

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2003 - A. - 3 du 29 août 2003

relatif à une offre publique d'échange par France Télécom des actions d'Orange

La Commission,

Vu la lettre en date du 22 août 2003 par laquelle le ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission du projet de France Télécom de lancer une opération de rachat des 13,71% d'intérêts minoritaires que le groupe ne détient pas au capital d'Orange par le biais d'une offre publique d'échange ;

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 notamment par la loi n° 96-660 du 26 juillet 1996 relative à l'entreprise nationale France Télécom et par la loi n° 2003-290 du 31 mars 2003 ;

Vu le décret du 26 mai 2000 autorisant le transfert au secteur privé d'une participation minoritaire de l'Etat au capital de l'entreprise nationale France Télécom ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts n° 2000-A.C.-2 du 29 mai 2000, n° 2000-A.C.-3 du 20 juin 2000, n° 2001-A.-1 du 18 janvier 2001 et n° 2003-A.C.-1 du 24 février 2003 ;

Vu le rapport d'évaluation transmis à la Commission le 22 août 2003 par Lazard, banque conseil de l'Etat ;

Vu le rapport d'évaluation transmis à la Commission le 22 août 2003 par Goldman Sachs et la Société générale, banques conseils de l'entreprise ;

Vu la note de la direction du Trésor transmise à la Commission le 26 août 2003 ;

Vu les notes de France Télécom et de Goldman Sachs transmises à la Commission le 29 août 2003 et mettant à jour les nombres d'actions de France Télécom et d'Orange concernés par l'opération ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 29 août 2003 successivement :

- la société France Télécom représentée par MM. Thierry BRETON, président directeur général, Frank DANGEARD, Michel COMBES et Jean-Pierre MATTOUX, assistée par ses banques conseils, Goldman Sachs, représentée par MM. Jean RABY, directeur général, Jean-Manuel RICHIER et Pierre HUDRY, et la Société générale, représentée par MM. Jacques BITTON, directeur des fusions acquisitions, Xavier DUBOURG et Charles BEDIER ;
- la direction du Trésor représentée par MM. Bruno BEZARD, chef du service des participations, Olivier HERES et Mme Béatrice COSSA, assistée de sa banque conseil, Lazard, représentée par MM. Georges RALLI, associé gérant, Vincent LE STRADIC et Marc VERRIER ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 22 août 2003, le ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission du projet de France Télécom de lancer une opération de rachat des 13,71% d'intérêts minoritaires que le groupe ne détient pas au capital d'Orange par le biais d'une offre publique d'échange.

L'Etat détient à l'heure actuelle, en partie via l'ERAP, une participation de 58,7% dans France Télécom. Après prise en compte des obligations convertibles émises en 1998 et des titres remboursables en actions remis aux créanciers de MobilCom en 2003, cette participation est susceptible d'être réduite à 54,27%.

L'opération présentée à la Commission, impliquant l'émission d'actions nouvelles, est de nature à entraîner une dilution supplémentaire de la participation de l'Etat, celui-ci devant toutefois, aux termes de la loi du 2 juillet 1990 modifiée susvisée, conserver directement ou indirectement plus de la moitié du capital social de France Télécom.

La Commission a procédé à l'examen de cette opération selon les modalités établies par l'article 2 de la loi du 6 août 1986 modifiée susvisée, comme si la participation dans France Télécom continuait à être détenue directement par l'Etat.

II.- France Télécom est en France l'opérateur historique de télécommunications. L'ouverture du marché français à la concurrence, notamment en application des directives européennes, a conduit le groupe à développer sa présence internationale, principalement en Europe, en vue d'augmenter et de diversifier ses revenus et de trouver des relais de croissance.

Sa principale acquisition a été celle de l'opérateur de téléphonie mobile britannique Orange UK, racheté au groupe Vodafone durant l'été 2000 et sur laquelle la Commission a émis les avis n° 2000-A.C.-2 et n° 2000-A.C.-3 susvisés.

Dès cette acquisition, France Télécom avait prévu l'introduction minoritaire en bourse de son secteur de téléphonie mobile afin de refinancer une partie du prix d'achat d'Orange UK et de disposer d'une filiale cotée dont les titres pourraient servir de monnaie d'échange pour des acquisitions futures dans le secteur. De plus, les marchés valorisaient alors les sociétés de téléphonie mobile selon des multiples particulièrement élevés.

