

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2000 - A.C. - 2

du 29 mai 2000

La Commission,

Vu la lettre en date du 19 mai 2000 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, du projet d'acquisition qui serait faite par France Télécom de l'opérateur britannique de télécommunication mobile Orange, dans le cadre d'un accord conclu de gré à gré avec l'entreprise Vodafone, et que France Télécom financerait pour partie en numéraire et pour partie par apport d'actions France Télécom, sous la forme d'une augmentation de capital réservée ;

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

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

Vu 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 projet de décret autorisant le transfert au secteur privé de participations minoritaires de l'Etat au capital de l'entreprise nationale France Telecom transmis à la Commission le 29 mai 2000 ;

Vu le Protocole d'accord (« *Outline Term Sheet* ») conclu le 16 mai 2000 entre France Télécom et Vodafone ;

Vu le dossier contenant des éléments d'information sur Orange transmis à la Commission le 18 mai 2000 par Rothschild et Cie, banque conseil de France Télécom ;

Vu le rapport de synthèse établi par Rothschild et Cie sur l'acquisition d'Orange par France Télécom et transmis à la Commission le 22 mai 2000 ;

Vu les notes transmises, en réponse à des questions de la Commission, par Rothschild et Cie le 25 mai 2000 ;

Vu la lettre du président de France Télécom adressée à la Commission le 25 mai 2000 ;

Vu la note du Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie adressée à la Commission le 25 mai 2000 ;

Vu le projet de contrat de cession, comprenant notamment le document intitulé Accord de coopération financière, transmis à la Commission le 29 mai 2000 ;

Vu les autres pièces du dossier,

Après avoir entendu :

- le 23 mai 2000 successivement :

1/ France Télécom représenté par MM. Michel BON, président directeur général, Jean-Louis VINCIGUERA et Emmanuel GUILLAUME, assisté de sa banque conseil Rothschild et Cie, représentée par MM. Christophe DESPREZ, associé gérant, et Cyril de MONTMARIN ;

2/ la direction du Trésor représentée par MM. Nicolas JACHET, chef du service des participations, Ramon FERNANDEZ et Anthony REQUIN ;

- le 25 mai 2000 successivement :

1/ France Télécom représenté par MM. Michel BON, président directeur général, et Emmanuel GUILLAUME, assisté de sa banque conseil Rothschild et Cie, représentée par MM. François HENROT et Christophe DESPREZ, associés gérants, et de son conseil juridique, le Cabinet Darrois et Associés représenté par Me François SUREAU, avocat associé ;

2/ la direction du Trésor représentée par MM. Nicolas JACHET, chef du service des participations, Ramon FERNANDEZ et Anthony REQUIN ;

EMET L'AVIS SUIVANT

I. Par lettre du 19 mai 2000, le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission, conformément à l'article 3 de la loi du 6 août 1986 susvisée modifiée, du projet de France Télécom d'acquérir l'opérateur britannique de télécommunication mobile Orange dans le cadre d'un accord conclu de gré à gré avec l'entreprise Vodafone, cet achat étant financé pour partie en numéraire et pour partie par apport de titres de France Télécom sous la forme d'une augmentation de capital réservée.

Cette opération étant conduite sur la base des dispositions de l'article 4 de la loi du 6 août 1986 modifiée susvisée, la Commission est appelée à rendre un avis, dont la conformité est requise, sur le choix de l'acquéreur des actions, sur le prix et sur l'ensemble des conditions de la cession, laquelle aura pour effet de réduire à environ 54% la participation de l'Etat au capital de France Télécom.

La Commission a eu communication du projet de décret autorisant l'opération.

En application de l'article 1er 1° du décret du 3 septembre 1993 modifié susvisé, une information relative à l'opération sera publiée au Journal officiel. La Commission rendra un avis sur le projet d'arrêté du Ministre fixant les modalités de l'opération à l'issue du délai de quinze jours suivant cette insertion.

L'acquisition d'Orange par France Télécom sera soumise à l'examen de la Commission européenne.

II. France Télécom

Opérateur historique des télécommunications en France, France Télécom a connu une augmentation importante et régulière de ses résultats au cours des dernières années. Avec un chiffre d'affaires de plus de 27 milliards € en 1999 (en hausse de 10,5% par rapport à 1998), le groupe a dégagé un résultat brut d'exploitation avant amortissements de 9,6 milliards € (+ 7,5%) et un résultat net consolidé de 2,8 milliards € (+ 20,4%). Ses fonds propres s'élèvent à 19 milliards € et le ratio endettement financier net / capitaux propres est resté stable à 77%.

