

## **Commission des participations et des transferts**

### **Avis n° 2004 - A. - 1 du 24 février 2004**

**relatif à une offre publique mixte d'achat et d'échange  
par France Télécom des actions de Wanadoo**

La Commission,

Vu la lettre en date du 19 février 2004 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 intérêts minoritaires que le groupe ne détient pas au capital de Wanadoo par le biais d'une offre publique mixte d'achat et 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, par la loi n° 2003-290 du 31 mars 2003 et par la loi n° 2003-1365 du 31 décembre 2003 relative aux obligations de service public des télécommunications et à France Télécom ;

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° 98-A.-4 du 19 novembre 1998, n° 98-A.C.-4 du 24 novembre 1998, n° 98-A.C.-6 / A.-5 du 28 novembre 1998, 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, n° 2003-A.C.-1 du 24 février 2003 et n° 2003-A.-3 du 29 août 2003 ;

Vu le rapport d'évaluation transmis à la Commission le 17 février 2004 par la Société générale, banque conseil de l'Etat ;

Vu le rapport d'évaluation transmis à la Commission le 18 février 2004 par BNP Paribas et ABN Amro, banques conseils de l'entreprise, et le complément d'information sur l'évaluation de France Télécom transmis le 22 février 2004 ;

Vu la note de la direction du Trésor et le projet d'arrêté transmis à la Commission le 22 février 2004 ;

Vu la lettre du 22 février 2004 du président de la séance de la Commission au ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie ;

Vu le communiqué de presse de France Télécom en date du 23 février 2004 intitulé « Accélération de la stratégie Haut Débit de France Télécom avec une offre publique pour le rachat des minoritaires de Wanadoo » ;

Vu le projet d'arrêté modifié transmis le 24 février 2004 par la direction du Trésor à la Commission ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 22 février 2004 successivement :

- la société France Télécom représentée par MM. Thierry BRETON, président directeur général, et Michel COMBES, assistée par ses banques conseils, BNP Paribas, représentée par MM. Lionel BORDARIER, senior banker, et Hervé LETALENET, et ABN Amro, représentée par MM. Pierre FLEURIOT, président, et Nicolas de CANECAUDE ;

- la direction du Trésor représentée par MM. Denis SAMUEL-LAJEUNESSE, directeur général désigné de l'Agence des participations de l'Etat, Bruno BEZARD, Mme Paola CHIECCHIO-MILLET, MM. Thomas CHENEVIER et Sébastien MOYNOT, assistée de sa banque conseil, la Société générale, représentée par MM. Charles BEDIER, directeur associé, et Vincent TRICON ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 19 février 2004, 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 intérêts minoritaires que le groupe ne détient pas au capital de Wanadoo par le biais d'une offre publique mixte d'achat et d'échange.

L'Etat détient à l'heure actuelle, en partie via l'ERAP, une participation de 54,53% 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 51,65%.

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 conservant toutefois, après la réalisation de la transaction, directement ou indirectement plus de la moitié du capital social de France Télécom.

L'avis de la Commission est donc requis conformément à l'article 1<sup>er</sup>-1-III de la loi du 2 juillet 1990 susvisée, tel que modifié par la loi du 31 décembre 2003 susvisée, qui dispose que pour l'application de l'article 2 de la loi du 19 juillet 1993 susvisée, la part détenue par l'Etat dans le capital de France Télécom est déterminée en tenant compte de la participation directe et indirecte de 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.

Cette stratégie a fait apparaître d'une part des besoins élevés de liquidités, notamment après le rachat en juillet 2000 de l'opérateur britannique de téléphonie mobile Orange, et d'autre part l'opportunité de disposer de titres de filiales permettant des opérations d'acquisition par échange d'actions.

Dans cette ligne, France Télécom a procédé en juillet 2000 à l'introduction en bourse, au prix de 19 € par action, de sa filiale spécialisée dans internet, Wanadoo, ce qui a généré une recette avant frais de 1,9 milliards d'euros. La cotation de Wanadoo a permis par la suite de procéder aux acquisitions, principalement par échange d'actions, de Freeserve et de Indice Multimedia en 2001 puis de Eresmas en 2002. A l'issue de ces opérations, France Télécom ne détient plus que 70,6% de Wanadoo.