En raison notamment de la complexité juridique des opérations de création de cette filiale baptisée « Orange », qui regroupait de nombreuses entités dont les deux principales étaient Itinériss et Orange UK, l'introduction en bourse n'a été réalisée qu'au début de l'année 2001, alors que les marchés étaient déjà devenus moins favorables avec les premières conséquences de l'éclatement de la bulle spéculative.

De fait, l'introduction en bourse, sur laquelle à la demande du Ministre la Commission a émis l'avis n° 2001-A.-1 susvisé, a été difficile et ne s'est pas réalisée dans les conditions financières espérées.

Depuis lors, le secteur des télécommunications a connu d'importantes évolutions, avec notamment le report répété du lancement de la troisième génération de téléphonie mobile (UMTS). France Télécom, comme d'autres entreprises du secteur, et en raison du volume de son endettement, est entré progressivement dans une crise de liquidité qui a entraîné l'effondrement de son cours en bourse durant l'été 2002.

De nouveaux dirigeants ont été nommés à France Télécom début octobre 2002. Ils ont défini un plan de redressement et une nouvelle stratégie pour le groupe. Le plan de redressement comprenait principalement le rétablissement de la situation de liquidité de l'entreprise par une restructuration de la dette, le renforcement de la situation financière grâce à une augmentation de capital, la sortie du dossier MobilCom (sur laquelle la Commission a émis l'avis n° 2003-A.C.-1) et un plan d'économies orienté vers la maximisation de la génération de cash flows. A la date d'aujourd'hui, les trois premiers objectifs ont déjà été atteints, redonnant au groupe une nouvelle image qui a permis une forte reprise du cours de bourse et sa stabilisation.

S'agissant de la stratégie industrielle du groupe, le modèle retenu pour France Télécom est celui d'un opérateur intégré présent sur l'ensemble des supports : téléphone fixe, mobile et internet. Ce modèle repose sur une coordination plus forte des différentes activités du groupe, notamment dans le développement de nouveaux services intégrés, l'approche des clients et la centralisation des achats.

C'est dans ce contexte que France Télécom souhaite redevenir l'actionnaire unique d'Orange grâce au rachat des actionnaires minoritaires. Le groupe estime que les motifs qui avaient conduit à l'introduction en bourse pour disposer d'une filiale cotée ne sont plus pertinents dans les conditions actuelles et en fonction de la nouvelle stratégie.

La réintégration d'Orange devrait par ailleurs entraîner des conséquences financières favorables, telles que la maîtrise des cash flows et le renforcement de la situation financière du groupe, qui sont analysées au point VII ci-après.

III.- L'opération présentée à la Commission consiste en une offre publique initiée par France Télécom à destination de tous les actionnaires minoritaires d'Orange. Elle serait annoncée le 1er septembre et l'offre pourrait s'ouvrir le 12 septembre.

Les actionnaires minoritaires d'Orange détiennent actuellement 13,71% du capital. Pour plus de 10%, il s'agit d'investisseurs institutionnels dont la moitié sont français.

L'élément essentiel de cette offre serait une offre publique d'échange des actions Orange contre des actions France Télécom.

Une telle opération comporte des contraintes liées à l'obligation légale pour l'Etat de conserver la majorité du capital de France Télécom. Les éléments transmis à la Commission font apparaître que pour procéder à l'échange France Télécom peut disposer des actions qu'il détient en autocontrôle (95,4 millions d'actions) et procéder à l'émission de d'actions nouvelles. Les titres d'Orange susceptibles d'être apportés à l'offre sont constitués par 660,1 millions d'actions et 31,9 millions supplémentaires pouvant être émis suite à l'exercice -avant la clôture de l'offre- d'options de souscription d'actions d'Orange. De plus France Télécom va procéder au rachat à hauteur d'au moins 500 millions d'euros de titres remboursables en actions émis en 2003 pour lesquels il a reçu des engagements de vente de leurs détenteurs, ce qui va entraîner une relution de la participation de l'Etat et la possibilité d'émettre davantage d'actions nouvelles. De tous ces éléments il résulte que la parité de l'échange ne peut être inférieure à 2,206 actions d'Orange pour 1 action de France Télécom afin que l'Etat conserve plus de la moitié du capital et dans le cadre d'une opération uniquement par voie d'échange.

