



*Observatoire politico-économique
des structures du Capitalisme*

ORANGE OU LA DIFFICULTE D'ETRE MANAGER

Eric Grémont

Rarement une opération financière n'aura eu autant d'échos en France que l'acquisition d'Orange par France Télécom (FT) au mois de mai 2000. L'enthousiasme initial des médias laissera rapidement la place au doute puis à la consternation quand le coût réel de l'opération deviendra tangible. La direction sera alors mise au pilori par la presse économique et l'opinion. Condamné à la démission, Michel Bon quittera la scène en octobre 2002, il restera pour beaucoup le grand patron qui a failli causer la chute de l'un des plus beaux fleurons du capitalisme Français.

Pourtant, voilà un homme qui avait su s'adapter aux responsabilités les plus diverses avec la plus évidente facilité tant dans le privé que pour le compte de l'Etat. Sa nomination en 1995 à la tête de la société avait été perçue comme le couronnement naturel d'une carrière sans faute, on en attendait beaucoup, son attachement proclamé au service de l'Etat était un gage fort, il lui avait permis de survivre à une alternance politique.

Comment un tel homme à t'il pu se tromper autant ?

Pour comprendre l'opération Orange, il faut envisager les événements qui l'ont précédée et ceux qui l'ont suivie. En effet, les opérations liées à l'acquisition d'Orange ont une importance et une ampleur toute particulière.

Il s'agit d'une acquisition sans précédent, (38 milliards d'euros), réalisée à un moment charnière de la structuration des marchés télécoms européens, alors en pleine ébullition¹. Confronté comme nous le verrons à un double problème de structure industrielle et de positionnement en Europe Occidentale, Michel Bon prendra le parti d'acheter à Vodafone une partie des actifs du groupe Mannesmann et de céder certains investissements devenus périphériques à la nouvelle stratégie du groupe. Cependant, le programme de cessions ne pouvait suffire à financer cette acquisition ; il restait donc à faire appel aux marchés en introduisant une entité dédiée à la téléphonie mobile sous le nom d'Orange.

L'opération se fera dans des conditions difficiles déclenchant une sévère crise financière de la maison mère qui ne sera résolue que par une très forte augmentation de capital opérée par l'Etat

¹ Sur ce point nous vous renvoyons à l'article de l'OpesC : *Restructuration de l'Europe des Télécoms 1997-2005*.

français au début de l'année 2003. A peine la société FT remise sur les rails, son nouveau PDG Thierry Breton lancera une offre de retrait sur la filiale si péniblement mise sur le marché. Par la même il achèvera la construction d'un groupe industriel intégré.

Les décisions du management doivent donc être étudiées dans le cadre le plus large possible en suivant le cours des événements par lesquelles elles ont été conditionnées. Nous avons résolu d'aborder ces événements en suivant leur chronologie et en distinguant quatre étapes successives :

Première partie : L'élaboration d'une nouvelle stratégie pour le groupe FT rend sinon souhaitable, justifiable une acquisition majeure.

Deuxième partie : Les conditions de l'offre d'apport de Vodafone.

Troisième partie : L'introduction d'Orange et la recapitalisation

Quatrième partie: L'offre de retrait

1. REVIREMENT STRATEGIQUE

1.1 Positionnement et situation de FT avant L'opération

Il s'agit ici de dresser un état des lieux des activités mobiles et internationales de FT avant l'acquisition d'Orange. Dans le domaine du téléphone portable, il est assez difficile de se faire une idée des ordres de grandeur dans la mesure où le Document de Référence pour 1999, distingue les activités mobiles France (dont le poids est détaillé), des activités mobiles à l'étranger (dont le total est fondu avec les autres activités internationales). Le soucis de mettre en avant une internationalisation forte passait alors manifestement avant celui de permettre une analyse séparée de ce qui allait devenir une société de téléphonie mobile à part entière (Orange). Pour établir des comparaisons il faudra donc se référer aux chiffres pro forma de l'offre Orange ou encore en ce qui concerne les participations cotées à part entière, se fier à leur communication institutionnelle.

L'un des points les plus saillants de la position de FT en 1999 était l'alliance avec Deutsche Telekom (DT) qui se déclinait par le biais de participations conjointes au sein de Global-One, Wind, et Sprint. Elle était également matérialisée par une petite participation croisée entre les deux sociétés. Toutefois la stratégie de FT ne se résumait pas à cette alliance comme nous allons le voir.

Quelques unes des positions majeures de FT à la fin de 1999

Pays	Argentine	USA	Mexique	Italie
Société	Télécom Argentina	Sprint Fon et PCS	Tel Mex	WIND
Chiffre d'affaire	3179	17000	10470	450
EBITA	1418	5000	5836	N/A
Résultat net	298	1500	2731	-425
Pourcentage de détention	25,0	10,0	7,5	24,5
Devise	millions dollars 1999			millions euros

On peut classer les investissements fait à l'étranger par FT en trois catégories substantiellement différentes :

- En premier lieu, les investissements en matière de communication longue distance et de prestation de service aux entreprises internationales. Nous n'en parlerons pas ici car ces activités ont été regroupées peu à peu au sein du groupe Equant.
- Les participations au sein de groupe de téléphonie sur le modèle de FT, à savoir des opérateurs généralistes bénéficiant de positions quasi monopolistiques dans leur espace d'origine, notamment Tel Mex, Telecom Argentina et Sprint². En 1999, Tel Mex, Telecom Argentina et Sprint dégagent des résultats positifs comme tous les opérateurs historiques dont nous avons étudié les comptes.
- Enfin, viennent les positions acquises au sein d'opérateurs essentiellement tournés vers le mobile : Mobi Nil, Mobil Rom, Dutchtone, Mobistar, Wind, Bitco, pour ne citer que les plus importants. Si leur poids financier est alors faible leur croissance est elle beaucoup plus rapide que celles des opérateurs historiques et ce pour des raisons sur lesquelles il est inutile de s'étendre ici. Toutefois, à notre connaissance, aucun d'entre eux ne dégage un résultat net positif en 1999. A ce stade et sans parler des activités qui seront liées à Equant, on peut s'avancer à dire que le périmètre d'exploitation à l'étranger était très sain. Toutes les filiales mobiles connaîtront une croissance rapide et se mettront à contribuer aux résultats nets deux ou trois ans après. Mais en 1999, leur seuil de rentabilité est loin d'être atteint même si elles nécessitent moins d'apport de leurs actionnaires.