Le capital de France Télécom a été ouvert à deux reprises, en 1997 et 1998, réduisant la part de l'Etat à aujourd'hui 62%. La loi du 26 juillet 1996 susvisée prévoit que la participation de l'Etat reste majoritaire.

L'action a connu un parcours boursier très favorable s'élevant de 28,5 € à l'introduction en octobre 1997 jusqu'à 219 € en février 2000 avant de redescendre vers 140 € avec le réajustement des marchés. Cette croissance est supérieure à celle des valeurs de son secteur.

Dans un marché des télécommunications en plein essor, mais caractérisé par une concurrence très vive notamment sur ses activités de téléphonie fixe où France Télécom reste toutefois prédominant (34 millions d'abonnés), l'entreprise a poursuivi le développement de trois pôles de croissance :

- la téléphonie mobile :

Après avoir presque doublé le nombre de ses abonnés en 1999, Itineris détient une part de marché de 49% en France avec plus de dix millions de clients. La part de cette activité dans le chiffre d'affaires du groupe est passée en deux ans de 8% à près de 17%. La poursuite de cette tendance est attendue avec l'émergence des nouvelles générations de réseaux mobiles qui vont permettre de développer les services de transmission de données et de multiplier les types de terminaux raccordables à distance.

- l'internet :

France Télécom bénéficie également de la forte croissance de ce marché. Grâce à Wanadoo et Oléane, le groupe est leader en France sur les services d'accès à internet, tant au niveau des entreprises que du grand public avec une part de marché voisine de 40%. La part de ce secteur d'activité a progressé à 6% du chiffre d'affaires.

- l'international :

France Télécom a affirmé l'ambition d'être un acteur majeur sur un marché international des télécommunications en voie de concentration rapide. La part du chiffre d'affaires réalisé hors de France a fortement progressé en deux ans de 7% à 13%, grâce à une politique dynamique d'alliances et d'acquisitions tant dans le domaine des réseaux mobiles (4 millions d'abonnés) que de la téléphonie fixe (3,6 millions d'abonnés). Depuis le début de l'année, France Télécom a pris le contrôle de Global One (services à une clientèle de groupes multinationaux) et a annoncé sa montée dans le capital de MobilCom en Allemagne (à la suite de la rupture de ses accords avec Deutsche Telekom).

France Télécom estime cependant que sa couverture européenne est insuffisante et qu'il est vital pour son avenir d'acquérir rapidement une part substantielle d'un des grands marchés européens. L'achat d'Orange lui est apparu comme répondant aux objectifs poursuivis.

III. Orange

Dernier en date des intervenants sur le marché britannique, Orange a affiché depuis 1994 des performances qui l'ont rapidement hissé parmi les principaux opérateurs, faisant état notamment de la croissance du nombre de ses abonnés qui atteindraient six millions en avril 2000. Orange se classe ainsi comme le troisième opérateur de téléphonie mobile au Royaume-Uni avec plus de 20% d'un marché qui est l'un des principaux d'Europe.

Les principaux atouts généralement reconnus à Orange par les spécialistes du secteur sont les suivants :

- une politique ambitieuse d'investissement ayant permis de bâtir le réseau le plus étendu du Royaume-Uni, couvrant plus de 98% de la population ;
- un niveau élevé de satisfaction de sa clientèle ;
- une large gamme de services (forfaits et offres prépayées) ;
- les capacités encore disponibles de son réseau lui permettant de profiter au maximum de l'essor de la transmission de données par téléphonie mobile ;
- l'obtention de l'une des cinq licences de troisième génération au Royaume-Uni.

La société ne dispose pas d'un réseau international important, mais a établi des partenariats avec d'autres opérateurs en Belgique et en Suisse.

Les comptes d'Orange sont caractéristiques d'une entreprise en développement rapide dans un secteur qui exige de très lourds investissements. Ses fonds propres sont à l'heure actuelle négatifs. Le résultat d'exploitation est devenu positif pour la première fois en 1998, après que la société ait presque doublé son chiffre d'affaires en deux ans tout en

contrôlant ses coûts d'exploitation. Le premier profit net pourrait apparaître dans les comptes de l'exercice 1999.

