisseur privé d'une taille comparable opérant dans les conditions normales du marché aurait pu être amené à réaliser l'investissement en cause³.

¹ Voir, par exemple, l'arrêt de la Cour de justice du 10 juillet 1986, Belgique/Commission, 40/85, ECLI:EU:C:1986:305, point 12.

² Arrêt de la Cour de justice du 11 juillet 1996, SFEL et autres, C-39/94, ECLI:EU:C:1996:285, points 60 et 61.

³ Voir, par exemple, l'arrêt de la Cour de justice du 21 mars 1990, Belgique/Commission (Tubemeuse), C-142/87, ECLI:EU:C:1990:125, point 29; l'arrêt de la Cour de justice du 21 mars 1991, Italie/Commission (Alfa Romeo), C-305/89, ECLI:EU:C:1991:142, points 18 et 19; l'arrêt du Tribunal du 30 avril 1998, Cityflyer Express/Commission, T-16/96, ECLI:EU:T:1998:78, point 51; l'arrêt du Tribunal du 21 janvier 1999, Neue Maxhütte Stahlwerke et Lech-Stahlwerke/Commission, affaires jointes T-129/95, T-2/96 et T-97/96, ECLI:EU:T:1999:7, point 104; l'arrêt du Tribunal du 6 mars 2003, Westdeutsche Landesbank Girozentrale et Land Nordrhein-Westfalen/Commission, affaires jointes T-228/99 et T-233/99, ECLI:EU:T:2003:57.

L'appréciation de la conformité d'une intervention étatique avec les conditions du marché doit se faire **ex ante, en tenant compte des informations disponibles au moment où la décision d'intervenir a été prise**. En effet, tout opérateur en économie de marché avisé procéderait normalement à sa propre appréciation *ex ante* de la stratégie et des perspectives financière d'un projet, par exemple au moyen d'un plan d'entreprise. **Des évaluations économiques effectuées *a posteriori* et conduisant à un constat rétrospectif de la rentabilité effective de l'investissement réalisé par l'État membre concerné ne sauraient suffire⁴**.

- Le niveau de détail d'une telle appréciation *ex ante* peut varier en fonction de la complexité de l'opération en cause et de la valeur des actifs, biens ou services concernés. Normalement, les évaluations *ex ante* devraient être établies avec l'aide d'experts disposant des compétences et de l'expérience adéquate. Elles devraient toujours être fondées sur des critères objectifs et ne devraient pas tenir compte de considérations liées à l'action des pouvoirs publics.

L'appréciation de la conformité d'une opération avec les conditions du marché doit se faire en évaluant globalement les effets de l'opération sur l'entreprise concernée (rentabilité future ou avantages économiques), indépendamment du fait de savoir si les moyens particuliers utilisés pour cette opération seraient accessibles aux opérateurs en économie de marché. À titre d'exemple, l'applicabilité du critère de l'opérateur en économie de marché ne saurait être écartée sur la seule base de la nature fiscale des moyens employés par l'État⁵.

A retenir :

Dans l'analyse de l'opérateur avisé en économie de marché, on ne tient pas compte :

- des objectifs de politique publique poursuivis (concernant l'emploi, par exemple) ;
- de la spécificité des moyens utilisés par la personne publique,
- des évaluations *a posteriori*.

Dans l'analyse de l'opérateur avisé en économie de marché, on tient compte :

- des informations disponibles au moment de la prise de décision,
- de la rentabilité du bénéficiaire,
- des critères objectifs,
- des avis d'experts ou, à défaut, de personnes compétentes.

2. Détermination de la conformité de l'opération avec les conditions du marché

Plusieurs possibilités existent pour établir qu'une opération réalisée par un opérateur public a été faite dans les mêmes conditions qu'un opérateur avisé en économie de marché :

- **le respect de critères permettant d'établir la conformité directe avec les conditions normales de marché ;**
- **l'application de méthode d'analyse et d'évaluation ;**

⁴ Arrêt de la Cour de justice du 5 juin 2012, Commission/EDF, C-124/10 P, ECLI:EU:C:2012:318, point 85.

