

Commission des participations et des transferts

Avis n° 98 - A - 4

du 19 novembre 1998

La Commission,

Vu la lettre en date du 11 septembre 1998 par laquelle le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission, en application de l'article 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, en vue de "mettre en oeuvre la prise de participation croisée de 2 % entre Deutsche Telekom et France Telecom prévue par leur accord de partenariat stratégique, une augmentation du capital de France Telecom à hauteur de 5 % ainsi que la cession sur le marché du solde des actions France Telecom originellement "réservées" en automne dernier à Deutsche Telekom " ;

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

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

Vu la loi n° 90-568 du 2 juillet 1990 relative à l'organisation du service public de la poste et des télécommunications, modifiée par la loi n° 96-660 du 26 juillet 1996 relative à l'entreprise nationale France Telecom ;

Vu le décret du 18 septembre 1998 autorisant le transfert au secteur privé de participations minoritaires de l'Etat au capital de l'entreprise nationale France Telecom ;

Vu l'avis de la Commission de la privatisation n° 97- A. - 8 du 18 septembre 1997 relatif à l'ouverture du capital de l'entreprise nationale France Telecom ;

Vu l'avis de la Commission des participations et des transferts n° 98 - A. - 3 du 22 septembre 1998 relatif à l'offre réservée aux salariés et anciens salariés de France Telecom ;

Vu l'avis relatif au projet d'entrée d'une société au capital de France Telecom publié au Journal officiel du 8 novembre 1998 ;

Vu le dossier adressé à la Commission le 21 septembre 1998 par la direction du Trésor et comprenant 1/ une note de présentation générale de l'opération accompagnée d'une note des banques conseils de l'Etat et d'une note juridique relative à l'intervention de la Commission à l'occasion d'une cession réalisée par voie d'offre à prix ouvert ; 2/ une note de présentation du projet de l'accord de coopération et des conditions de cession de 2 % du capital de France Telecom à Deutsche Telekom ;

Vu les rapports d'évaluation de France Telecom établis par Paribas et Deutsche Bank, conseils de l'Etat, et par Lazard Frères et Cie, Banexi et Merrill Lynch, conseils de l'entreprise, transmis le 21 septembre 1998 ;

Vu la note de synthèse des rapports d'évaluation transmise par la direction du Trésor le 28 septembre 1998 ;

Vu les compléments au rapport d'évaluation des banques conseils de l'entreprise transmis le 29 septembre 1998 et le 5 novembre 1998 ainsi que le complément au rapport d'évaluation des banques conseils de l'Etat transmis le 5 novembre 1998 ;

Vu la note transmise le 9 novembre 1998 par la Direction du Trésor et relative à l'évaluation de l'entreprise ainsi qu'à une recommandation de prix minimum ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 24 septembre 1998, la direction du Trésor, représentée par MM. Nicolas JACHET, chef de service et Bruno VILLARD, chef de bureau, assistée de ses banques conseils, Paribas, représentée par M. Hervé LETALENET, responsable du secteur télécommunication au département conseil, et Deutsche Bank, représentée par MM. Charles MATAR, directeur général, Bruno HALLAK et Axel MAJERT ;

- le 29 septembre 1998, France Telecom, représentée par MM. Michel BON, président-directeur général, Jean-Louis VINCIGUERRA, Pierre HILAIRE, et Jean-Marie DANJOU, assistée de ses banques conseils, Lazard Frères et Cie, représentée par MM. François de COMBRET, Erik MARIS, associés-gérants, et Mme Virginie CHARDIGNY, Banexi, représentée par Mme Inès SCHWARTZ, directeur adjoint et M. Philippe-Olivier ROUSSEAU, Merrill Lynch, représentée par M. Marc PANDRAUD, directeur général, Rothschild et Cie, représentée par M. François HENROT, associé-gérant ;

- le 1er octobre 1998, successivement, 1/ Deutsche Telekom représenté par le Dr. Ron SOMMER, président du Directoire, assisté de M. François HENROT, associé-gérant de Rothschild et Cie, puis conjointement France Telecom représentée par M. Michel BON, président-directeur général ; 2/ France Telecom représentée par MM. Michel BON, président-directeur général, Jean-Louis VINCIGUERRA et Pierre HILAIRE, assistée de ses banques conseils Lazard Frères et Cie, représentée par MM. François de COMBRET, Tanguy LE GOUVELLO, et Erik MARIS, associés-gérants, Banexi, représentée par Mmes Inès SCHWARTZ, directeur adjoint, Michèle TOTAH, et M. Patrick MOUQUET, Merrill Lynch, représentée par M. Marc PANDRAUD, directeur général ; 3/ la direction du Trésor, représentée par MM. Nicolas JACHET, chef de service, Bruno VILLARD, chef de bureau et Cédric LEOTY, assistée de ses banques conseils, Paribas, représentée par MM. Xavier BLANDIN, directeur, Marc VERMEULEN, Franck CEDDAHA, et Hervé LETALENET, Deutsche Bank, représentée par MM. Charles MATAR, directeur général, Frank PONT, Bruno HALLAK, et Charles-Henri GAULTIER ;

