

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

### **Avis n° 2004 - A. - 13 du 31 août 2004**

#### **relatif à une cession sur le marché de titres de France Télécom et à l'émission d'OCEANES**

La Commission,

Vu la lettre en date du 30 août 2004 par laquelle le Ministre d'Etat, 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 la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital de France Télécom et de l'émission par l'entreprise d'obligations convertibles ou échangeables en actions (OCEANES) ;

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 le code des postes et télécommunications ;

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 n° 2004-387 du 3 mai 2004 relatif au transfert du secteur public au secteur privé de la société 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, n° 2003-A.-3 du 29 août 2003, n° 2004-A.-1 du 24 février 2004 et n° 2004-A.-9 du 1er juin 2004 ;

Vu le document de référence déposé le 9 mars 2004 par France Télécom auprès de l'Autorité des marchés financiers et sa mise à jour déposée le 30 juillet 2004 ;

Vu les rapports d'évaluation transmis à la Commission le 14 mai 2004 et établis par ABN Amro Rothschild et la Société générale, banques conseils de l'Etat, d'une part, et BNP Paribas et Goldman Sachs, banques conseils de France Télécom, d'autre part ;

Vu la note du 17 mai 2004 sur Belgacom établie par ABN Amro Rothschild et la Société générale;

Vu la note du 27 mai 2004, établie par ABN Amro Rothschild et la Société générale, sur l'émission d'OCEANES ;

Vu la note établie par BNP Paribas et Goldman Sachs sur l'émission d'OCEANES et transmise à la Commission le 1er juin 2004 ;

Vu les communiqués du 20 juillet 2004 de la Commission européenne, du Ministre d'Etat, Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie et de la société France Télécom ;

Vu le communiqué de France Télécom du 27 juillet 2004 sur les résultats du premier semestre 2004 ;

Vu les notes de mise à jour des rapports d'évaluation de France Télécom et des notes sur l'émission d'OCEANES transmises à la Commission le 30 août 2004 par ABN Amro Rothschild et la Société générale, banques conseils de l'Etat, d'une part, et BNP Paribas et Goldman Sachs, banques conseils de France Télécom, d'autre part ;

Vu la note de la direction du Trésor du 30 août 2004 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 31 août 2004 successivement

- la société France Télécom représentée par MM. Thierry BRETON, président directeur général, Franck DANGEARD, directeur général adjoint, et Michel COMBES, assistée par ses banques conseils, BNP Paribas, représenté par MM. Lionel BORDARIER, senior banker, Henri LETALENET et Thierry OLIVE, et Goldman Sachs, représenté par MM. Jean RABY, managing director, et Pierre HUDRY ;

- la direction du Trésor représentée par MM. Denis SAMUEL-LAJEUNESSE, directeur général de l'Agence des participations de l'Etat, Bruno BEZARD, Jean-Yves LECLERCQ et Mme Béatrice COSSA-DUMURGIER, assistée par ses banques conseils, ABN Amro Rothschild, représentée par M. Pierre FLEURIOT, président, Mme Valérie VITTER MOORADIAN et M. Thierry LEVENQ, et la Société générale, représentée par MM. Thierry AULAGNON, directeur de la banque d'investissement, Bruno TEMAN et Charles BEDIER ;

## EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 30 août 2004, le Ministre d'Etat, Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission en vue de la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital de la société France Télécom, actuellement détenue à hauteur de 53,1 % par l'Etat français et l'ERAP, et de l'émission par l'entreprise d'obligations convertibles ou échangeables en actions (OCEANES) .

L'opération envisagée comporte :

- la cession sur le marché d'une partie des actions existantes détenues par l'Etat ou l'ERAP, pour un volume d'environ 10 % du capital de France Télécom ;
- une émission par France Télécom d'un montant de 1 à 1,5 milliards d'euros d'obligations à option de conversion ou d'échange en actions nouvelles ou existantes « OCEANES ».