Jusqu'à son retrait en février dernier de la cotation, l'action d'Orange avait suivi un parcours très favorable s'élevant de 8 £ début 1999 à plus de 25 £ en février 2000.

L'actionnariat d'Orange a connu plusieurs changements au cours des derniers mois. Il a été vendu par l'investisseur initial à Mannesmann en octobre 1999 puis ce dernier a lui-même été acquis par Vodafone en novembre de la même année. En raison des règles relatives à la concurrence et des décisions de la Commission européenne, Vodafone a dû remettre en vente l'entreprise et en confier la gestion à un Trustee.

IV. Les accords de France Télécom et de Vodafone relatifs à la cession d'Orange

Le 16 mai 2000, France Télécom et Vodafone ont signé un protocole d'accord (*Outline Term Sheet*) sur la base duquel Vodafone acceptait de s'engager dans des négociations exclusives avec France Télécom, les documents définitifs de cession devant être signés avant le 30 mai 2000.

Les parties ont aussitôt entamé la négociation des termes des contrats relatifs à l'opération. Des vérifications (*due diligences*) ont été menées réciproquement au cours d'une période limitée à quelques jours.

Les projets de contrats présentés à la Commission le 29 mai, et en particulier le document intitulé « Accord de coopération financière », reprennent les points essentiels convenus entre les parties le 16 mai. Les principales dispositions des contrats peuvent être résumées comme suit.

Les parties conviennent d'évaluer Orange à 26,9 milliards de £ (soit 43,1 milliards €). Compte tenu d'un volume net de dettes de 1,8 Md £ (soit 2,9 Mds €), le montant de 25,1 Mds £ (soit 40,2 Mds €) sera réglé à Vodafone de la manière suivante :

- 13,8 Mds £ (soit 22,1 Mds €) en numéraire au comptant,
- 11,3 Mds £ (soit 18,1 Mds €) en actions France Télécom à émettre (augmentation de capital réservée à Vodafone).

Ces actions sont évaluées au prix (ci-après dénommé « prix de cession ») résultant de la moyenne des cours -hors dividende 1999- des dix derniers jours de bourse avant la signature du contrat, pondérés par les volumes. Elles sont dépourvues de droit de vote tant qu'elles seront détenues par Vodafone.

Ne pouvant détenir, suivant les règles britanniques, plus de 10% du capital de France Télécom, Vodafone revendra aussitôt à celui-ci, au prix de cession, les actions excédentaires pour un montant de 1,4 Mds £ (soit 2,2 Mds €) mais le règlement de cette vente n'interviendra qu'à la première des deux dates suivantes : le 31 mars 2001 ou l'introduction sur le marché de la filiale de téléphonie mobile de France Télécom à constituer.

France Télécom accorde une garantie de liquidité sur les autres titres remis en paiement à Vodafone à hauteur de 7,2 Mds £ (soit 11,6 Mds €). L'option de vente ainsi

consentie s'exercera dans les conditions suivantes, au moment de l'introduction en bourse de la filiale de téléphonie mobile de France Télécom à constituer :

- exercice au prix du marché (20 derniers jours de bourse),
- prix minimal : 74,5% du prix de cession,
- prix maximal : 125,5% du prix de cession.

Dans l'hypothèse où France Télécom ne réunirait pas les 13,8 milliards d'euros lors de l'introduction de sa filiale -prévue dans les douze mois-, un paiement en deux termes peut être exigé par Vodafone pour partie au 31 mars 2001 et pour le solde d'ici le 31 mars 2002.

Ce dispositif est complété par une option d'achat consentie par Vodafone en faveur de France Télécom, aux termes de laquelle ce dernier peut à tout moment racheter tous ses titres à Vodafone dans les conditions suivantes :

- exercice au prix du marché (20 derniers jours de bourse),
- prix minimal : prix de cession,
- prix maximal : 125,5% du prix de cession.

De plus, Vodafone s'engage à ne pas céder d'actions dans les six premiers mois suivant la signature du contrat. Les cessions ultérieures devront se faire en concertation avec France Télécom afin d'éviter des perturbations excessives du cours.