⁵ Arrêt de la Cour de justice du 5 juin 2012, Commission/EDF, C-124/10 P, ECLI:EU:C:2012:318, point 88.

1/ Cas dans lesquels la conformité avec les conditions du marché peut être établie directement

La conformité d'une opération avec les conditions du marché peut être établie directement sur la base des informations du marché spécifiques à cette opération dans les situations suivantes :

1. lorsque l'opération de financement des risques est effectuée «*pari passu*» par des entités publiques et des opérateurs privés ; ou
2. lorsqu'elle porte sur la vente et l'achat d'actifs, de biens et de services (ou autres opérations comparables) dans le cadre d'appels d'offres concurrentiels, transparents, non discriminatoires et inconditionnels.
3. lorsque les conditions des communications de la Commission excluant l'élément d'aide sur les garanties ou sur les taux de référence sont respectés.

a. Opérations «*pari passu*»

Voir la fiche *pari-passu* : <http://www.europe-en-france.gouv.fr/Centre-de-ressources/Aides-d-etat/Actualites-et-productions>.

b. Vente et achat d'actifs, de biens et de services (ou autres opérations comparables) dans le cadre d'appels d'offres concurrentiels, transparents, non discriminatoires et inconditionnels

Lorsque la vente et l'achat d'actifs, de biens et de services (ou d'autres opérations comparables) sont effectués à l'issue d'une **procédure d'appel d'offres ouverte, transparente, non discriminatoire**, conformément aux règles marchés publics, **et inconditionnelle**, il peut être présumé que ces opérations sont conformes aux conditions du marché.

Le recours aux procédures prévues dans les directives sur les marchés publics et le respect de celles-ci peuvent être jugés suffisants pour satisfaire aux conditions susmentionnées, pour autant que la **procédure soit bien ouverte, transparente et non discriminatoire**. Cela ne s'applique pas dans les circonstances particulières qui rendent impossible l'établissement d'un prix du marché :

- tel que le recours à la procédure négociée sans publication d'un avis de marché ;
- la soumission d'une seule offre, à moins i) qu'il existe des mesures de sauvegarde particulièrement strictes lors de l'élaboration de la procédure, qui garantissent une concurrence réelle et effective, et qu'il n'apparaisse pas qu'un seul opérateur soit objectivement en mesure de présenter une offre crédible ou ii) que les autorités publiques vérifient par des moyens supplémentaires que le résultat correspond au prix du marché.

La procédure doit également être inconditionnelle c'est-à-dire que celui qui achète est libre d'acquérir les actifs, biens et services à vendre et de les utiliser comme bon lui semble. Dès lors que la vente est subordonnée au respect par l'acheteur d'obligations particulières qui servent les pouvoirs publics ou l'intérêt collectif en général et qu'un vendeur privé n'aurait pas imposées - autres que celles qui découlent du droit national général ou de décisions des autorités d'aménagement du territoire - l'appel d'offres ne peut être considéré comme inconditionnel. Le seul critère pertinent pour le choix de l'acquéreur doit être le prix le plus élevé, en tenant compte également des arrangements contractuels exigés (par exemple, la garantie de vente du vendeur ou d'autres engagements d'après-vente). Seules les offres crédibles et contraignantes doivent être examinées.

Par exemple, une procédure de marché public n'est pas considérée comme inconditionnelle si la personne publique impose à l'acheteur des locaux qu'elle vend de les réserver au moins une fois par mois à des activités associatives. Dans des conditions normales de marché, l'acheteur est celui qui propose le meilleur prix.

La communication de la Commission concernant les éléments d'aide d'État contenus dans des ventes de terrains et de bâtiments par les pouvoirs publics (97/C 209/03) apporte des éléments de précisions sur les procédures d'appel d'offres ouvertes, transparentes, non discriminatoires, et inconditionnelles.