Les actions cédées sur le marché font l'objet d'un placement privé auprès d'investisseurs institutionnels français et internationaux, conduit par un syndicat bancaire qui en garantit la bonne fin en termes de volume et de prix minimum.

Les OCEANES seront également placées auprès des investisseurs par un syndicat bancaire.

II.- L'article 7 de la loi du 31 décembre 2003 susvisée a ajouté France Télécom à la liste, annexée à la loi du 19 juillet 1993 susvisée, des entreprises dans lesquelles les participations de l'Etat seront transférées au secteur privé. Le transfert au secteur privé de France Télécom a été autorisé par le décret du 3 mai 2004 susvisé.

Ce transfert est réalisé dans le cadre du titre II de la loi du 6 août 1986 conformément à l'article 1<sup>er</sup>-1- III de la loi du 2 juillet 1990 susvisée, modifié par l'article 7 de la loi du 31 décembre 2003 susvisée, qui dispose que la part détenue par l'Etat dans le capital de France Télécom est déterminée en tenant compte de la participation directe et indirecte (via l'ERAP) de l'Etat.

Conformément à l'article 11 de la loi du 6 août 1986 modifiée susvisée, des titres seront par ailleurs proposés aux salariés dans la limite de 10 p. 100 des actions cédées. La Commission émettra un avis distinct sur cette offre réservée aux salariés.

L'Etat français, directement ou à travers l'ERAP, détient aujourd'hui 53,1 % du capital de France Télécom. En mars 2003, France Télécom avait émis des titres à durée indéterminée remboursables en actions (TDIRA) réservés aux créanciers de MobilCom et sur lesquels la Commission avait émis l'avis n° 2003-A.C.-1 susvisé. Le remboursement éventuel de ces titres entraînerait une dilution de la participation de l'Etat qui serait réduite à 50,41 %.

La réalisation des opérations examinées par le présent avis, cession d'actions et émission d'OCEANES, pour les volumes envisagés, conduirait l'Etat à détenir dans France Télécom une participation, directe et indirecte, d'environ 40 %, et de 37 % sur base diluée. L'Etat resterait ainsi au dessus de la minorité de blocage.

III.- La Commission a eu l'occasion de décrire le groupe France Télécom dans les avis qu'elle a émis sur les opérations conduites ces derniers mois pour le rachat ou l'échange des titres détenus par les actionnaires minoritaires d'Orange et de Wanadoo.

Le groupe France Télécom est l'opérateur téléphonique historique en France. Il propose l'ensemble des services de télécommunications aux particuliers, aux entreprises et aux opérateurs professionnels : téléphonie fixe et mobile, internet, multimedia, transmission de données. Depuis 1998, le groupe a mené une politique active d'expansion à l'international de son activité. Au 30 juin 2004, il sert près de 120 millions de clients dans 40 pays du monde.

Le groupe se présente en six segments :

- Orange (35 % du chiffre d'affaires en 2003) rassemble les activités de téléphonie mobile exercée principalement en France et au Royaume-Uni, où le groupe détient la première place avec respectivement 49 % et 26 % de part de marché ; l'activité en France provient d'Itinéris et celle au Royaume-Uni résulte de l'acquisition en 2000 de la société Orange UK ; le groupe a également une place importante en Belgique (marque Mobistar), en Suisse, aux Pays-Bas, en Roumanie, en Slovaquie (marque Orange) et en Egypte (marque MobilNil) ;
- Wanadoo (5 % du chiffre d'affaires) comprend les services d'accès à l'internet, les portails, les sites marchands et les annuaires (Pages Jaunes) ;
- « Téléphonie fixe, distribution, réseaux, grands comptes et opérateurs » (44 % du chiffre d'affaires) regroupe les services fixes principalement en France où France Télécom est le premier opérateur avec 62 % de part de marché dans le trafic longue distance et 76 % dans le trafic local ;
- Equant (5 % du chiffre d'affaires) rassemble les activités dans le domaine des services mondiaux de transmission des données pour les entreprises et il est le leader mondial de ce marché ;
- le Groupe TP (8 % du chiffre d'affaires), opérateur principal et historique de télécommunications en Pologne, est présent sur le fixe, le mobile et l'internet ;
- « Autre international » (3 % du chiffre d'affaires) regroupe principalement des filiales de téléphonie fixe et mobile dans diverses parties du monde.