Vodafone apporte en tant que vendeur d'Orange les garanties suivantes à France Télécom :

- événements affectant globalement la valeur de l'entreprise à hauteur d'au moins 2,5 Mds £, chaque événement devant avoir un effet d'au moins 0,5 Md £,
- transfert au bénéfice de France Télécom des garanties dont bénéficiait Mannesmann au titre de son contrat d'acquisition d'Orange,
- ajustement du prix à due concurrence dans l'hypothèse où la dette nette d'Orange serait différente des 1,8 Md £ mentionnés dans l'acte.

V. Financement de l'acquisition par France Télécom

La partie payée au comptant est financée par un prêt qui a été mis en place par un syndicat bancaire. L'endettement supplémentaire en résultant pour France Télécom affectera ses ratios de structure financière dans une mesure considérée par l'entreprise comme supportable compte tenu d'un programme de cession dans les deux prochaines années d'actifs non stratégiques, déjà partiellement engagé et susceptible de générer des plus-values.

Comme il a été exposé au point précédent, le paiement du rachat des actions détenues par Vodafone, à hauteur de 13,8 milliards d'euros au total, doit être financé par l'introduction en bourse d'une partie minoritaire des actions d'une filiale de France Télécom à constituer qui rassemblerait ses intérêts dans la téléphonie mobile, y compris Orange, et dont une valorisation élevée est escomptée. Cette introduction sur le marché est donc une composante essentielle de l'opération et le principe en a été approuvé par le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie. Elle assure partiellement et à terme une couverture de l'acquisition d'Orange par l'émission de titres de téléphonie mobile.

Le prix des licences de téléphonie de nouvelle génération que devra acquitter France Télécom, et en premier lieu celle acquise par Orange pour 6,8 milliards €, ainsi que les

nombreux et lourds investissements inhérents à l'activité du secteur, font prévoir des besoins supplémentaires de financement.

L'entreprise a présenté un plan de financement jusqu'en 2003 qui prend en compte ces éléments.

VI. Examen du dossier par la Commission

La Commission a rencontré des difficultés particulières dans l'instruction du dossier. Les négociations entre France Télécom et Vodafone ont été menées par ces deux sociétés de manière rapide et confidentielle et se sont poursuivies pendant la période même où la Commission menait ses investigations. Orange a changé deux fois de propriétaire en 1999 et Vodafone qui n'a pas été en droit de diriger l'entreprise -confiée à un Trustee- n'a pas la connaissance approfondie, fondée sur l'expérience et sur des pratiques comptables confirmées, que possèdent habituellement les cédants ; ceci a des conséquences sur le niveau des garanties qu'a accepté de consentir le vendeur. Les derniers comptes publiés disponibles sont ceux qui ont été arrêtés au 30 juin 1999.

Cependant, la croissance et la réussite de l'entreprise ont attiré l'attention des spécialistes du secteur et des analystes financiers, d'où une documentation externe abondante qui a été communiquée à la Commission. Les analystes concluent à une valeur élevée d'Orange, notamment sur la base de ses derniers cours cotés en février 2000.

Ces circonstances exceptionnelles ont limité les auditions auxquelles la Commission a pu procéder et n'ont pas permis à l'Etat de recourir au concours d'une banque conseil. De ce fait, pour évaluer la parité des actions France Télécom et Orange, la Commission a disposé du seul rapport de la banque conseil de France Télécom, qui se fonde, comme le prévoit la loi, sur une analyse multicritères.

La banque conseil a tout d'abord évalué l'action France Télécom. Quatre méthodes, dont les résultats sont convergents, ont été utilisées :

- l'actualisation des flux nets disponibles de trésorerie (qui résultent du plan d'affaires de France Télécom),
- l'application des multiples boursiers de sociétés comparables (le multiple d'EBITDA c'est-à-dire de résultat brut d'exploitation a été privilégié),
- l'actualisation des dividendes prévisionnels,
- les moyennes constatées sur 3 et 12 mois des cours de bourse.

La valeur de cession des actions de France Télécom qui résulte des clauses du contrat se situe légèrement au-dessus de la fourchette d'évaluation présentée en synthèse par la banque conseil.

L'évaluation par la banque conseil de l'action Orange repose sur trois méthodes :

- l'actualisation des flux nets disponibles de trésorerie (qui résultent du plan d'affaires pour Orange établi par la banque conseil),
- l'application des multiples boursiers de sociétés comparables (multiples d'EBITDA et du nombre d'abonnés),
- l'application des multiples résultant de transactions récentes.