Wind et Telecom Argentina apparaissent, cependant, comme des exceptions. Les causes des déboires de FT liés à ces deux compagnies méritent qu'on s'y arrête car ils sont chacun significatifs des difficultés liées à une expansion internationale. En ce qui concerne Wind, il semble que ce sont les conditions même de sa création qui limitaient ses perspectives. En effet, à la lecture de sa communication institutionnelle, on peut se demander si la sous capitalisation initiale de l'entreprise n'est pas la cause essentielle de son apparent manque de rentabilité (un capital de 1°751 milliards le Lires investis entre sa création en 1997 et 1999 soit à peine 1 milliard d'euros). Il s'agit d'un montant très faible pour la création d'une entreprise de communication mobile *ex nihilo* dans un pays de la superficie de l'Italie. Sur la même période, FT investira une somme à peine inférieure à deux milliards d'euros³ au bénéfice d'Itineris qui pouvait déjà s'appuyer sur des structures commerciales, marketing et techniques existantes depuis au moins cinq ans. Peut être doit on imputer la cause de cette sous capitalisation à Enel⁴ qui, quoique maître d'œuvre du projet, n'avait pas les poches aussi profondes que ses associés Allemand et Français.⁵ Dans ces conditions, la préservation de sa majorité au Capital de la société supposait des apports initiaux limités et donc un recours à l'endettement⁶. Pour autant cela n'a pas empêché la société de connaître un beau développement mais il n'en reste pas moins qu'encore aujourd'hui, Wind ploie sous une dette très importante qui obère son résultat net.⁷ En ce qui concerne Wind, on peut dire que FT s'est trouvé piégé au sein d'une structure de développement inadaptée dont les banques tirent aujourd'hui le plus grand profit. L'affaire Wind est plus importante qu'il n'y paraît et aura de très lourdes conséquences : en effet, le fait de se retrouver ainsi bloqué sur le marché du portable en Italie a peut être joué dans la décision de DT de partir seul à l'assaut de Telecom Italia.

² Avant le *Spin Off* de la société dédiée au mobile qui se nommera America Moviles.

³ Voir FRANCE TELECOM, *Document de Référence 1999*.

⁴ Compagnie d'électricité nationale Italienne.

⁵ Voir ENEL, *Bilancio 1999*.

⁶ Voir WIND, *Bilancio 2003* (dette nette aux alentours de 7 Milliards d'euros).

⁷ *Ibidem*

Le cas de Telecom Argentina est très différent. FT était un vieux partenaire de l'entreprise. Il était monté lentement au capital de celle-ci jusqu'à en prendre le contrôle effectif avec le concours de Télécom Italia par le biais d'une holding de contrôle.⁸ L'entreprise avait un bon historique de rentabilité mais était lourdement endettée en devise occidentale (à peu près quatre milliards d'euros). Lorsque le peso sera divisé par quatre, la situation financière de l'entreprise deviendra ingérable du jour au lendemain. En 1999, le soucis de faire croître la visibilité comptable de l'internationalisation fera intégrer la société aux comptes du groupe y compris sa dette, ce qui ne posait alors pas de problème puisque FT affichait un endettement très limité eu égard à son Ebita⁹. Il en ira tout autrement deux ans plus tard lorsque le poids comptable de Telecom Argentina en terme de chiffres aura été divisé par quatre et que sa dette aura, elle, un peu augmenté. Il n'est pas absurde de se demander si ce ne sont pas surtout des contraintes liées à l'habillage des comptes qui auront rendu nécessaire sa sortie du périmètre même à prix cassés dans la mesure où Telecom Italia (très investie sur les marchés latino Américain) a jugé pertinent le maintien de sa participation.

Voilà pour les deux opérations qui jettent un bémol relatif sur la politique d'investissement de FT telle qu'elle se présentait en 1999. Fin 1999, FT disposait donc d'une belle assise mondiale et même si l'on peut émettre quelques réserves sur certaines de ses participations, la réussite de la politique initiée au début des années 90 apparaît flagrante.

Bien que Michel Bon, arrivé à la tête de FT en 1995, ait poursuivi la politique de holding initiée par son prédécesseur, l'évolution des marchés et la rupture de l'alliance avec DT l'amèneront à changer de cap de façon assez radical. Une réorientation qui passait par l'abandon d'une stratégie de holding dont les faiblesses devenaient un handicap pour le groupe. Il faut bien souligner que la société évoluait alors dans un cadre structurel où le nombre de sociétés baissait sans cesse. Dans un environnement aussi mouvant, une stratégie fondée sur le partenariat ne pouvait qu'être aléatoire puisque l'on risquait à tout moment de voir le partenaire changer de mains et donc d'intérêts.¹⁰

1.2 Les limites d'une stratégie de Holding

On peut relever des contradictions importantes affaiblissant la stratégie de croissance internationale du groupe. Comment organiser et promouvoir un ensemble de participation fertiles mais disparates et nécessitant presque autant de politiques de gestion que de situations différentes ? Par ailleurs, ni FT, ni les sociétés concernées ne précisent quel est le niveau de maîtrise industriel de la société sur la vie de ses filiales en ce qui concerne le choix des technologies et des sous traitants ce qui empêche de se rendre compte des synergies que l'entreprise pouvait tirer de ses prises de participations en matière industrielle et technologique. Pour illustrer ces difficultés, on peut détailler les deux participations minoritaires au sein d'entreprises particulièrement prestigieuses Tel-Mex et Sprint.

On se doit de faire une notation particulière en ce qui concerne Tel-Mex car l'entreprise allait connaître une croissance particulièrement forte et régulière tout en clarifiant sa politique de croissance à l'occasion d'un *Spin Off* séparant les activités fixes et Internet au Mexique des activités mobiles. Un domaine où la compagnie est devenue le seul concurrent solide de Telefonica à l'échelle du continent Latino Américain¹¹. Même une participation minoritaire

⁸ Voir le bilan de Telecom Argentina pour 1999

⁹ Earning before interest and taxes

¹⁰ Le remplacement de Mannesman par Vodafone au capital de SFR est un bon exemple de ce genre de mésaventures.

¹¹ Sur ce point la lecture du Bilan 2003 d'America Moviles est tout à fait impressionnante

dormante au sein de cette structure duale aurait pu avoir des conséquences à long terme extrêmement positive pour le groupe FT, en terme de valorisation comme en terme de coopération à long terme. Toutefois, il faut bien se rappeler que Tel-Mex est tenue fermement en main par Ernesto Botin, l'une des plus grosses fortunes des Amériques. L'influence de FT aurait, dans tous les cas, été faible et certainement insuffisante pour empêcher Tel-Mex de venir s'installer en Argentine l'un des marchés de référence de la société.

En ce qui concerne Sprint, belle compagnie Nord Américaine, on peut se borner à noter que le départ de DT à affaibli la position actionnariale de FT même si elle pouvait peut être compter sur l'appui objectif du groupe Axa¹². Toutefois, la concentration rapide du secteur par le biais de fusion aurait coûté de l'argent régulièrement ne serait-ce que pour maintenir une participation minoritaire. En tout état de cause, le maintien de l'option Nord Américaine à un niveau significatif aurait été coûteux et les dividendes délivrés par Sprint n'auraient pas suffi à payer le maintien de la participation à un niveau fixe. De plus, FT aurait eu les plus grandes difficultés à s'opposer au management de Sprint si celui-ci avait pris des options stratégiques incompatibles avec les intérêts de l'opérateur français. Il n'est donc pas absurde d'avoir libéré des liquidités pour des opérations ayant un sens plus immédiat.