Depuis l'automne 2002, les dirigeants de France Télécom ont mis en œuvre une stratégie de redressement de la situation financière du groupe qui a compris trois volets :

- la génération par l'activité du groupe de 15 milliards d'euros de flux nets de trésorerie en trois ans grâce à un programme d'amélioration des performances opérationnelles « TOP » qui se déroule conformément aux objectifs ;
- le refinancement, désormais réalisé, de 15 milliards d'euros de la dette du groupe ;
- une augmentation de capital de 15 milliards d'euros, effectuée en avril 2003, à laquelle l'Etat a souscrit, via l'ERAP, à hauteur de sa participation (soit environ 9 milliards).

Le retour à une situation financière saine a permis aux dirigeants de développer une stratégie de développement des différents métiers du groupe. Le modèle retenu par France Télécom est désormais celui d'un opérateur présent sur l'ensemble des supports (téléphone fixe, mobile et internet) et qui propose à ses clients une offre intégrée de services. 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. Elle suppose aussi des développements technologiques qui font l'objet de programmes d'innovation et de recherche, principalement orientés vers l'enrichissement des services. Le 30 mars 2004 a été annoncée une refonte de l'organisation du groupe autour de trois types de services : les services personnels (mobiles), les services domestiques (à domicile) et les services aux entreprises.

En application de ces orientations stratégiques, France Télécom a procédé en septembre 2003 à une offre d'échange sur les actions d'Orange et en février 2004 à une offre mixte d'achat et d'échange sur les actions de Wanadoo en vue de racheter les actionnaires minoritaires de ces sociétés. Ces deux offres ont été des succès qui ont permis à France Télécom de détenir plus de 95 % du capital des sociétés. Des offres publiques de retrait suivies de retraits obligatoires ont ensuite été menées sur Orange et Wanadoo. La fusion par absorption de Wanadoo par France Télécom est soumise à l'assemblée générale qui se tiendra le 1<sup>er</sup> septembre. En juin 2004, la société PagesJaunes a été introduite en bourse comme prévu.

IV.- L'exercice 2003 a été marqué par le redressement des comptes du groupe, sur le plan opérationnel grâce aux actions entreprises, et en matière de résultat net, après les lourdes pertes des deux exercices précédents.

Le chiffre d'affaires consolidé s'est élevé à 46,1 milliards d'euros soit une hausse de 3,4 % par rapport à l'exercice 2002 en données pro forma (périmètre comparable). Cette augmentation a résulté des taux de croissance élevés des filiales Orange et Wanadoo, qui ont plus que compensé la baisse du chiffre d'affaires de la téléphonie fixe en France (- 2,4 %) qui a souffert de la baisse des tarifs et d'un recul de part de marché. La téléphonie mobile (Orange, + 9 %) a bénéficié principalement de la progression du nombre de clients, de l'augmentation du revenu moyen mensuel par client (ARPU) et du développement des services non-voix. L'internet (Wanadoo, + 26 %) a bénéficié également de la progression du nombre de clients et de l'augmentation de la part du haut débit génératrice d'ARPU. Par ailleurs, l'activité de TP Group s'est bien comportée (+ 1,5 %) alors qu'Equant a continué à souffrir de la conjoncture économique internationale (-2,4 %). En données non corrigées, le chiffre d'affaires consolidé du groupe a diminué de 1,1 % en raison de l'impact défavorable des variations de change.