Au cours de l'été 2002, le groupe France Télécom a été confronté, en raison de l'ampleur de son endettement, à des difficultés de financement et à un effondrement de son cours de bourse.

Les nouveaux dirigeants nommés à la tête de France Télécom début octobre 2002 ont défini un plan de redressement et une nouvelle stratégie pour le groupe. Le plan de redressement a permis 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 et une génération élevée de cash flows grâce à un plan d'économies. Ces succès ont redonné 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 par France Télécom est désormais 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.

En application de ces orientations stratégiques, France Télécom a procédé en septembre 2003 à une offre d'échange sur les actions d'Orange en vue de racheter les actionnaires minoritaires de cette société. Cette offre lui a permis d'acquérir plus de 99% du capital à la suite de l'offre publique de retrait qui a suivi.

France Télécom souhaite aujourd'hui, dans le cadre de sa stratégie de développement du haut débit, redevenir l'actionnaire unique de Wanadoo grâce au rachat des actionnaires minoritaires. Cette opération doit permettre de réaliser une cohérence stratégique et opérationnelle autour des services de communications personnelles à domicile et en entreprise et s'inscrit donc dans l'objectif de faire du groupe un opérateur intégré. Elle résulte également de la constatation, par le conseil d'administration de Wanadoo, qu'il n'existe pas dans les conditions actuelles d'opportunité de croissance externe significative justifiant un paiement par échange de titres de la société.

III.- L'opération présentée à la Commission consiste en une offre publique initiée par France Télécom à destination des actionnaires minoritaires de Wanadoo. Du fait du risque de diffusion d'informations sur le marché, le conseil d'administration de France Télécom a été convoqué pour le 23 février en vue de l'annonce de l'offre le même jour. En raison de l'urgence, l'opération a donc été examinée une première fois par la Commission le 22 février. Il est envisagé que l'offre s'ouvre le 9 mars.

Les actionnaires minoritaires de Wanadoo détiennent actuellement 28,7% du capital (hors autocontrôle). Pour environ 25% de ce montant, il s'agit d'actionnaires individuels, de Dixon pour 10% (titres acquis lors de la cession de Freeserve) et pour plus de 60% d'investisseurs institutionnels.

L'opération envisagée comprend une offre principale et deux offres subsidiaires dont les caractéristiques sont les suivantes (un ajustement pourra être nécessaire en cas de versement d'un dividende par Wanadoo avant le règlement livraison) :

- offre publique mixte simplifiée à titre principal : 7 actions de France Télécom et 195 euros pour 40 actions de Wanadoo ;
- offre publique d'échange simplifiée à titre subsidiaire : 7 actions de France Télécom pour 18 actions de Wanadoo ;
- offre publique d'achat simplifiée à titre subsidiaire : 8,86 euros par action Wanadoo.

Les actionnaires de Wanadoo pourront choisir l'une ou l'autre, ou une combinaison, des différentes offres. Toutefois, la taille des offres subsidiaires sera ajustée de sorte que la proportion totale de l'offre, 55% en numéraire et 45% en actions France Télécom, soit toujours respectée.

En cas de succès de l'offre, amenant France Télécom à détenir plus de 95% du capital de Wanadoo, l'opération pourrait être suivie d'une offre publique de retrait et d'un retrait obligatoire. France Télécom se garde également la possibilité, en cas contraire, de proposer, dans le cadre de la mise en place de sa nouvelle organisation, une fusion de Wanadoo et de France Télécom.

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 de Wanadoo lors de l'exercice de l'option.