Le dossier présenté à la Commission envisage que l'offre puisse comprendre des branches alternatives à l'OPE : offre mixte proposant un échange avec soulte, et offre purement en numéraire (limitée dans son volume global). France Télécom a déclaré à la Commission qu'il ne recourra pas à de telles formules alternatives.

En cas de succès de l'offre, amenant France Télécom à détenir plus de 95% du capital d'Orange, l'opération serait suivie d'une offre publique de retrait et d'un retrait obligatoire.

Parallèlement à l'offre publique, France Télécom envisage, selon une formule usuelle dans ce type d'opération, de proposer aux porteurs d'options de souscription d'actions un contrat prévoyant la substitution d'actions de France Télécom aux actions d'Orange lors de l'exercice de l'option.

IV.- Orange est un des principaux opérateurs de téléphonie mobile au monde avec plus de 44 millions de clients à fin 2002. Ses deux principaux marchés sont historiquement la France (45% du chiffre d'affaires en 2002) et le Royaume-Uni (35%). Dans ces deux pays, Orange se situe au premier rang des opérateurs mobiles. Orange est également présent de façon significative par des filiales majoritaires en Belgique (Mobistar), en Roumanie, en Egypte (Mobinil), en Slovaquie, en Suisse et aux Pays-Bas.

Les principaux atouts le plus fréquemment cités de l'entreprise sont la notoriété de sa marque, la qualité technique de ses réseaux et le service à la clientèle.

Durant les trois derniers exercices 2000, 2001 et 2002, le chiffre d'affaires a enregistré une augmentation annuelle moyenne de 16%. Le résultat d'exploitation, avant comme après dotation aux amortissements, est en forte progression, celui après dotation passant de 0,4 milliards d'euros en 2000 à 2,8 en 2002. Le résultat net a par contre dû supporter des pertes exceptionnelles importantes dont les deux principales ont concerné les dossiers MobilCom et Wind, ce qui s'est traduit par une perte nette de 4,5 milliards d'euros en 2001 et à nouveau en 2002. Le premier semestre 2003 a vu une hausse du chiffre d'affaires (6,9%) et du résultat d'exploitation (68%).

Le bilan d'Orange, d'un total de 28,8 milliards d'euros au 31 décembre 2002, fait apparaître des capitaux propres de 13,7 milliards et des écarts d'acquisition nets de 2,5 milliards. A fin 2003, l'endettement financier net devrait être réduit à 1,8 milliard, compte tenu notamment des cessions d'actifs du premier semestre.

Orange a indiqué que sa nouvelle stratégie consistait à construire la croissance financière du groupe à travers une meilleure connaissance de la clientèle et en développant des alliances industrielles plutôt que des acquisitions.

V.- France Télécom a 113 millions de clients dans le monde au 30 juin 2003. Il est opérateur de téléphonie fixe en France directement (40% du chiffre d'affaires consolidé) et de téléphonie mobile (36% du chiffre d'affaires) à travers Orange dont il détient 86,29%. Sa filiale Wanadoo, détenue à 71,1% est un leader de l'accès à l'internet en France, au Royaume-Uni et en Espagne. Les autres participations importantes sont constituées par le groupe de téléphonie fixe et mobile TP en Pologne, détenu à 47,5%, et par Equant, prestataire de services globaux de transmission de données aux entreprises, détenu à 54,2%.

Le compte de résultats des trois derniers exercices montre une progression régulière du chiffre d'affaires -la hausse des revenus des activités mobiles et internet compensant le recul des activités fixes- et du résultat d'exploitation consolidés. Le résultat net de ces exercices a par contre été grevé par les lourdes pertes enregistrées principalement sur les investissements dans MobilCom en Allemagne et sur NTL au Royaume-Uni. Le groupe a dû supporter également des charges financières élevées du fait du niveau de la dette résultant de ses acquisitions. Au total, des pertes nettes de 8,3 milliards et de 20,7 milliards d'euros ont été enregistrées respectivement en 2001 et en 2002.