Le résultat d'exploitation de 9,6 milliards d'euros a enregistré une hausse de 45,5 % en données pro forma (40 % en données non corrigées) grâce principalement à la forte progression d'Orange (+ 58 %) et aux bons résultats de Wanadoo (pour la première fois bénéficiaire), de TP Group (+ 15 %) et aussi de la téléphonie fixe (22 %). La marge d'exploitation s'améliore en passant de 14,6 % à 20,7 % et la marge avant amortissement passe de 32 % à 37,5 %.

Le cash flow disponible (hors cessions d'actifs) s'est élevé à 6,4 milliards d'euros en 2003.

Le résultat net, part du groupe, pour l'exercice 2003 s'établit à 3,2 milliards d'euros. En 2002 et en 2001, des déficits de respectivement 20,7 milliards et 8,3 milliards avaient été enregistrés, ces deux exercices ayant été grevés par les lourdes pertes subies principalement sur les investissements dans MobilCom en Allemagne et sur NTL au Royaume-Uni. Les marchés financiers ont au total accueilli favorablement l'annonce des résultats 2003. France Télécom a décidé le versement au titre de l'exercice d'un dividende de 0,25 euro par action.

Le bilan consolidé de France Télécom au 31 décembre 2003 fait apparaître des fonds propres de 12 milliards d'euros, grâce principalement à l'augmentation de capital de 15 milliards, alors qu'ils étaient négatifs de près de 10 milliards l'année précédente. Le montant de l'endettement financier net est en forte réduction sur l'exercice à 44,2 milliard d'euros (-24 %). Au total, le groupe a sensiblement amélioré sa structure financière, le ratio d'endettement net sur EBITDA passant de 4,55 à fin 2002 à 2,55 à fin 2003. Du fait des acquisitions importantes réalisées par le groupe depuis 1999, un volume élevé d'écarts d'acquisition figure au bilan consolidé (26 milliards d'euros). La valeur de ces écarts fait l'objet d'un examen annuel qui a conduit en 2002 et 2003 à la constatation de dépréciations.

Au cours du premier semestre 2004, le groupe France Télécom a réalisé, en données pro forma, un chiffre d'affaires consolidé en hausse de 4,2 % par rapport à la même période de 2003 grâce à la croissance de la téléphonie mobile (+ 11,2 %) et au dynamisme de l'internet (+ 11,9 %) qui a été tiré par le haut débit. Ces évolutions favorables ont plus que compensé le recul du téléphone fixe (- 1 %). L'excédent brut d'exploitation est en hausse de 6,9 % et le résultat d'exploitation de 12,8 %. Le résultat net est inférieur à celui du premier semestre 2003 qui avait compris des produits fiscaux exceptionnels. Au 30 juin 2004, les fonds propres du groupe s'élèvent à 15,3 milliards d'euros et l'endettement financier net est de 48 milliards, en augmentation compte tenu de l'application de nouvelles règles comptables. Les comptes semestriels mentionnent dans les passifs éventuels les conséquences financières possibles de la décision de la Commission européenne annoncée le 20 juillet et exigeant le remboursement de l'aide qu'aurait constitué le régime dérogatoire à la taxe professionnelle dont le groupe France Télécom a bénéficié jusque fin 2002. L'entreprise a annoncé son intention de déposer un recours en annulation contre cette décision.

V.- Lors de l'annonce de ses résultats annuels le 12 février dernier, France Télécom a indiqué ses objectifs pour les exercices 2004 et 2005 et il les a confirmés le 27 juillet en communiquant les données du premier trimestre 2004. Ces objectifs comprennent en particulier une croissance du chiffre d'affaires entre 3 et 5 % par an, une marge de résultat d'exploitation avant amortissements sur chiffre d'affaires de 40 % en 2005, une augmentation des dépenses de recherche développement et la réduction entre 1,5 et 2 du ratio dette financière nette sur résultat d'exploitation avant amortissements en 2005.