D'autres options de développements de FT, n'étaient pas sans risques comme en témoigne le choix des partenaires sur certains montages. En effet, que FT soit le concurrent de Telecom Italia en Italie tout en étant son partenaire en Argentine ne pose pas de problème particulier, en revanche, voilà une situation qui pouvait être mal interprétée du côté de DT qui lui était bloqué dans un mauvais montage en Italie tout en ayant pas ce que l'on pourrait appeler de lot de consolation Argentin (Telecom Italia avait laissé le contrôle des opérations à FT). Sur le même registre la participation dans Telecom Argentina allait devenir contradictoire avec la croissance de Tel-Mex au niveau de l'ensemble Latino Américain. En effet, celle-ci allait rapidement devenir opérateur en Argentine.

En tout état de cause ces prises de position ne pouvaient aboutir à la constitution d'un groupe industriel intégré disposant librement du *cash flow* de ses filiales. Or, lorsque les cours se sont mis à monter, il a du devenir évident que les ressources de la maison mère pourtant plantureuses seraient insuffisantes pour financer l'acquisition d'un opérateur en Europe. Le nombre d'opérateurs indépendants pouvant faire l'objet d'une acquisition n'a cessé de décroître au fur et à mesure que les géants du secteur procédaient à des acquisition de plus en plus onéreuses. Dès lors FT risquait de se retrouver marginalisée en Europe Occidentale. Il fallait donc rassembler ses forces et agir. Cela supposait de rompre avec la stratégie prudente qui avait fait le succès de l'entreprise jusque là. Il faut bien convenir que le management de FT n'a de toute évidence pas eu beaucoup de choix à partir du moment où sa stratégie supposait une croissance de l'activité à l'étranger.

Par ailleurs et il s'agit là d'un point très important, on peut se douter que l'abandon de l'alliance avec DT a contribué à rendre caduc l'organisation que nous avons présentée plus haut. Mais, dans la mesure où nous ne connaissons pas tous les accords qui liaient les deux entreprises, on ne peut mesurer les conséquences exactes de cet événement. Il nous semble en effet que les modalités de l'alliance devait dépasser les accords explicites que nous avons détaillés.

Michel Bon cherchera à surmonter cette déception et ces obstacles en élaborant une stratégie triple reposant sur la création d'une entité dédiée à l'Internet (Wanadoo), d'une société de service

¹² A en croire le Form SC-13G adressé à la SEC le 11 février 2002 Axa détenait presque 8,2% du capital en hausse par rapport au total détenu en 2000 6,2% si l'on en croit le Form SC-13G de l'année 2000

de télécommunication dédiée aux entreprises (Equant), et d'un opérateur mobile de premier plan : le futur Orange.

2 UN REVIREMENT STRATEGIQUE OPERE DANS DES CIRCONSTANCES DIFFICILES

Malheureusement lorsque le recentrage de FT s'imposera comme une urgence, les options se trouveront être assez réduites sur un marché déjà en cours de restructuration. A ce titre, l'acquisition d'Orange était une opportunité que l'on ne pouvait laisser passer

2.1 Le recentrage industriel de FT

Faute de solution évidente (2.1.1), la fusion Mannesmann- Orange apparaîtra providentielle (2.1.2)

2.1.1 Le recentrage et les options disponibles

Lorsque Michel Bon décide de revoir la structure du groupe, seul le marché européen est capable d'offrir à FT un opérateur de taille significative avec lequel les synergies industrielles soient pertinentes. Or, en 1999, le marché européen est déjà bien organisé et les opportunités vraiment intéressantes ne se bousculent pas. Il faudra attendre la fusion Mannesmann- Vodafone pour que de nouvelles opportunités voient le jour. L'opérateur français dispose certes de liquidités énormes, mais les prix du marché, dopés par les attributions de licences UMTS, connaissent eux une embellie encore plus marquée, ce qui va poser de gros problèmes de financement.

Déjà présent en Italie, FT se concentre sur les deux plus gros marchés de l'Union européenne : la Grande Bretagne et l'Allemagne. Or, en 1999, sur ces marchés les places sont rares.

En Allemagne, E-plus est la propriété de Veba et RWE, British Telecom est présente par le biais d'O², Mannesmann est en passe d'être absorbé par Vodafone et T-Mobil est une filiale de DT. Il ne reste que Mobilcom qui soit une proie potentielle en raison de sa faiblesse capitalistique.

En Angleterre, le marché est occupé par des acteurs de poids qui ne sont pas près de le quitter ; British Telecom avec O², Vodafone, Orange qui appartient au groupe Mannesmann et enfin DT avec T-Mobile depuis le rachat de One-Two-One acquis en 1999 pour 10 Milliards d'euros¹³ pour une part de marché à peine inférieure à celle d'Orange.

En somme, sur ces deux marchés stratégiques il n'y avait presque pas d'options financières et politiques évidentes. A cet égard, la fusion entre Mannesmann et Vodafone allait apparaître providentielle.

2.1.2 Une opportunité providentielle : la fusion Mannesmann Vodafone

Le 12 avril 2000, la Commission européenne donnait son accord à la fusion entre Vodafone et Mannesmann à la suite d'une très rude bataille boursière. Cette autorisation comportait pour le nouveau groupe l'obligation de céder de nombreuses participations, dont l'ex filiale Britannique du groupe Mannesmann : Orange .

Cette société comprenait un opérateur au Royaume-Uni (son actif principal) auquel on avait adjoints deux opérateurs GSM, l'un au Pays-Bas, l'autre en Suisse. Il n'a fallu que quelques

¹³ Voir DEUTSCHE TELEKOM, *Form 20 A 2003*.

semaines pour que FT annonce la reprise de cet ensemble auprès de Vodafone le 29 mai 2000.¹⁴ C'est un délai court surtout pour un montage aussi lourd et complexe.¹⁵

En revanche, le délai entre l'acquisition et l'introduction en bourse d'Orange, le 13 février 2001, sera lui de 7 mois. Cela pouvait sembler normal, pourtant, compte tenu de la volatilité des cours à l'époque, on peut se demander s'il n'aurait pas été opportun d'aller plus vite dans la mesure où le refinancement de l'achat, dont le prix était quasiment définitif, passait par un marché orienté à la baisse. Le document présentant l'opération évoquait d'ailleurs la possibilité d'une mise sur le marché avant la fin de 2000. On peut se demander s'il n'aurait pas été souhaitable de surseoir à l'introduction de Wanadoo pour se concentrer sur celle d'Orange au moins dans le souci de préserver la capacité d'absorption des marchés, un élément déterminant comme nous le verrons plus bas.

Toutefois, l'acquisition d'Orange n'était pas gagnée d'avance. Même si, a priori, on peut se demander ce qui aurait pu faire obstacle à la volonté de FT. Les principaux acteurs du secteur BT, Vodafone et DT étaient déjà présents au Royaume-Uni. Dans la mesure où Telecom Italia était déjà hors jeu, en raison de sa situation financière, il ne restait guère que Telefonica pour venir troubler la partie, mais la société était alors concentrée sur sa croissance en Amérique Latine¹⁶. En ce qui concerne les acteurs extra-européens, on n'en connaît pas qui ai fait part d'une brûlante ambition européenne durant cette période (fin 99 – mi 2000). A nos yeux, et compte tenu des informations dont nous disposons, il y avait peu d'acteurs susceptibles de rentrer dans le jeu à cette période où les cours commençaient déjà à flancher. Dans ces conditions, la position de vendeur aurait dû être inconfortable et FT aurait dû être en mesure et avoir tout intérêt à faire descendre les enchères le plus possible. Pourtant quelques semaines à peine après la fusion Mannesmann-Vodafone, FT annonçait l'acquisition d'Orange.