- c. Éléments particuliers à prendre en considération pour établir si les conditions des prêts et des garanties sont conformes aux conditions du marché

Comme pour toute autre opération, les prêts et les garanties accordés par des organismes publics (y compris des entreprises publiques) peuvent contenir un élément d'aide s'ils ne sont pas conformes aux conditions du marché.

Garanties conformes aux conditions normales de marché

Dans la plupart des cas, **l'aide peut n'être présente qu'au niveau de l'emprunteur**, car la garantie publique peut lui conférer un avantage en lui permettant d'emprunter à un taux qu'il n'aurait pas pu obtenir sur le marché si elle ne lui avait pas été accordée (ou d'emprunter dans une situation où, exceptionnellement, aucun prêt n'aurait pu être obtenu sur le marché, à quelque taux que ce soit). Toutefois, dans certaines circonstances particulières, l'octroi d'une garantie de l'État peut aussi contenir un **élément d'aide en faveur du prêteur**, notamment lorsque la garantie est accordée *ex post* sur une obligation existante entre le prêteur et l'emprunteur, lorsque l'avantage conféré n'est pas pleinement transféré vers l'emprunteur ou lorsqu'un prêt garanti est utilisé pour rembourser un autre prêt, qui lui n'est pas garanti.

Toute garantie accordée à des conditions plus favorables que celles du marché, compte tenu de la situation économique de l'emprunteur, confère un avantage à ce dernier (qui acquitte une prime qui ne reflète pas correctement le risque assumé par la caution). En règle générale, les garanties illimitées ne sont pas conformes aux conditions normales du marché. Cela vaut aussi pour les garanties implicites découlant de la responsabilité de l'État vis-à-vis des dettes d'entreprises insolubles soustraites à l'application du droit commun en matière de faillite.

En l'absence d'informations sur le marché spécifiques à une opération de prêt donnée, la conformité de l'instrument de garantie avec les conditions du marché peut être établie par comparaison avec des opérations comparables (c'est-à-dire au moyen d'une analyse comparative). Néanmoins, en vue de faciliter l'appréciation du respect du critère de l'opérateur en économie de marché par une mesure la Commission a élaboré des orientations précises sur les indicateurs [et les présomptions irréfutables («primes refuge») pour les PME] relatifs aux garanties dans sa communication sur les garanties⁶.

⁶ Communication de la Commission sur l'application des articles 87 et 88 du traité CE aux aides d'État sous forme de garanties (JO C 155 du 20.6.2008, p. 10).

Selon cette communication, pour exclure la présence d'une aide, il est généralement suffisant que :

- a) L'emprunteur n'est pas en difficulté financière ;
- b) La portée de la garantie peut être mesurée de façon adéquate lors de son octroi. En d'autres termes, la garantie doit être attachée à une opération financière précise, porter sur un montant maximum déterminé et être limitée dans le temps ;
- c) La garantie ne couvre pas plus de 80 % du solde du prêt restant dû ou de toute autre obligation financière; cette limite n'est pas applicable aux garanties couvrant des titres de créance ; (les collectivités doivent tenir compte des limites fixées par le CGCT)
- d) La garantie donne lieu au paiement d'une prime conforme au prix du marché.

Lorsque les garanties ne sont pas conformes au principe de l'investisseur avisé en économie de marché, ils sont réputés contenir un élément d'aide d'État. Cet élément doit donc être quantifié afin de pouvoir vérifier si l'aide peut être considérée comme compatible en vertu d'une exemption spécifique.