Pour répondre aux défis de l'évolution du secteur et assurer une croissance rentable, France Télécom a défini sa nouvelle stratégie d'intégration des réseaux et des services en vue d'offrir au client des services personnalisés.

L'objectif du plan « TOP » est de parvenir, au delà des réductions de coûts, à une meilleure performance opérationnelle du groupe en termes de méthodes de travail et de relation avec la clientèle.

Au deuxième semestre 2003, le groupe a lancé un nouveau programme intitulé « TOP Line » composé de nombreux projets de croissance dans les différentes divisions du groupe et à un niveau transversal. Ces projets visent à améliorer le fonctionnement en tant que groupe intégré de France Télécom et à développer les innovations que le groupe entend lancer dans les domaines des communications personnelles (simplification de l'usage et fluidité des réseaux), des nouveaux services haut débit (télévision, albums, video à la demande, visiophonie) de la mise en réseau des entreprises (gestion global des réseaux, accès des personnels en déplacement). Ces projets peuvent conduire à la conclusion de partenariats.

En ce qui concerne sa stratégie internationale, France Télécom considère la France, le Royaume-Uni et la Pologne comme ses trois marchés stratégiques essentiels et, au delà, l'Europe comme son marché domestique. En 2003, il a entrepris le réexamen de l'ensemble de ses participations selon des critères stratégiques et financiers. Des cessions ont été en conséquence opérées (notamment Wind, CTE Salvador et l'activité au Danemark). En 2004, France Télécom a décidé d'augmenter sa participation dans TPSA (Pologne) par rachat d'un actionnaire minoritaire.

VI.- Conformément à la loi, la Commission a procédé à l'évaluation de France Télécom 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 celles de l'entreprise et de leurs mises à jour au 30 août. Les banques utilisent principalement les méthodes suivantes :

- les comparaisons boursières : les multiples résultant de la capitalisation des sociétés comparables ont été appliqués aux agrégats correspondants de France Télécom. Les multiples qui ont été jugés les plus significatifs par les banques sont ceux d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) et de flux de trésorerie opérationnels (EBITDA moins investissements). Un des rapports a retraité le niveau d'investissement pour l'aligner sur celui des comparables. Quatre sociétés cotées européennes du secteur des télécommunications ont été retenues comme comparables à France Télécom : Deutsche Telekom, Telecom Italia, Telefónica et KPN ;

- l'actualisation des flux futurs de trésorerie sur la base des éléments de plan prévisionnel 2004-2007 élaborés par France Télécom. La valeur terminale, qui représente une partie importante de l'évaluation compte tenu de l'horizon de temps limité des prévisions, a été déterminée par actualisation à l'infini d'un flux normatif 2008 avec l'hypothèse d'un taux de croissance moyen de 1 %. Les banques ont évalué la dette financière nette en valeur de marché. Les banques ont également testé la sensibilité de l'évaluation de France Télécom à des hypothèses d'évolution moins favorables par rapport aux prévisions ;

- les banques conseils de l'Etat ont procédé de plus à une évaluation par somme des parties. A cette fin, sept secteurs d'activité ont été définis dans le groupe France Télécom et chacun de ces secteurs a été valorisé sur une base multicritères.

Les banques ont procédé par ailleurs à l'examen de l'évolution du cours de bourse de France Télécom sur différentes périodes de référence et elles ont présenté les travaux des analystes des grandes institutions financières ainsi que leurs objectifs de cours.

Les évaluations résultant des différentes méthodes s'avèrent suffisamment convergentes.

VII.- La Commission observe qu'après son effondrement en septembre 2002 du fait de la crise de liquidité que traversait le groupe, le cours de France Télécom s'est repris pour rejoindre début 2003 les environs de 20 € par action. Depuis lors, il s'est maintenu globalement à ce niveau, baissant toutefois jusqu'à 16 € durant le printemps 2003 mais dépassant ensuite 24 € en août 2003 et fin janvier 2004. Sur les trois derniers mois, le cours de France Télécom est resté autour de 20 euros.