Au regard de la complexité du dossier et de l'obligation prévisible faite à Vodafone de se séparer d'une partie de ses actifs il nous semble fort probable que des discussions préalables à l'acquisition d'Orange se soient déroulées lors de la longue bataille que mena Vodafone pour le contrôle de Mannesmann. Hors, et c'est là un point important, ces négociations ont eu lieu au moment même où le marché était au plus haut.

Notons que FT avait déjà commencé l'édification de l'ensemble Equant dont l'activité était orientée vers les entreprises et à ce titre, la position de Londres était tout à fait incontournable. L'apport d'Orange UK pouvait être particulièrement productif en terme de synergie et d'image.

2.2 L'acquisition d'Orange

2.2.1 L'accord

Nous n'aborderons pas ici les modalités techniques de l'accord (d'autant que nous n'avons pas eu connaissance du détail) pour nous concentrer sur l'essentiel - d'un point de vue financier - le prix et les conditions de son paiement.

Le paiement comme c'est souvent le cas lors d'opérations complexes, prendra plusieurs formes obéissant chacune à des modalités différentes.

¹⁴ Voir FRANCE TELECOM, *Apport par Mannesmann AG (Groupe Vodafone) à France Telecom de 554.559.931 actions Orange*. Visa COB n° E.00-443. p. 1

¹⁵ On ne peut passer absolument sous silence la rumeur selon laquelle il y aurait un accord préalable entre FT et Vodafone

¹⁶ En dehors de rumeurs invérifiables concernant l'intérêt supposé de Vivendi sur le bien fondé desquelles nous sommes très réservés.

- Un achat de titres

La convention emporte un paiement en numéraire de 22,1 milliards d'euros pour l'achat de 664°743°658 actions Orange correspondant à 54,96% des parts de la société. Ce paiement est effectué au profit de la société Vodafone directement.

- Un échange de titres encadré par un *put* en faveur de Vodafone et un *call* au bénéfice de FT

La convention stipule que FT complète le paiement en numéraire par des titres FT.

Soit 129°201°742 actions FT en paiement du solde du capital d'Orange. En ce qui concerne FT, les titres émis en paiement correspondent approximativement à 11,2% du capital de la société FT pour se voir apporter 554°559°931 titres Orange représentant les 45,03% du capital restant à acquérir. La valeur d'échange des titres FT était de 140 euros. FT ne disposant pas de l'autocontrôle nécessaire, elle émettra donc les titres matérialisant ainsi une augmentation de capital substantielle. Toutefois, les termes de la convention ne s'arrêtent pas là et stipulent que FT doit racheter les titres nouvellement émis à un prix plancher de 104 euros par titre (le *put* Vodafone). En contrepartie, Vodafone consent un *call* au prix de 175 euros au bénéfice de FT. Ce dispositif mérite quelques éclaircissements c'est pourquoi le lecteur trouvera un tableau descriptif du coût relatif pour FT en fonction de l'évolution des cours (voir Tableau 1).

Une partie des titres nouvellement émis fait même l'objet d'un rachat immédiat moyennant une émission obligataire *ad hoc* portant sur 15°355°531 titres. Il s'agissait alors de respecter la législation britannique sur les participations croisées entre opérateurs jouissant d'une licence UMTS.¹⁷

- Un coût final variable en fonction des évolutions du marché

Le coût facial au moment où l'acquisition est déclarée est de 38 000 Millions d'euros.

Le coût minimal (sur la base d'un cours de 104 euros pour les actions FT) de l'opération pour FT sauf retournement brutal à la hausse des cours de bourses peut donc être chiffré à 35,5 milliards d'euros avec pour contrepartie la création d'un bloc d'autocontrôle très important qui aurait pu servir de monnaie d'échange pour des opérations ultérieures si seulement les cours de bourse n'avaient pas connu l'effondrement qui eut lieu alors.¹⁸ Etant données les conditions, cela peut fort bien s'apparenter à un achat en numéraire pur et simple étalé dans le temps et assorti d'un ajustement sur les cours de bourse du titre FT. Le plan de rachat d'actions initié alors par FT sera exclusivement consacré à la couverture du *put* Vodafone. Un nouveau plan sera adopté pour tenir compte de la situation en 2002 lorsque FT aura repris les titres à Vodafone.

La convention stipulait que les actions détenues par Vodafone resteraient sans droit de vote ainsi les titres détenues par Vodafone étaient dépourvus d'une caractéristique usuellement attachée aux actions.¹⁹ On doit noter que la garantie de prix avait un plancher et un plafond et qu'au moment de l'offre, le prix de FT était plus proche du plafond que du plancher. En cas de hausse renouvelée du titre, le coût relatif de l'opération aurait pu être beaucoup plus faible pour

¹⁷ Vodafone ne pouvait dépasser un certain seuil du capital de France Telecom dans la mesure où chacun d'eux jouissait désormais d'une licence GSM au Royaume-Uni

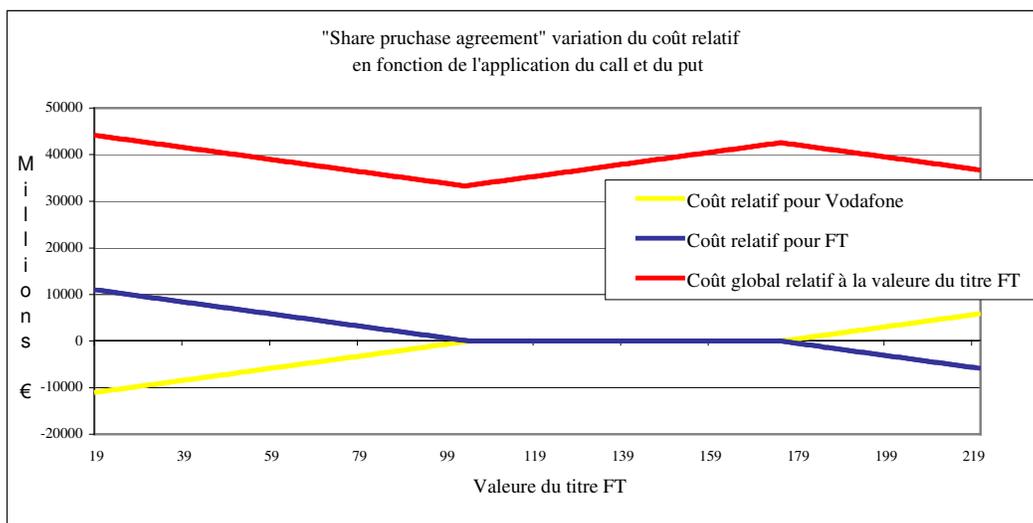
¹⁸ Voici quelques cours correspondant aux dates 12 avril 2000 fusion Mannesmann -Vodafone 154 € ; 29 mai 2000 annonce de l'opération d'achat d'Orange 125.15 €, 13 février 2001 introduction d'Orange 68 €.