Prêts conformes aux conditions normales de marché

En l'absence d'informations sur le marché spécifiques à une opération de prêt donnée, la conformité de l'instrument de prêt avec les conditions du marché peut être établie par comparaison avec des opérations similaires (c'est-à-dire au moyen d'une analyse comparative). Néanmoins, en vue de faciliter l'appréciation du respect du critère de l'opérateur en économie de marché par une mesure, la Commission a élaboré une méthodologie permettant de calculer un taux de référence qui tiendrait lieu de prix du marché pour les prêts décrite dans la communication sur les taux de référence⁷. Le taux de marché se fonde sur le taux IBOR à un an qui constitue la base de calcul. Pour les Etats membres qui ne disposent pas de ce taux le taux du marché monétaire à 3 mois sera utilisé. Cette base de calcul est mise à disposition des Etats membres par la Commission européenne⁸ Il est réactualisé périodiquement. Ce taux de base est augmenté d'une marge qui varie en fonction de la notation de l'entreprise et de son niveau de sureté. Le niveau de sureté normal est celui qui est requis par les institutions financières à titre de garantie pour leurs prêts et se mesure par le taux de perte en cas de défaillance (*Loss Given Default- LGD* selon Bâle II). La marge est elle-même augmentée de 100 points de base.

Ainsi, la Commission européenne considèrera généralement qu'un prêt consenti au moins au taux de référence correspond à un prêt avisé en économie de marché. Par ailleurs, elle comparera ce référentiel aux taux pratiqués par les intermédiaires financiers sélectionnés ou mandatés par un Etat membre pour déterminer l'élément d'aide contenu dans les prêts bonifiés. Ces bonifications (aides d'Etat) devront alors être compatibles avec les lignes directrices relatives aux aides d'Etat visant à promouvoir les investissements en faveur du financement des risques (JOUE C 19/4 du 22.1.2014).

Il convient de rappeler que ce taux n'est qu'un simple indicateur. Si les opérations comparables ont été habituellement effectuées à un prix inférieur à celui servant d'indicateur, l'État membre peut

⁷ Voir la communication de la Commission relative à la révision de la méthode de calcul des taux de référence et d'actualisation (JO C 14 du 19.1.2008, p. 6). Pour les prêts subordonnés, qui ne sont pas concernés par la communication sur les taux de référence, la méthodologie exposée dans la décision de la Commission du 11 décembre 2008 concernant l'aide d'État N55/2008, GA/EFRE Nachrangdarlehen (JO C 9 du 14.1.2009, p.1), peut être utilisée.

⁸ Publié à l'adresse suivante : http://ec.europa.eu/competition/state_aid/legislation/reference_rates.html.

considérer que ce prix inférieur est celui du marché. Si, en revanche, la même entreprise a récemment effectué des opérations similaires à un prix plus élevé que celui correspondant au taux de référence et que sa situation financière et son environnement commercial sont restés globalement inchangés, le taux de référence peut ne pas constituer un indicateur valable.

2/ Cas dans lesquels la conformité d'une opération avec les conditions du marché peut être établie sur la base d'une analyse comparative ou d'autres méthodes d'appréciation

Il s'agit des cas où la conformité d'une opération avec les conditions du marché ne peut être établie directement (voir 1/ci-dessus).

a. Analyse comparative

Déterminer si une opération est conforme aux conditions du marché peut se faire en examinant les conditions dans lesquelles des opérations comparables réalisées par des opérateurs privés comparables se sont déroulées dans des situations comparables (analyse comparative).

Pour sélectionner des opérations de référence adéquates, il convient d'accorder une attention particulière :

- **au type d'opérateur concerné** (holding de groupe, fonds spéculatif ou investisseur à long terme cherchant à réaliser des bénéfices à longue échéance, par exemple),
- à la **nature de l'opération en cause** (prise de participation en fonds propres ou opération de prêt, par exemple),
- aux **marchés concernés** (marchés financiers, marchés de technologies à croissance rapide, marchés de services d'utilité publique ou marchés d'infrastructures, par exemple),
- au **moment** où ces opérations se produisent (la situation de l'entreprise bénéficiaire et du marché concerné, par exemple).

L'analyse comparative peut ne pas constituer une méthode appropriée pour établir les prix du marché si les opérations de référence utilisables n'ont pas été définies en tenant compte des considérations propres au marché ou si les prix existants sont considérablement faussés par des interventions publiques.