Par rapport à ses comparables, notamment Deutsche Telekom et Telefónica, l'action France Telecom a réalisé une performance moindre sur un an. Les principaux facteurs d'explication cités par les analystes sont les inquiétudes sur le chiffre d'affaires de la téléphonie fixe, la dilution résultant du rachat des minoritaires d'Orange et de Wanadoo et l'anticipation d'une cession d'actions par l'Etat qui crée un phénomène de surplomb. Sur les trois derniers mois, le cours de France Télécom a toutefois connu une évolution très proche de celle de son principal comparable Deutsche Telekom.

Grâce au renforcement de sa structure financière, à la stratégie et à la gestion (programme TOP) mis en œuvre par ses dirigeants, France Télécom a opéré en moins de deux ans un redressement remarquable qui s'est traduit par une remontée du cours de bourse et par sa stabilisation. Les offres publiques récentes sur Orange et sur Wanadoo visent à permettre au groupe de mettre en œuvre sa stratégie d'offre globale à la clientèle. Les derniers chiffres communiqués sur l'activité confirment globalement les prévisions annoncées et la poursuite du redressement de la gestion. France Télécom apparaît ainsi disposer d'atouts importants pour faire face aux fortes incertitudes à moyen terme inhérentes au secteur et pour profiter des opportunités qui en sont la contrepartie.

La Commission a observé que les évaluations de France Télécom sont très sensibles aux hypothèses retenues pour le plan d'affaires qui lui-même, dans un secteur en rapide changement, ne peut couvrir de façon réaliste qu'un horizon de temps limité. Les différences entre les évaluations présentées par les banques conseils et celles réalisées lors des précédentes opérations ont été examinées par la Commission, ainsi que les facteurs expliquant ces écarts.

La Commission a pris en considération le coût de revient des actions souscrites par l'ERAP lors de l'augmentation de capital d'avril 2003, en incluant le prix de souscription, la valeur des bons et le coût du financement par emprunt de la détention des titres depuis leur acquisition. La cession d'actions envisagée ne génère pas de moins value par rapport à ce coût de revient.



La procédure de cession choisie, un placement privé garanti par un syndicat bancaire quant à sa bonne fin et à son prix, paraît être, dans les conditions actuelles du marché, un moyen approprié d'atteindre les objectifs recherchés, d'assurer le succès de l'opération et d'obtenir un prix satisfaisant pour l'Etat. Par rapport aux précédentes cessions effectuées selon cette procédure, l'opération se caractérise toutefois par son montant élevé qui rendra nécessaire qu'elle se déroule sur une durée un peu supérieure dans un environnement de marché qui reste volatil.

VIII.- Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, et au vu des informations qui lui ont été communiquées ainsi que des données les plus récentes du marché, LA COMMISSION ESTIME QUE LA VALEUR DE FRANCE TELECOM NE SAURAIT ETRE INFERIEURE A 18,24 € PAR ACTION, soit 45 milliards d'euros pour 2 467 114 768 actions composant le capital social.

IX.- En ce qui concerne les obligations dont l'émission est parallèle à la cession d'actions sur le marché, 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 ;

- relève qu'il ressort des documents soumis à la Commission que les obligations sont émises aux conditions de marché, en même temps que la vente des actions. Cette simultanéité est de nature à assurer la cohérence entre la valeur implicite de l'action associée à l'obligation et le prix des actions offertes.

Adopté dans la séance du 31 août 2004 où siégeaient MM. François LAGRANGE, président, Daniel DEGUEN, Robert DRAPE, Jean-Daniel LE FRANC, Jacques MAIRE, Philippe ROUVILLOIS et Jean SERISE, membres de la Commission.

Le président,

François LAGRANGE