Dans une situation critique de trésorerie à l'été 2002, le groupe, sous l'impulsion de nouveaux dirigeants, a mis en œuvre un programme de redressement déjà largement concrétisé : restructuration de la maturité de la dette, augmentation de capital et plan d'économies destiné à permettre au groupe de dégager d'ici 2005 des cash flows de 15 milliards d'euros (plan TOP).

Les résultats provisoires du premier semestre 2003 qui ont été annoncés fin juillet confirment la poursuite de l'avancée du groupe vers la réalisation de ses objectifs ainsi qu'une évolution positive du chiffre d'affaires et du résultat d'exploitation.

Après prise en compte des éléments du premier semestre, et notamment de l'augmentation de capital de 15 milliards d'euros en mars, le bilan consolidé du groupe, dont le total est un peu supérieur à 100 milliards d'euros, devrait afficher un endettement financier net estimé à 49 milliards d'euros, des fonds propres de 5 milliards et des écarts d'acquisition de 28 milliards.

Le redressement de la situation permet à France Télécom de rechercher dans un cadre sécurisé les initiatives visant à l'accélération de la croissance organique du groupe, particulièrement dans la direction du développement des services haut débit, des services aux entreprises, de l'interopérabilité et de la convergence entre ses activités fixe, mobile et internet.

VI.- L'article 3 de la loi du 6 août 1986 modifiée susvisée prévoit qu'en cas de remise d'actifs à la société dont les titres sont cédés, l'évaluation à laquelle doit procéder la Commission porte sur la parité ou le rapport d'échange.

Conformément à la loi, la Commission a procédé à cette évaluation en recourant à une analyse multicritères qui prend en compte les éléments boursiers, la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, l'existence des filiales et les perspectives d'avenir.

A cette fin, elle a disposé des rapports des banques conseils de l'Etat et de l'entreprise qui portent essentiellement sur le chiffrage des parités :

- celle qui se dégage de l'étude de l'évolution boursière des actions des deux sociétés sur différentes périodes depuis janvier 2001, compte tenu d'une prime à offrir aux destinataires de l'offre. Les banques conseils rappellent le niveau des primes offertes lors d'OPE récentes comparables ;
- celle qui résulte d'une analyse intrinsèque de la valeur des deux sociétés. Pour ce faire, les banques ont utilisé principalement les trois méthodes suivantes :

- . les comparaisons boursières : les multiples résultant de la capitalisation de sociétés cotées comparables ont été appliqués aux agrégats de France Télécom et d'Orange. Pour France Télécom, les banques ont estimé que les meilleurs comparables sont Deutsche Telekom, Telefónica, Telecom Italia et KPN tandis que pour Orange elles ont retenu Vodafone, Telefónica Móviles, TIM et MMO2 (ainsi que Mobistar pour l'une des banques). Les principaux multiples retenus sont ceux d'EBITDA et de rendement des cash flows disponibles sur les exercices 2003 à 2005. Une des banques étudie également le multiple de résultat net avant amortissements et éléments exceptionnels ;

- . la valorisation par sommation des branches d'activité, les sociétés cotées pouvant être retenues pour leur capitalisation boursière ou suivant une autre méthode. L'une des banques ne procède pas à l'évaluation d'Orange selon cette approche car elle estime que la société est homogène ;

. l'actualisation des flux futurs de trésorerie sur la base de plans d'affaires établis par le groupe. Ces plans ne couvrent que les années 2003 à 2006 et n'ont pas été extrapolés par les banques. En conséquence l'essentiel de la valorisation -plus de 70% pour France Télécom et plus de 80% pour Orange- réside dans la valeur résiduelle qui repose sur une hypothèse de croissance des flux à l'infini à taux constant : les banques ont retenu 2,5% pour Orange et 1% pour France Télécom. Les banques ont par contre utilisé pour l'actualisation un coût moyen pondéré identique pour les deux sociétés.

En dehors de ces méthodes, les banques ont aussi présenté et étudié les cours cibles des analystes pour France Télécom et pour Orange.

L'ensemble de ces travaux conduit les banques à présenter des fourchettes convergentes d'évaluation de la parité entre les actions France Télécom et Orange.