France Télécom indique par ailleurs son intention de procéder à l'introduction en bourse de PagesJaunes au cours du deuxième trimestre 2004, si les conditions de marché le permettent. Dans le cas où la valeur d'introduction de PagesJaunes s'avérerait supérieure à la valorisation retenue pour Wanadoo dans le cadre de l'offre publique qui va être lancée (soit 3,95 milliards d'euros après dividende et réorganisation du périmètre), France Télécom proposera une rémunération additionnelle aux actionnaires de Wanadoo ayant apporté leurs titres à l'offre publique.

IV.- Wanadoo est le deuxième fournisseur d'accès internet en Europe avec plus de 9 millions d'abonnés. Il occupe la première place sur les marchés français et britannique, la deuxième en Espagne et la troisième aux Pays-Bas. En complément de cette activité qui représente 58 % du chiffre d'affaires, Wanadoo développe des services (portails et e-commerce) qui comptent pour 7 % du chiffre d'affaires.

La deuxième activité de Wanadoo (35 % du chiffre d'affaires) concerne les annuaires (PagesJaunes) et il est un des principaux intervenants européens sur ce marché.

Dans l'accès internet, Wanadoo vise particulièrement le développement du haut débit (ADSL) pour lequel il a déjà 2,45 millions d'abonnés, soit 27 % de ses clients, et dont il attend une croissance de ses revenus et de ses marges. Dans les annuaires, il vise les nouveaux relais de croissance que sont les annuaires en ligne, les services mobiles et l'enrichissement des contenus. La société a été réorganisée en 2003 et certaines cessions ont été réalisées en vue de concentrer l'activité sur les marchés jugés offrir les plus forts potentiels de croissance.

Sur les trois derniers exercices, le chiffre d'affaires a connu une progression élevée (+ 33 % en 2002 et + 26 % en 2003), portée par l'activité internet (+ 42 % en 2003). Le résultat d'exploitation avant amortissement est devenu positif en 2002 et a été multiplié par 6 en données pro forma en 2003 (347 millions d'euros). Le résultat d'exploitation est positif pour la première fois en 2003 (250 millions d'euros), l'activité internet étant devenue bénéficiaire. Le résultat net consolidé encore en perte de 193 millions d'euros en 2001 est passé à un bénéfice de 30 millions en 2002 et de 159 millions en 2003. La société a décidé de servir un dividende.

Le bilan de Wanadoo, d'un total de 3,5 milliards d'euros, fait apparaître au 31 décembre 2003 des fonds propres de 1,9 milliards d'euros et une trésorerie nette positive de 2 milliards. Le groupe emploie 6 700 personnes.

Wanadoo prévoit une croissance soutenue de son chiffre d'affaires et de ses résultats dans les années à venir.

V.- France Télécom a 117 millions de clients dans le monde au 31 décembre 2003. Opérateur historique du téléphone fixe en France, il est le premier opérateur mobile en France et au Royaume-Uni à travers sa filiale Orange dont il détient désormais plus de 99 %. Wanadoo est pour sa part un leader de l'accès à internet. Les autres participations importantes sont constituées par le groupe de téléphonie fixe et mobile TP en Pologne, contrôlé à 47,5 %, et par Equant, prestataire de services globaux de transmission de données aux entreprises, détenu à 54,2 %.

Si le chiffre d'affaires a connu une progression régulière -la hausse des revenus des activités mobiles et internet compensant le recul des activités fixes-, le résultat net des exercices 2001 et 2002 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 consolidés de l'exercice 2003 qui viennent d'être publiés manifestent ce redressement avec la restauration de la capacité bénéficiaire (résultat net de 3,2 milliards d'euros) et de la génération de cash flow disponible (6,4 milliards). On note la forte progression du résultat d'exploitation avant amortissements (+ 16 % en données historiques et + 21 % en données pro forma), grâce en particulier aux performances d'Orange. L'évolution du chiffre d'affaires est plus nuancée (- 1,1 % en données historiques et + 3,4 % en pro forma) en raison de sa baisse dans les services fixes et de variations de change défavorables. France Télécom a décidé de reprendre le service d'un dividende.