- le 8 octobre 1998, l'Autorité de Régulation des Télécommunications (ART), représentée par MM. Jean-Michel HUBERT, président et Bernard ZUBER, membre du Collège de l'Autorité ;

- le 10 novembre 1998, successivement, 1/ France Telecom représentée par MM. Michel BON, président-directeur général, Jean-Louis VINCIGUERRA et Pierre HILAIRE, assistée de ses banques conseils Lazard Frères et Cie, représentée par MM. François de COMBRET, et Erik MARIS, associés-gérants, Banexi, représentée par Mme Inès SCHWARTZ, directeur adjoint, et M. Philippe-Olivier ROUSSEAU, Merrill Lynch, représentée par M. Marc PANDRAUD, directeur général ; 2/ la direction du Trésor, représentée par M. Nicolas JACHET, chef de service, Mme Stéphane PALLEZ, sous-directeur, MM. Bruno VILLARD, chef de bureau, et Cédric LEOTY, assistée de ses banques conseils, Paribas, représentée par MM. Xavier BLANDIN, directeur, Hervé LETALENET, Philippe de CARAMAN, et Thomas COUPION, Deutsche Bank, représentée par MM. Charles MATAR, directeur général, Bruno HALLAK, et Axel MAJERT ;

- le 19 novembre 1998, la direction du Trésor représentée par MM. Nicolas JACHET, chef de service, et Bruno VILLARD, chef de bureau, assistée de ses banques conseils, Paribas, représentée par MM. Xavier BLANDIN, directeur, Marc VERMEULEN et Thomas COUPION, et Deutsche Bank, représentée par MM. Bruno HALLAK, sous-directeur, et Charles-Henri GAULTIER ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I - Un an après la première ouverture du capital de France Telecom qui avait fait l'objet de son avis n° 97 - A. - 8, la Commission des participations et des transferts est saisie par le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie d'une nouvelle opération de mise sur le marché qui comportera :

- une augmentation de capital de 5 % réalisée pour partie par attribution de bons de souscription d'actions aux actionnaires de France Telecom, et pour partie par émission d'obligations convertibles en actions ;

- une offre à prix ouvert proposée au public et un placement global, en France et à l'étranger, auprès d'investisseurs institutionnels ;

L'Etat envisage dans le même temps la cession de 2 % du capital de France Telecom à Deutsche Telekom, selon la procédure de cession minoritaire de gré à gré accompagnant un accord de coopération industrielle. La Commission émettra un avis séparé sur cette opération à l'issue du délai ouvert par la publication de l'avis du 8 novembre 1998 susvisé.

A l'issue de ces transferts, la participation de l'Etat dans France Telecom passerait de 75 % à 62 % environ.

II - La Commission a disposé des rapports d'évaluation établis par les banques conseils de l'Etat et celles de l'entreprise et qui reposent sur une analyse multicritères :

- a) Une approche intrinsèque valorisant chacun des métiers de l'entreprise, fondée sur les projections d'activité à moyen terme établies par France Telecom. Cette méthode, dont les résultats dépendent des hypothèses de développement, de l'horizon temporel et du taux d'actualisation choisis, présente l'avantage de s'inspirer directement des réalités industrielles de l'entreprise et de ses axes stratégiques.
- b) Une comparaison avec un échantillon d'entreprises européennes cotées dans le secteur des Télécommunications. Cette méthode permet de se référer à des valeurs réellement observées dans le même secteur et pour des entreprises parfois cotées depuis plusieurs années. Cependant la sélection des données de marché, les retraitements comptables nécessaires, la détermination de l'échantillon et enfin la préférence accordée à tel ou tel agrégat (par exemple l'excédent brut d'exploitation) constituent autant de choix qui exigent une interprétation prudente.
- c) L'actualisation des flux financiers, enfin, dépend notamment des hypothèses choisies sur l'évolution future des besoins de financement, des résultats et des dividendes ainsi que de la méthode retenue pour apprécier la valeur de l'entreprise au-delà de l'horizon des prévisions de flux.

III - Analysant les comptes et les résultats de l'entreprise depuis octobre 1997, ainsi que ses perspectives d'activité, la Commission a notamment relevé que l'évolution du chiffre d'affaires (157 milliards de FRF en 1997 et 78 milliards de FRF au premier semestre 1998) ainsi que des marges (l'excédent brut d'exploitation s'élevait à 57 milliards de FRF en 1997 et 29 milliards de FRF au premier semestre 1998) résultait d'une part d'une augmentation des volumes et d'autre part des baisses de tarif décidées en 1997 qui ont permis par ailleurs à l'entreprise de réviser ses prévisions d'activité à la hausse dans son plan d'affaires.