Sur ces bases, la banque conseil présente une fourchette d'évaluation d'Orange dans laquelle se situe le prix prévu au contrat. La banque conseil souligne que son calcul ne prend pas en compte les synergies qui sont attendues de l'acquisition et dont elle donne une estimation.

Dans ses conclusions sur l'équilibre de l'opération, la banque conseil intègre notamment la valorisation, selon les méthodes mathématiques usuelles, des options que se consentent les parties. Ces engagements optionnels ne devraient avoir qu'un coût limité par rapport au prix global de l'acquisition, sauf en cas de très forte baisse du marché.

Au total, la banque conseil conclut que la parité d'échange retenue et les autres conditions de la cession sont favorables aux actionnaires de France Télécom.

VII. L'opération présentée à la Commission intervient alors que les parts de marché actuelles et futures des opérateurs de téléphonie mobile atteignent des prix très élevés et que les analystes inscrivent leurs évaluations sur des hypothèses résolument optimistes quant à la croissance tant du nombre d'abonnés que des nouveaux services. Ils estiment trouver une confirmation de ces valeurs dans le prix des enchères des licences de troisième génération attribuées au Royaume-Uni.

La Commission a pris note des enjeux stratégiques ayant présidé au choix par France Télécom de l'acquisition d'Orange auprès de Vodafone.

L'accord décrit précédemment prévoit une augmentation de capital de France Télécom qui entraîne dilution de la part de l'Etat et est donc soumise à l'avis conforme de la Commission.

La décision d'acquérir Orange et le prix retenu pour cette acquisition relèvent des organes de gestion de France Télécom. Dans la note qu'il a adressée à la Commission, le Ministre a souligné que, s'agissant en particulier du prix, « les données avancées n'amènent pas à considérer que la transaction s'établit sur une base erronée ». Le fait de régler cet achat en partie par un échange de titres, même assorti d'un engagement de rachat ultérieur, réduit les risques d'erreur sur la valeur intrinsèque de cette acquisition et peut être considéré comme conforme aux intérêts patrimoniaux de l'Etat dès lors que le prix de cession des titres remis en paiement et la parité retenue sont jugés satisfaisants.

La Commission estime que le prix de cession, soit 140,2 € par action, n'est pas inférieur à celui correspondant à l'évaluation de France Télécom.

L'utilisation par France Télécom des actions ainsi émises pour assurer partiellement le paiement à Vodafone de l'acquisition d'Orange se fait dans des conditions, notamment de parité, qui sont en ligne avec les évaluations élevées prévalant actuellement sur le marché pour ce secteur et qui ont servi de base à la fixation du prix ; elle n'appelle pas d'objection.

France Télécom a la possibilité ou dans certains cas l'obligation de racheter tout ou partie de ses actions remises en paiement à Vodafone. La Commission souligne que l'utilisation par France Télécom des actions ainsi rachetées devra se faire dans des conditions

de transparence et de prix offrant les mêmes garanties que celles prévues par les dispositions des lois de privatisation.

L'ouverture du capital de la filiale, à constituer, de téléphonie mobile de France Télécom est un élément inséparable de l'équilibre financier de l'opération telle qu'elle a été présentée à la Commission. Cette dernière se prononcera le moment venu sur les conditions de cette ouverture au marché dans la mesure où il s'agira d'une part essentielle des actifs de France Télécom.

VIII. Compte tenu des considérations qui précèdent, et au vu de l'ensemble du dossier en sa possession à la date du 29 mai à 17 heures, la Commission EMET UN AVIS FAVORABLE au choix par France Télécom du partenaire de la transaction et aux conditions de la cession dont elle a été saisie.

Elle rendra un avis, sur le projet d'arrêté fixant les modalités de l'opération, à l'issue de la période de quinze jours qui suivra la publication au Journal officiel de l'insertion relative à l'accord, conformément à l'article 1er 2° du décret du 3 septembre 1993 susvisé.

Adopté dans la séance du 29 mai 2000 où siégeaient MM. François LAGRANGE, président, Daniel DEGUEN, Robert DRAPE, Jean-Daniel LE FRANC, Jacques MAIRE et Jean SERISE, membres de la Commission.

Le président,

F. LAGRANGE