Au 31 décembre 2003, le bilan consolidé du groupe fait apparaître un endettement financier net de 44,2 milliards d'euros (contre 68 milliards fin 2002), des fonds propres de 12 milliards d'euros (contre -10 milliards) et des écarts d'acquisition de 26 milliards d'euros (contre 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 interne 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.

S'agissant d'une opération qui comprend trois offres dont la principale est une offre mixte d'achat et d'échange, la Commission a été conduite à apprécier non seulement le rapport d'échange mais aussi la valeur intrinsèque de la société Wanadoo afin de mesurer l'impact global de la transaction sur les intérêts patrimoniaux de l'Etat. Le coût de l'éventuel prix additionnel que s'engage à payer France Télécom au titre de PagesJaunes a également été inclus.

Conformément à la loi, la Commission a procédé à son 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.

Les banques ont tout d'abord procédé à une comparaison de l'évolution des cours respectifs des actions de France Télécom et de Wanadoo sur différentes périodes, depuis l'introduction de Wadadoo en bourse en juillet 2000. Compte tenu de la nécessité de proposer une prime aux actionnaires minoritaires de Wanadoo, elles ont présenté les niveaux de primes offertes dans des opérations de rachat de minoritaires, en France et en Europe, en distinguant selon la liquidité des titres concernés.

Les banques ont ensuite procédé à une analyse intrinsèque de la valeur des deux sociétés.

S'agissant de Wanadoo, et en dehors de l'étude globale de son cours de bourse, les banques ont analysé séparément la valeur des activités internet et annuaires (PagesJaunes) qui constituent deux secteurs très différents en termes de modèle économique, de maturité du marché et d'environnement concurrentiel.

Chacun des deux secteurs a été évalué selon trois méthodes :

- les comparaisons boursières : les multiples résultant de la capitalisation des sociétés comparables ont été appliqués aux agrégats des deux secteurs. Pour le secteur internet, six à huit sociétés ont été considérées comme proches de Wanadoo, la comparaison avec T-Online et Tiscali ayant été privilégiée. Pour le secteur annuaires, quatre sociétés européennes ont été retenues (Eniro, TPI, Yell et Seat Pagine Gialle). Les multiples qui ont été jugés les plus significatifs par les banques sont ceux de chiffre d'affaires et d'EBITDA ;
- la comparaison avec des transactions récentes : les multiples implicites, de chiffre d'affaires et d'EBITDA, résultant des prix de transactions récentes sur des sociétés comparables ont été appliqués aux agrégats des deux secteurs. Ces transactions ont été suffisamment nombreuses, même en excluant les prix de 2000 lors de la « bulle internet », pour permettre l'usage de cette méthode à titre indicatif ;
- l'actualisation globale des flux futurs sur la base de plans d'affaires communiqués par France Télécom et le cas échéant extrapolés par les banques.

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

S'agissant de France Télécom, et en dehors de l'étude de son cours de bourse, les banques ont procédé à l'évaluation selon deux méthodes :

- les comparaisons boursières : trois sociétés ont été considérées comme comparables (Deutsche Telekom, Telefónica et Telecom Italia), l'une des banques incluant de plus KPN. Les multiples utilisés ont été ceux d'EBITDA et d'EBITDA Capex (EBITDA moins investissements) ;
- l'actualisation globale des flux futurs sur la base d'un plan d'affaires établi par France Télécom.

Une comparaison avec les évaluations d'août 2003 réalisées pour le rachat des minoritaires d'Orange a été effectuée.

L'évaluation des synergies à attendre de l'opération est un élément important de son appréciation. Les banques conseils les ont évaluées en tenant compte d'une augmentation des parts de marché, d'une progression du revenu moyen par abonné (grâce notamment à la facturation de nouveaux services) et des économies de coûts. Les conséquences de l'introduction en bourse de PagesJaunes (complément de prix ou décote d'introduction) ont été également prises en compte. Une différence significative apparaît entre les évaluations de synergies par la banque conseil de l'Etat et celle de l'entreprise.