France Telecom a enregistré au cours des derniers mois des succès commerciaux importants tant dans le secteur des téléphones mobiles - dont le développement a été plus rapide qu'escompté et s'est traduit par un doublement en un an du marché des abonnés ITINERIS - que dans les services d'accès à Internet (WANADOO). Les activités européennes et internationales ont bénéficié d'une croissance accélérée.

La Commission relève que l'activité de l'entreprise se déploie désormais dans un cadre réglementaire qui a déjà été largement défini par les décisions de l'Autorité de Régulation des Télécommunications (ART) même si la position concurrentielle de France Telecom peut se trouver déplacée dans l'avenir par de nouvelles décisions et surtout par l'arrivée progressive des nouveaux opérateurs dans le domaine du téléphone fixe.

France Telecom a dans le même temps renforcé sa coopération avec Deutsche Telekom qui lui permet de participer au mouvement général d'alliances entre les opérateurs au niveau mondial en vue de présenter des offres globales de services aux grandes entreprises. Les accords entre France Telecom et Deutsche Telekom font partie intégrante de l'ensemble des opérations d'ouverture du capital de France Telecom envisagées par l'Etat. Le présent avis s'inscrit dans ce contexte.

IV - La Commission a examiné l'évolution des cours de l'action pendant les douze derniers mois. L'inclusion parmi les principales valeurs du CAC 40 constitue une nouvelle donne par rapport à la situation qui prévalait lors de l'introduction.

Cette première année boursière s'est traduite globalement par une hausse importante du cours qui est passé d'une première cotation de 206 FRF par action à plus de 400 FRF, atteignant même le niveau record de 498 FRF le 25 août 1998, suivi à fin septembre d'une forte baisse conjoncturelle dans le contexte des perturbations connues par les marchés financiers. Le point le plus bas atteint jusqu'ici a été de 331 FRF suivi d'une reprise. La volatilité du titre est élevée et s'est traduite par des variations pouvant atteindre 5% au cours d'une seule séance boursière. Cette volatilité est susceptible de se maintenir à un niveau important du fait des incertitudes persistantes affectant les marchés.

Parmi les facteurs explicatifs de l'appréciation du titre, au-delà de la hausse de l'indice CAC 40 qui est passé en un an de 3000 à 3500, la Commission relève la faveur dont bénéficient en général les sociétés de télécommunication, la faible exposition de France Telecom aux difficultés récemment éprouvées par de nombreux pays émergents et les qualités reconnues de la gestion de l'entreprise. Elle note aussi que la prise en compte de la totalité du capital dans l'indice CAC 40, alors que les transactions ne portent que sur le quart du capital, constitue un facteur technique de hausse du fait de la relative rareté du titre qu'elle engendre.

V - Compte tenu de ces éléments, et après avoir pris en compte l'ensemble des informations qui lui ont été communiquées, la Commission estime que la valeur de France Telecom ne saurait être inférieure à 320 milliards de francs pour un milliard d'actions composant le capital social avant l'augmentation de capital projetée.

VI - En ce qui concerne les bons de souscription d'actions et les obligations convertibles en actions dont l'émission est prévue dans le cadre de l'augmentation de capital, la Commission :

- constate que la loi du 6 août 1986 modifiée susvisée prévoyant notamment que l'Etat peut utiliser "tous titres ou valeurs mobilières assortis ou non d'éléments donnant un droit sur le capital", l'utilisation des instruments envisagés entre bien dans le champ de la loi ;
- observe que les bons de souscription d'actions attribués à l'Etat seront immédiatement convertis en actions cédées sur le marché au prix du placement global ;
- relève qu'il ressort des documents soumis à la Commission que les obligations convertibles en actions devraient être émises aux conditions de marché, en même temps que la vente des actions. Cette simultanéité devrait garantir la cohérence entre la valeur implicite de l'action associée à l'obligation et le prix des actions offertes. Il appartiendra à la Commission, lors de l'avis qu'elle sera appelée à rendre sur le projet d'arrêté du Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie fixant les modalités finales de l'opération, de vérifier que la valeur susmentionnée ne sera pas inférieure à la valeur minimum de l'action définie dans le présent avis.

Adopté dans la séance du 19 novembre 1998 où siégeaient MM. Jean SERISE, membre de la Commission présidant la séance, André BLANC, Daniel DEGUEN, Robert DRAPE, Jean-Daniel LE FRANC, Jacques MAIRE, membres.

Le membre de la Commission
présidant la séance

Jean SERISE