¹⁹ Voir FRANCE TELECOM, *Apport par Mannesmann AG (Groupe Vodafone) à France Telecom de 554.559.931 actions Orange*. Visa COB n° E.00-443.

FT. Et pour cause, la société disposait d'une option d'achat qui lui aurait permis de faire une excellente affaire en cas de hausse des cours puisque Vodafone s'engageait à lui vendre les titres à un prix plafond 175 euros alors même que le titre FT était monté jusqu'à presque 219 dans les 12 mois précédents comme le signal le document d'apport.²⁰

Les garanties données par l'acheteur sont telles qu'il assume seul le risque de baisse des cours au delà du cap des 104 euros. Même si FT avait planifié une augmentation de capital réel passant par l'introduction en bourse de la filiale mobile ainsi créée, il n'en reste pas moins que dans l'intervalle, elle assumait seule le risque de retournement des cours en deçà du seuil des 104 euros.

Tableau 1 : évaluation des structures de coût en fonction des mouvements du titre FT



En fait, le "prix" était un élément important mais non primordial dans le plan d'acquisition d'Orange par FT. Vodafone avait la faculté de demander à FT d'honorer ses obligations en deux temps : au 31 mars 2001 et au 31 mars 2002. On peut donc penser que le *put* Vodafone avait été pensé par la direction de FT comme une façon d'étaler dans le temps les sorties de numéraire afin de pouvoir optimiser les appels au marchés et aux banques dans la mesure où le numéraire libre de FT était insuffisant pour couvrir de telles échéances même étalées de la sorte.

2.2.2 Une évaluation difficile

En ce qui concerne le prix, on se bornera à signaler qu'il faut être prudent dans l'évaluation de ce que peut être le juste prix d'une entreprise. On a eu vite fait d'avancer que le prix était disproportionné, peut être, mais aujourd'hui, Orange UK et Orange Suisse²¹ génèrent au moins un tiers du REAA de la société Orange soit dans les 2,5 milliards d'euros au titre de 2004. La somme payée initialement pour ces sociétés est approximativement équivalente à 16 fois ce montant. Par ailleurs, on ne peut faire d'évaluation des économies de coûts de structures et d'approvisionnements. Nous aurions beaucoup de mal à prétendre que la société était une « affaire », en revanche et compte tenu de la situation d'alors, le prix n'était pas absolument hors

²⁰ *Ibidem* p. 25

²¹ Voir FRANCE TELECOM, *Document de Référence 2004*.

de proportion avec des enjeux stratégiques qui dépassaient de loin la simple problématique de rentabilité d'une opération ponctuelle.²²

L'opération Vodafone-Mannesmann s'était, d'ailleurs, faite avec une valorisation encore plus élevée par abonné. De même, Mannesmann avait acquis Orange pour une trentaine de milliards d'euros quelques mois plus tôt.²³ A tout le moins, si FT a commis une lourde erreur d'appréciation du prix, elle n'a pas été la seule à négocier des opérations sur la base de cours élevés. Pour autant, dans le cas d'une fusion par échange d'actions, le "prix" sert surtout à mesurer le poids des différents actionnaires avant et après l'opération. Les modifications de valorisation à venir du titre ne pouvaient donc avoir que des conséquences assez marginales sur l'avenir du groupe alors que, dans le cas de FT, la société acheteuse garantissait un prix plancher d'échange des titres. Dans un marché volatile comme il l'était, la croissance par fusion était la meilleure solution mais cette possibilité était interdite à FT (on peut citer le cas de BT qui avait un périmètre compatible avec celui de FT) en raison de la part de l'Etat qui ne devait pas passer en dessous de 50 %. Pour revenir au coût, si l'on se réfère au document d'apport, le prix par abonné pouvait être alors être considéré comme raisonnable compte tenu de ce que le texte appelle une prime de contrôle appropriée. Or, comme nous l'avons suggéré c'est le contrôle effectif complet qui comptait vraiment pour FT, afin de pouvoir mettre en place sa stratégie industrielle.

2.3 Le financement de la nouvelle stratégie

Comme nous l'avons décrit, les modalités de paiement impliquaient que FT se retourne vers le marché pour re-financer une opération coûteuse ; c'est ce qui justifiait l'introduction d'Orange (2.3.1). L'échec de cette introduction (2.3.2) rendra inévitable le recours à une recapitalisation (2.3.3)

2.3.1 L'opération telle qu'elle avait du être envisagée

Valorisation potentielle de la société

Sur la base des chiffres évoqués dans le document d'apport et en retenant une valorisation de 5°000 € par abonné, on pouvait espérer une évaluation de près de 100 milliards d'euros pour la nouvelle filiale de FT. Dans ce cas, les 13% du capital d'Orange émis sur le marché lors de l'opération historique auraient générés une somme voisine de 13 milliards d'euros. On peut même envisager la mise sur le marché du bloc d'autocontrôle dans de bonnes conditions (140 euros : le prix moyen évoqué par le document d'apport). Ce qui aurait rapporté de quoi réduire considérablement le prix en numéraire payé par FT et donc sa dette. Les 130 millions de titres d'autocontrôle pouvaient alors avoir une valeur de marché avoisinant les 18 milliards d'euros soit une somme qui n'est pas sans rapport avec la partie payée en numéraire de 22,5 milliards d'euros. Après l'introduction d'Orange et la mise sur le marché des titres d'autocontrôle, le coût final en numéraire (et donc en dette) aurait pu plafonner aux alentours de 10 milliards d'euros.

En fait, en cas de maintien des cours à leur niveau de mai 2000, l'impact définitif sur les comptes de FT aurait été "faible" (à peine 10 milliards d'euros) si l'on tient compte de la cession des titres d'autocontrôle (voir Tableau 2).²⁴ Un beau résultat obtenu moyennant une dilution du capital de 11% et l'introduction d'Orange en bourse. Si jamais les conditions avaient été favorables, l'opération aurait pu être un grand succès et FT aurait pu concentrer ses

²² Voir OPES, *Restructuration de l'Europe des Telecoms 1997-2005*.

²³ *L'Expansion* article du 21/10/1999 concernant Mannesmann, entre temps Orange avait encore grossie

²⁴ Toutefois nous n'avons pas cherché à calculer le coût réel de la dilution par titre pour l'actionnaire

liquidités au financement de l'opérateur MobilCom. De plus, dans le même temps, FT avait acquis la participation de DT dans Wind moyennant deux milliards d'euros et prévoyait conjointement avec Enel d'assurer le financement de l'entreprise par le biais d'une augmentation de capital qui passerait par une introduction sur le marché de Wind. C'était alors la meilleure solution pour assurer une rentabilité à court terme sans ponctionner plus les flux de numéraire libres de FT. L'été 2000 verra aussi Michel Bon mettre la main sur TPSA, l'opérateur historique polonais.