Au total, l'ensemble de ces travaux conduit cependant les banques à présenter des fourchettes suffisamment convergentes d'évaluation de la parité entre les actions France Télécom et Wanadoo ainsi que de la valeur intrinsèque de Wanadoo, avant et après prise en compte des synergies.

Une dernière vérification a été effectuée par les banques conseils à travers l'étude de l'impact de l'opération sur la valeur par action de France Télécom en fonction des paramètres de l'offre.

VII.- Le cours de bourse de Wanadoo a connu depuis l'introduction en bourse de juillet 2000 plusieurs phases. Frappée dans un premier temps par l'éclatement de la « bulle internet », l'action a subi une chute brutale jusqu'en mars 2001 de 19 € aux alentours de 5 €. De mars 2001 à septembre 2002 le cours a évolué entre 3 € et 7 € en fonction des renouveaux de confiance ou de la défiance du marché quant à la reprise du secteur et de l'économie mondiale en général. Depuis octobre 2002, les perspectives économiques plus assurées ont entraîné une hausse régulière du cours qui s'est stabilisé à partir de novembre 2003 aux environs de 7 € (le cours moyen sur trois mois est de 6,94 €). La hausse intervenue plus récemment comprend sans doute des éléments d'anticipation de l'offre aujourd'hui annoncée. Pour sa part, le cours de France Télécom a fortement repris à partir d'octobre 2002 pour s'établir depuis 1 an au dessus de 20 €, avec une moyenne de 22 € à six mois et de 22,49 € à trois mois, proche du cours de clôture du 20 février 2004. Au total sur un an la parité de l'action Wanadoo par rapport à France Télécom s'établit à 0,30 - 0,31 pour les moyennes à 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois.



Les données de marché 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. Les conditions envisagées font apparaître une prime de 17,2% sur le cours de clôture du 20 février, de 22,0% sur la moyenne des cours du dernier mois et de 26,1% sur la moyenne des trois derniers mois. Ce niveau de prime semble se situer dans le haut des pratiques observées dans des offres récentes d'échange et paraît adapté à la qualité et à la liquidité du titre proposé en échange et dans le cas du rachat d'une part très minoritaire du capital.

S'agissant de l'évaluation intrinsèque des deux sociétés, les conditions envisagées pour l'offre s'établissent dans les fourchettes d'évaluation présentées par les banques conseils, sur la base des méthodes usuelles, en retenant des hypothèses prudentes sur l'évolution du chiffre d'affaires et la réalisation des synergies. La Commission estime en effet que cette prudence est nécessaire et qu'il faut tenir compte de la pression de la concurrence par rapport aux objectifs d'augmentation de parts de marché de France Télécom sur internet. Par ailleurs, les prévisions à long terme de croissance des revenus et des marges résultant de la commercialisation de nouveaux services dans un secteur en évolution rapide sont particulièrement incertaines. Enfin, les conditions de l'introduction en bourse de PagesJaunes ne sont par définition pas acquises.

Du point de vue stratégique, le rachat va permettre à France Télécom de devenir davantage un opérateur intégré (après le rachat d'Orange en septembre dernier), faisant ainsi disparaître les risques éventuels de conflits d'intérêts et donnant au groupe les moyens de mieux tirer parti du développement des nouveaux usages liés au transfert de données à haut débit, notamment au moyen d'offres de services groupés.

Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission ESTIME QUE LES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE MIXTE D'ACHAT ET D'ECHANGE PAR FRANCE TELECOM DES ACTIONS WANADOO, TELLES QUE DECRITES AU POINT III DU PRESENT AVIS, NE SONT PAS DEFAVORABLES AUX INTERETS PATRIMONIAUX DE L'ETAT.

La Commission émet en conséquence un avis favorable au projet d'arrêté dont le texte est annexé au présent avis.

Adopté dans la séance du 24 février 2004 où siégeaient MM. Jean SÉRISÉ, membre de la Commission présidant la séance, Daniel DEGUEN, Robert DRAPÉ, Jean-Daniel LE FRANC et Philippe ROUVILLOIS, membres de la Commission.

Le président de la séance,

Jean SÉRISÉ