VI.- S'agissant des cours de bourse, la Commission observe que la réalisation de l'augmentation de capital de France Télécom début avril 2003, le rétablissement de la liquidité du groupe grâce à son accès réouvert aux marchés et les premiers résultats concrets du plan de redressement semblent avoir favorisé une stabilisation du cours de France Télécom depuis cette date à un niveau compris entre 19 et 24 euros. Cette stabilisation s'est accompagnée de celle de la parité entre les cours des actions de France Télécom et d'Orange autour de 2,8 alors qu'elle avait connu des fluctuations marquées dans le passé. Les données de marché sur cette période de plus de quatre mois offrent donc, pour leur part, une première référence relativement solide. Cette constatation est importante s'agissant d'une opération qui ne peut être offerte aux investisseurs que sur la base des cours de bourse récents et en offrant une prime.

L'examen des primes offertes dans des offres récentes d'échange conduit à estimer qu'un niveau aux alentours de 20% constitue le maximum qui devrait être offert par France Télécom compte tenu de la qualité et de la liquidité du titre proposé en échange et s'agissant du rachat d'une part très minoritaire du capital.

L'introduction d'Orange en janvier 2001 s'est faite, contre numéraire, dans des conditions de parité France Télécom - Orange très différentes (rapport supérieur à 7) de celles prévalant aujourd'hui, en raison principalement de la chute ultérieure du cours de France Télécom qui atteignait alors encore près de 73 €. Par l'échange, les actionnaires d'Orange se voient proposer la possibilité d'entrer dans des conditions favorables dans le capital de France Télécom en raison d'une part du niveau de cours actuel de ce dernier et d'autre part parce que les actions qu'ils recevront auront une valeur de marché voisine du prix payé en 2001 (9,5 € pour les particuliers et 10 € pour les institutionnels). Ce contexte justifie que ne soit proposée qu'une offre d'échange et en aucun cas des alternatives prévoyant un versement de numéraire. Au demeurant, un tel versement serait de nature à troubler le message communiqué aux investisseurs par France Télécom et visant à centrer la stratégie sur la génération de cash et le désendettement.

Les rapports des banques conseils concluent que la valeur relative des deux sociétés sur la base des méthodes d'évaluation usuelles s'établit dans des fourchettes compatibles avec les observations qui précèdent. Ces évaluations sont nécessairement établies en fonction des perspectives actuelles (cash flows) et de l'approche générale des marchés concernant le secteur (comparables boursiers) et sont donc très différentes de celles qui ont pu prévaloir précédemment.

Les avantages de l'opération de rachat des minoritaires d'Orange pour France Télécom et l'Etat ont été présentés en détail à la Commission. Les aspects industriels ont été mentionnés au point II. Du point de vue financier, deux éléments essentiels peuvent être soulignés.

Grâce à l'opération, France Télécom reprendra le contrôle complet de ses flux de trésorerie dont la croissance rapide est attendue et pourra les consacrer, selon la priorité stratégique affichée, au désendettement du groupe.

L'opération aura pour second avantage d'améliorer la structure financière du groupe grâce à l'augmentation de capital, sans doute proche de 7 milliards d'euros, et à la consolidation à 100% d'Orange dont le bilan est caractérisé, comme il a été noté plus haut, par un endettement faible et un montant de survaleurs limité. Il devrait en résulter une amélioration des ratios d'endettement du groupe et sans doute une amélioration de la perception par les agences de notation.

Il n'apparaît pas que l'opération puisse être réalisée ultérieurement dans des conditions financières plus favorables, compte tenu des fondamentaux des deux sociétés. Les analyses transmises à la Commission font au contraire apparaître que, par rapport aux comparables, France Télécom est présentement bien évalué en bourse. Le moment actuel paraît donc opportun pour le lancement de l'opération envisagée.

Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission ESTIME QUE LA PARITE D'ECHANGE DES ACTIONS ORANGE CONTRE DES ACTIONS FRANCE TELECOM NE SAURAIT ETRE INFERIEURE CELLE QUI RESULTE DE L'ECHANGE DE 25 ACTIONS D'ORANGE POUR 11 ACTIONS FRANCE TELECOM et que l'opération ne devrait comprendre aucun élément d'offre en numéraire.

Adopté dans la séance du 29 août 2003 où siégeaient MM. François LAGRANGE, président, Robert DRAPE, Jean-Daniel LE FRANC, Jacques MAIRE, Philippe ROUVILLOIS et Jean SERISE, membres de la Commission.

Le président,

F. LAGRANGE