En quelques mois, FT avait renforcé considérablement sa position en devenant le seul opérateur avec Vodafone à être présent en même temps en France, en Angleterre, en Allemagne²⁵ et en Italie. Si on y ajoute ses participations mobiles en Pologne, en Roumanie, au Danemark, au Pays Bas, en Belgique, en Suisse, en Suède, en Slovaquie, en Autriche²⁶ et au Portugal ; la société aurait pu être le leader incontesté en Europe avec des bases financières solides et des perspectives pour le moins séduisantes. Le moins que l'on puisse dire, c'est que le plan était brillant et de nature à résoudre d'un coup les problèmes de positionnements stratégiques évoqués plus haut tout en préservant les marges financières nécessaires aux aventures allemandes. En effet, dans ce contexte, les engagements pris par FT au bénéfice de Mobil-Com en ce qui concerne le financement de sa licence UMTS, apparaissent beaucoup moins disproportionnés - et pour tout dire logique et finançable - compte tenu du numéraire libre que pouvait dégager FT (voir Tableau 3).

On comprend mieux maintenant les motifs de satisfaction des dirigeants de l'époque. FT était sur le point de devenir le leader européen des télécoms avec toutes les conséquences positives que l'on peut supposer du côté d'Alcatel, de Thomson et de Sagem. A terme, on pouvait viser les 100 millions de clients mobiles et la passation de marchés visant à équiper la presque totalité de l'espace géographique européen en matériel UMTS. A ce compte, la cession de la participation prometteuse au sein de Tel-Mex pouvait apparaître comme un sacrifice absolument nécessaire. Il restait toutefois une étape décisive, le re-financement.

2.3.2 Une introduction décevante

Le risque pris unilatéralement et sans couverture appropriée par FT devait malheureusement s'avérer extrêmement coûteux. En effet, l'opération d'introduction d'Orange aura lieu après que les cours aient connus une glissade continue. L'introduction se révélera donc très décevante (A) en raison de circonstances financières tout à fait particulières (B), comme nous allons le voir ci après.

2.3.2.1 Présentation de l'opération

On ne peut qu'être frappé par le délai considérable entre l'opération d'achat et celle de mise sur le marché de la société (7 mois). Une introduction plus rapide aurait certainement permis de limiter les dégâts mais le management de la société privilégia l'introduction de Wanadoo dans le but de consolider la valorisation de la société mère.

La mise sur le marché d'Orange peut se présenter de la façon suivante : FT introduisait 633 millions de titres correspondant à environ 13% de la société Orange. On peut d'ores et déjà signaler que compte tenu de sa participation relative au capital de FT, la part relative de l'Etat au sein d'Orange avoisinait les 50%. La mise sur le marché ne pouvait donc apparaître comme une façon détournée de remettre en cause les engagements pris par l'Etat.

²⁵ Via sa Joint Venture avec MobilCom. Mais FT n'avait pas le contrôle industriel.

²⁶ Petite participation minoritaire de 17.5 % acquise avec Orange

Il n'en demeure pas moins que les événements allaient peser de tout leur poids sur le cours des opérations.

Après avoir essayé d'obtenir la validation d'une fourchette d'introduction entre 11,5 et 13,5 € - un montant qui lui aurait permis de lever presque huit milliards d'euros calculé sur une valeur médiane-, FT fut obligé de revoir ses ambitions à la baisse en proposant une nouvelle fourchette qui sera elle définitive : entre 9,5 et 11 euros²⁷ ce qui supposait une baisse du montant levé de l'ordre de 1,3 Milliards d'euros (soit une recette de l'ordre de 6,7 milliards d'euros).

Sur la base du nombre total de titres Orange (4°817°915°818)²⁸, la société, qui regroupait la plupart des activités mobiles de FT, se trouvait alors valorisé à près de 48°179 millions d'euros. Un montant à mettre en relation avec le "prix" que nous avons évoqué pour Orange (l'opérateur britannique) de 36°097 millions d'euros.

L'introduction d'Orange et le re-financement qui avait pu être envisagé

Tableau 2 : Re-financement réel de FT

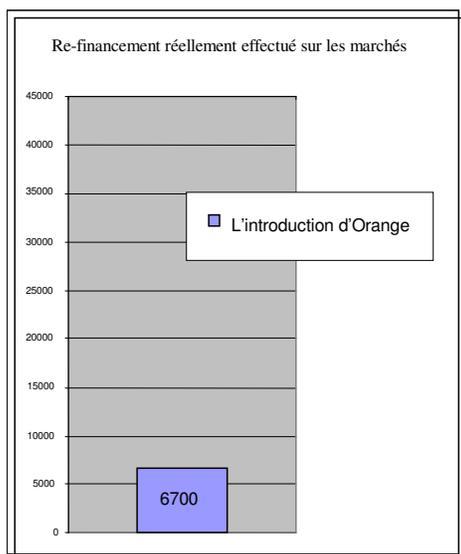
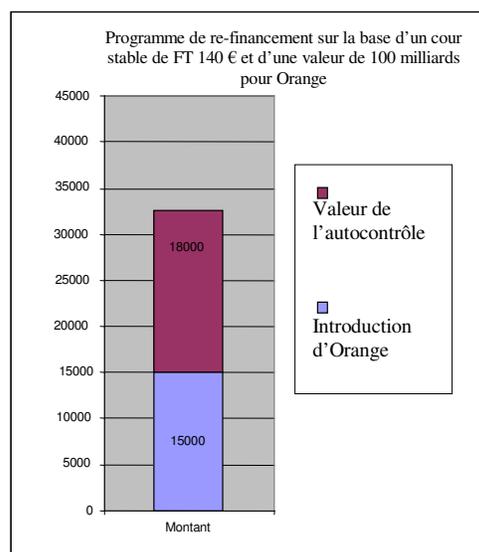


Tableau 3 : Re-financement envisageable



En fait, dès son introduction, le marché avait déjà corrigé la valeur d'Orange et on doit noter que le cours de sortie ne sera pas très éloigné du cours d'introduction. Etant donnée la faiblesse du cours de FT, conséquence logique de la dévalorisation de sa filiale, la cession de l'autocontrôle sur le marché devenait contre productive. Le coût relatif du *put* Vodafone ne cessera d'augmenter enclenchant une spirale d'alourdissement de la dette qui ne s'arrêtera qu'avec la recapitalisation. On doit bien relever que l'entreprise offrait alors une prise particulièrement tentante à la spéculation, dans la mesure où les prises de position vendeuses

²⁷ Voir Prospectus définitif, Introduction d'Orange au premier marché d'Euronext Paris. Visa COB n° 01-099

²⁸ *Ibidem*

étaient mécaniquement auto réalisatrices puisque toute évolution négative des cours alourdissait le bilan de l'entreprise. On peut certainement trouver là l'une des causes de la baisse catastrophique du cours de la société dont la valeur se trouvera réduite à quelque 8 milliards d'euros au plus fort de la crise.