L'évaluation comparative ne permet généralement pas de parvenir à une valeur de référence «précise», mais plutôt à une fourchette de valeurs possibles établie sur la base d'un ensemble d'opérations comparables.

- La Commission recommande normalement de prendre en considération des mesures de tendance centrale, telles que la moyenne⁹ ou la médiane¹⁰ de l'ensemble des opérations comparables. Si les valeurs à prendre en compte sont nombreuses, l'utilisation de la valeur moyenne sera plus facile.

⁹ La moyenne est calculée en additionnant toutes les valeurs de la suite, puis en divisant par le nombre de valeurs.

¹⁰ La médiane, c'est un nombre qui partage la suite en deux parties de même taille.

b. Autres mesures d'appréciation

Une méthode standard communément admise peut être utilisée, il peut s'agir:

- du calcul du taux de rendement interne ;
- de l'évaluation de la décision d'investissement sous l'angle de sa valeur actuelle nette (VAN), ce qui aboutit dans la plupart des cas à un résultat équivalent à celui du taux de rendement interne¹¹.

TRI :

Le taux de rendement interne est un indicateur qui permet de mesurer la pertinence d'un projet. Le TRI ne se fonde pas sur la comptabilisation des profits au cours d'un exercice donné, mais tient compte des flux de trésorerie futurs que l'investisseur s'attend à recevoir sur la durée de vie totale de l'investissement. Son principe est simple : il prend en compte tous les flux (achats, ventes, revenus, frais, fiscalité...), et ramène tout sur un rendement annuel.

Voir exemple en annexe.

L'université de New York propose une base de donnée mise à jour annuellement contenant le Coût Moyen du capital par secteur et par région (Europe, Amérique, Asie) qui peut être défini comme le TRI moyen d'un projet attendu dans un secteur donné : http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.htm

VAN :

La VAN est la différence entre les flux de trésorerie positifs et les flux de trésorerie négatifs sur la durée de vie de l'investissement, comptabilisés avec le rendement approprié (le coût du capital).

Voir exemple en annexe.

La corrélation entre la VAN et le taux de rendement interne est parfaite lorsque ce dernier est égal au coût d'opportunité de l'investisseur. Lorsque la VAN d'un investissement est positive, cela signifie que le projet présente un taux de rendement interne supérieur au taux requis (le coût d'opportunité de l'investisseur). Dans ce cas, l'investissement en vaut la peine. Si la VAN du projet est nulle, le taux de rendement interne du projet correspond au taux de rendement requis. Dans ce cas, il importe peu que l'investisseur réalise l'investissement ou investisse ailleurs. Lorsque la VAN est négative, le

¹¹ La corrélation entre la VAN et le taux de rendement interne est parfaite lorsque ce dernier est égal au coût d'opportunité de l'investisseur. Lorsque la VAN d'un investissement est positive, cela signifie que le projet présente un taux de rendement interne supérieur au taux requis (le coût d'opportunité de l'investisseur). Dans ce cas, l'investissement en vaut la peine. Si la VAN du projet est nulle, le taux de rendement interne du projet correspond au taux de rendement requis. Dans ce cas, il importe peu que l'investisseur réalise l'investissement ou investisse ailleurs. Lorsque la VAN est négative, le taux de rendement interne est inférieur au coût du capital. L'investissement n'est pas suffisamment rentable car il existe de meilleures opportunités ailleurs. Lorsque le taux de rendement interne et la VAN mènent à des décisions d'investissement différentes (cas susceptible de survenir, en particulier, dans des projets qui s'excluent mutuellement), c'est la méthode de la VAN qui devrait être privilégiée, conformément à la pratique du marché, à moins qu'il y ait de fortes incertitudes concernant le taux d'actualisation approprié.

taux de rendement interne est inférieur au coût du capital. L'investissement n'est pas suffisamment rentable car il existe de meilleures opportunités ailleurs.