2.3.2.2 Contexte financier

Quoique l'on puisse penser des évolutions brutales des marchés financiers, il ne faut pas oublier que leur volatilité est une de leur qualité intrinsèque. Les entreprises doivent savoir profiter de leurs emballements et se prémunir contre leurs retournements. C'est précisément ce en quoi a échoué l'équipe de management de FT. Une entreprise de la taille de FT aurait dû avoir une vision plus claire des risques qu'elle prenait notamment en ceci : le marché boursier français était peut être tout simplement incapable de financer l'achat d'Orange au niveau où l'entreprise en aurait eu besoin tant les montants demandés étaient énormes en volume.²⁹ Aucune banque française, aucune compagnie d'assurance - qui sont les premières destinataires de ce genre d'émissions - ne pouvaient acheter tant de titres sans mettre en danger son bilan. Si les grands institutionnels français avaient pris ce risque, on peut se douter qu'ils l'auraient payé au prix fort. Abstraction faite de l'évolution des cours, le marché français du capital n'était probablement pas capable de digérer un besoin de financement équivalent à la moitié de celui des institutions publiques qui, elles, n'émettent que des produits sûrs. Et ce d'autant que le marché avait déjà absorbé une véritable pluie de papier au cours de la période faste des introductions des sociétés "dot-com".

On glose souvent sur les contradictions entre les logiques industrielles et les exigences financières, pourtant en l'espèce, c'est la direction de FT qui a pris un risque financier négligeant les spécificités du marché sur lequel elle plaçait ses titres. Il nous semble en effet que le problème de la valorisation ne doit pas occulter celui des volumes que les marchés peuvent digérer tous les ans, et ceux-ci dépendent principalement de l'épargne disponible des ménages et des fonds de provisions des compagnies d'assurances. Or, il s'agit de flux qui ne sont pas élastiques. Autrement dit, le marché français était incapable de valoriser cette entreprise à sa "juste valeur" alors qu'il aurait pu le faire concernant une entreprise de taille plus réduite.

A ce sujet, on peut d'ailleurs légitimement s'interroger sur la capacité offerte à certaines sociétés d'émettre des valeurs dans des volumes tels qu'elles font naître une pression déflationniste sur un marché financier donné, n'est-il pas surprenant que les Etats soient aujourd'hui limités dans leur capacité d'émettre de la monnaie pour se re-financer alors que de grandes entreprises jouissent, elles, d'un privilège d'émission presque incontrôlé en volume ?

2.3.3 Une recapitalisation nécessaire ?

Même lestée de dettes, FT valait au moins quatre fois les huit milliards d'euros qu'elle a atteint en valeur plancher à la mi 2002. Le gouvernement Raffarin choisira de recapitaliser la société à la suite de son arrivée au pouvoir.

Rappelons que Michel Bon pensait que la société pouvait largement se permettre d'attendre et même faire l'économie d'une telle opération. La société ne disposait-elle pas d'un autocontrôle abondant que l'on aurait pu remettre sur le marché à bon compte en patientant quelques temps ?

²⁹ Les trente milliards qu'elle aurait pu lever de son autocontrôle et d'Orange représentent à eux tous seul presque deux point du PIB de la France pour l'année 2000.

Nous n'avons pas d'opinion quand à la pertinence de la recapitalisation, en revanche, signalons qu'il n'existait pas de meilleure façon pour la nouvelle équipe gouvernementale de stigmatiser le gouvernement Jospin en faisant mine de sauver in extremis l'opérateur historique. Les comptes de FT permettaient de supporter aux moins les intérêts de la dette et les investissements de renouvellement. D'un strict point de vue pratique, la recapitalisation n'était pas une nécessité absolue.

Mais l'Etat ne profitera pas de la situation pour recapitaliser la société à bon compte. On ne peut qu'être frappé de la hausse des cours durant les quelques mois qui ont précédé la recapitalisation alors qu'usuellement, la période qui précède une telle opération est douloureuse pour le cours de bourse ; dans la mesure où le nouvel entrant négocie normalement au mieux la valeur de son investissement. En l'espèce, c'est le mouvement inverse qui s'est produit : les cours ont monté jusqu'à la recapitalisation pour se stabiliser ensuite. Il faut le souligner, la hausse régulière du titre entre le mois de juin 2002 et la recapitalisation début 2003 a permis à ceux qui avaient joué la baisse du titre de solder lentement et sans à coups leur position vendeuse.

L'Etat aurait fort bien pu sortir patrimoniallement gagnant de la crise en engageant une augmentation de capital dès le courant du moi de juin 2002. On peut se demander si l'intérêt patrimonial de l'Etat n'a pas été quelque peu perdu de vue par ceux qui ont mis en œuvre le plan de recapitalisation au début de l'année 2003.

Si on écoute le consensus qui prévaut, selon lequel seul le marché est capable de permettre le refinancement des entreprises dans de bonnes conditions, il est assez paradoxal de constater que les volontaires ont manqué pour participer à la recapitalisation. Il faut bien convenir qu'en matière de refinancement l'Etat reste en France l'instance de l'ultime recours. Rappelons que British Telecom confronté lui aussi à de sérieux problèmes d'endettement pourra obtenir des investisseurs institutionnels britanniques une augmentation de capital confortable, au prix du *Spin Off* de O² il est vrai.

4. LE RACHAT DES MINORITAIRES D'ORANGE

La recapitalisation et la détention par FT d'une partie importante de son capital permettent à Thierry Breton, arrivé à la tête de l'entreprise en octobre 2002, de lancer un programme de réintégration complète des filiales introduites en bourse. Ce programme commencera avec Orange et se terminera avec Equant. On doit noter que cette politique n'est pas contradictoire avec celle de Michel Bon. Au contraire, elle s'inscrit parfaitement dans la stratégie d'intégration industrielle inaugurée par son prédécesseur. La faiblesse des cours et la recapitalisation de la société mère permettra à cette politique de trouver son achèvement.

4.1 L'opération

Le nombre de titres achetés correspond au nombre de titres non détenus par la maison mère soit: 660°765°197 titres auxquels on doit ajouter une cinquantaine de millions de titres virtuels liés à l'exercice d'options.³⁰ FT propose aux minoritaires un paiement en actions provenant de l'auto détention et d'une augmentation de capital ad hoc.³¹

Voici le détail des titres FT consacré au rachat des minoritaires d'Orange : 95°363°219 actions auto détenues et 218 110 986 actions à émettre. En pratique, cette émission correspond à une

³⁰ Voir *Offre Publique d'Echange simplifiée visant les actions Orange initiée par France Telecom*. Visa COB n° 03-791.

³¹ Ibidem. pp. 9 et 10.

dilution réelle de l'ordre de 5% du capital de FT. On peut relever au passage que le nombre d'actions auto détenues n'a pas varié entre mars 2003 et le début des opérations.³²

Le rachat des minoritaires d'Orange sera initié par une opération d'offre publique qui se déroulera entre le 12 septembre et le 7 octobre 2003.³³

Par une douloureuse ironie du sort, FT a utilisé l'autocontrôle acquis à prix d'or auprès de Vodafone pour racheter la filiale qui lui a coûté si cher.