Lorsque le taux de rendement interne et la VAN mènent à des décisions d'investissement différentes (cas susceptible de survenir, en particulier, dans des projets qui s'excluent mutuellement), c'est la méthode de la VAN qui devrait être privilégiée, conformément à la pratique du marché, à moins qu'il y ait de fortes incertitudes concernant le taux d'actualisation approprié.

Le caractère approprié d'une méthode d'évaluation peut dépendre de la situation de l'entreprise concernée sur le marché¹², de la disponibilité des données ou de la nature de l'opération. À titre d'exemple, alors qu'un investisseur cherche à obtenir un bénéfice en investissant dans des entreprises (auquel cas il est probable que l'examen du taux de rendement interne ou de la VAN constitue la méthode la plus appropriée), un créancier cherche à obtenir le paiement des sommes (principal et intérêts éventuels) qui lui sont dues par un débiteur dans le délai fixé contractuellement et légalement (auquel cas l'évaluation des sûretés exigées, comme la valeur des actifs, pourrait être plus pertinente). Dans le cas d'une vente de terrains, une évaluation réalisée par un expert indépendant, préalablement aux négociations précédant la vente, pour fixer la valeur marchande sur la base d'indicateurs du marché et de critères d'évaluation communément acceptés est en principe satisfaisante¹³.

- La VAN ou le TRI peuvent, par exemple, être comparés au *hurdle rate* généralement accepté par les investisseurs dans le secteur concerné. Il s'agit du taux de rendement minimum que les investisseurs sont prêts à accepter eu égard aux risques du projet. Si la VAN ou le TRI sont inférieurs au taux de rendement qui serait normalement exigé, il y aurait une aide d'Etat en faveur de l'entreprise. Si ces taux sont très largement supérieurs alors il y aurait une aide d'Etat en faveur des autres investisseurs ou de l'intermédiaire financier.

Les méthodes de calcul du taux de rendement interne ou de la VAN d'un investissement n'aboutissent généralement pas à une valeur précise qui pourrait être acceptée, mais plutôt à une fourchette de valeurs possibles (en fonction des circonstances économiques, juridiques ou autres propres à l'opération entrant en ligne de compte dans la méthode d'appréciation).

- La Commission recommande généralement de prendre en considération des mesures de tendance centrale, telles que la moyenne ou la médiane de l'ensemble des opérations comparables.

¹² À titre d'exemple, dans le cas d'une liquidation d'entreprise, une évaluation fondée sur la valeur de liquidation ou sur la valeur des actifs pourrait constituer la méthode d'appréciation la plus appropriée.

¹³ Lorsqu'il apparaît que la méthode par comparaison (analyse comparative) n'est pas appropriée et que les autres méthodes communément admises ne permettent pas de déterminer avec précision la valeur du terrain, une autre méthode pourrait être employée, telle que le «Vergleichspreissystem» proposé par l'Allemagne [méthode d'évaluation des terres agricoles et forestières approuvée dans la décision de la Commission concernant l'aide d'État SA.33167 - Proposition de méthode alternative pour évaluer les terres agricoles et forestières en Allemagne lors de leur vente par des autorités publiques (JO C 43 du 15.2.2013, p. 7)]. En ce qui concerne les limites des autres méthodes, voir l'arrêt de la Cour de justice du 16 décembre 2010, Seydaland Vereinigte Agrarbetriebe, C-239/09, ECLI:EU:C:2010:778, point 52.

Les opérateurs avisés en économie de marché évaluent généralement leurs interventions en recourant à plusieurs méthodes pour corroborer les estimations (par exemple, les calculs de la VAN sont validés par des méthodes d'évaluation comparative).

La communication de la Commission concernant les éléments d'aide d'État contenus dans des ventes de terrains et de bâtiments par les pouvoirs publics (97/C 209/03) apporte des éléments de précision sur la méthodologie de l'analyse comparative en la matière.

Attention : s'il n'y a pas de référentiel de marché, alors la Commission considèrera généralement qu'il existe une aide d'Etat du seul fait de l'investissement (les investisseurs avisés n'intervenant pas sur ce type d'investissement dans des conditions normales de marché).