4.2. La valorisation

Avec un cours FT de 22,6 € et de 8,45 € pour Orange, la prime offerte aux actionnaires d'Orange est de 17,7% sur la base des cours de clôture du 29 août 2003.³⁴ Pour tout commentaire concernant le prix, on peut se borner à signaler que le résultat d'exploitation de l'ex-groupe Orange fut de 2°411 millions d'euros pour le premier semestre 2004, un montant qui doit être rapporté à un résultat de 2°782 millions d'euros pour l'ensemble de l'année 2002 soit une hausse de presque 73 % en deux ans. Une hausse qui pourrait bien se poursuivre en 2005 compte tenu du dynamisme « d'Orange Rest of the World » et de l'arrivée de l'UMTS sur les deux marchés phares d'Orange : la France et le Royaume-Uni. Si jamais le résultat d'exploitation devait flirter avec les 5 milliards d'Euros en 2005 – compte tenu d'une hausse du chiffre d'affaire et d'une baisse des investissements, c'est tout à fait crédible – alors la valorisation de 100 milliards d'euros qui avait été envisagée lors de l'achat d'Orange apparaîtrait beaucoup moins lointaine.

En somme, après avoir vendu une part d'Orange dans des conditions désastreuses, FT la rachète à bon compte. Juste retours des choses, si l'on estime que les anciens actionnaires d'Orange bénéficieront d'une hausse des cours de FT. Pourtant, ce n'est absolument pas évident aux vues de l'évolution des cours en 2004³⁵ et de la dégradation prévisible de l'activité de la partie "fixe" de l'entreprise. On doit bien noter que la perte des actionnaires en ce qui concerne Orange est faible comparée à celle enregistrée sur Wanadoo³⁶ ce qui revient à dire que le marché n'a pas fondamentalement révisé les options de valorisation qu'il avait imposé à FT en 2000-2001 lors de l'introduction de ses filiales. Cela peut s'expliquer aussi par la taille des deux opérations. L'introduction d'Orange par sa taille était une émission dont le volume nécessitait un recours massif aux investisseurs institutionnels plus exigeants et avertis en matière de valorisation et de rendement alors que Wanadoo avait surtout été vendu aux particuliers comme une opportunité de prendre en route la vague Internet.

En ce qui concerne FT le passage du capital de 2°231°715°077 à 2°449°826°063 de titres emportait une dilution réelle plus importante du fait de la disparition de l'autocontrôle et d'une augmentation du flottant sous-jacent. L'effet de cette double dilution peut être considérable si l'on prend en compte le passage du CAC au flottant, le poids de FT dans l'indice se trouvait ainsi renforcé. Ces opérations auront au moins le mérite de rendre à FT une place incontournable au sein du CAC 40. Un poids que les dégagements de l'Etat au cours de l'été auront contribué à renforcer encore sans toutefois redonner au titre son lustre d'antan.

³² Voir sur ce point FRANCE TELECOM, *Document de Référence 2002*, p. 22.

³³ *Offre Publique d'Echange simplifiée visant les actions Orange initiée par France Telecom*, p. 1.

³⁴ *Ibidem*, p. 15.

³⁵ Avec une fluctuation sans tendance forte entre 18 et 24 € sur l'année

³⁶ Voir OPES, *Introduction et retrait de Wanadoo*.

CONCLUSION : UN SUCCES MALGRE TOUT

En 1999, FT était un groupe industriel en France et une holding de participation en télécommunication dans le reste du monde, tout en demeurant absent des grands marchés allemand et britannique. Toutefois, face à l'inflation des prix sur le marché des télécommunications, ce positionnement prudent risquait de marginaliser durablement FT en Europe, sans offrir de perspectives de développement industriel solide.

Confronté à la nécessité de repenser la stratégie de l'entreprise, le management a réagi avec vigueur en élaborant une stratégie industrielle ambitieuse et cohérente dont Orange représentait la clef de voûte. Toutefois, les conditions d'achat consenties à Vodafone, l'éclatement de la " bulle Internet " et la taille du marché français n'ont pas permis de financer correctement ce changement de stratégie. Ayant échoué dans ces tentatives de refinancement la société n'a eu d'autres recours que de se retourner vers son actionnaire de référence : l'Etat. En ce qui concerne la pertinence de l'opération Orange, on doit souligner qu'il n'existe pas de rupture entre les deux équipes de management qui se sont succédées en matière de politique industrielle, les choix de Michel Bon n'ont pas été remis en cause par Thierry Breton.

La politique actuelle d'intégration systématique des filiales est la conséquence logique du programme mis en place auparavant. Il se trouve simplement qu'en 2000 il était impossible de financer conjointement des prises de positions majeures et une intégration complète. Si l'on considère la nécessité d'occuper de nouveaux marchés pour la société comme un impératif, alors la politique menée par Michel Bon était probablement la seule possible.

Notons qu'encore aujourd'hui la croissance de la société passe par des schémas d'acquisition qui ne sont pas sans rapports avec ceux mis en œuvre pour Orange.³⁷

En définitive dès que le tournant stratégique a été acquis en 1999, il semble bien que la politique de l'entreprise a été d'une remarquable continuité en matière industrielle et on doit retenir qu'elle a été couronnée de succès en ce qui concerne Wanadoo et Orange.

En revanche, le marché français a été incapable de financer la politique cohérente du groupe à un niveau compatible avec les exigences financières de celui-ci du moins en ce qui concerne les émissions d'actions.

A la décharge de l'équipe de Michel Bon, on doit reconnaître que les opérations de privatisation avaient connu un tel succès qu'ils pouvaient avoir de sérieuses espérances de lever les fonds nécessaires à l'opération. Par ailleurs, la valorisation finale demandée au marché n'était pas aussi disproportionnée que cela a été prétendu ensuite.

On doit reconnaître que ses successeurs qui ont bénéficié d'une augmentation de capital providentielle en terme d'image ont su poursuivre la politique qu'il avait tracée tout en communiquant mieux sur la solidité réelle de la société.

Le fait est qu'à présent, encore lestée de dettes, la solvabilité de la société n'est plus remise en cause. Son avenir semble aujourd'hui à peu près assuré même si des ombres demeurent quand à l'avenir de la rentabilité globale des télécoms. La réorganisation des actifs de la société s'est faite sur un ensemble qui semble maintenant cohérent et solide, même si certains peuvent regretter l'abandon de l'option italienne. On doit constater que l'endettement semble s'être

³⁷ Voir les conditions de la prise de contrôle d'Amena en 2005 qui comprennent une augmentation de capital au profit des cessionnaires

stabilisé à un haut niveau du fait de l'intégration récente au périmètre de dettes de filiales³⁸. Il demeure sur ce point certaines inquiétudes, les taux auxquels une partie de la dette a été consentie sont quasiment usuraires compte tenu des perspectives à long terme de la société. Il en est ainsi des dettes obligataires à très haut rendement émises pendant la période où les notes de FT étaient mauvaises et qui s'établissent à un taux moyen supérieur à 7% pour les seules lignes libellées en euros.³⁹ Il semble bien que le re-financement soit, et de loin, la principale source potentielle d'économie pour FT à l'avenir.

³⁸ Voir FRANCE TELECOM, *Rapport semestriel 2004* sur la dette nette de 49 milliards d'euros et l'intégration de TPSA

³⁹ Sur ce point nous renvoyons au tableau très complet publié par France Telecom dans son Document de référence 2003.