



## Les mauvais comptes de l'Etat sur la vente d'Alstom à Siemens

[L'AGEFI](#)

Une fusion « *bonne pour l'emploi, bonne pour l'industrie, bonne pour la France* ». En déplacement vendredi sur le site d'Alstom de Petite-Forêt dans le Nord, Bruno Le Maire, le ministre de l'Economie, s'est une nouvelle fois félicité des vertus du mariage entre le groupe français et la division ferroviaire de Siemens. Pourtant, au moment où le gouvernement s'attend à un déficit budgétaire de 82,9 milliards d'euros pour 2018, cette opération s'annonce moins bonne pour les finances publiques. En renonçant à exercer auprès de Bouygues les options dont il dispose jusqu'au 17 octobre 2017 pour conforter sa présence au capital d'Alstom, l'Etat se prive de plusieurs centaines de millions d'euros de recettes potentielles, selon les estimations de *L'Agefi* détaillées dans le tableau.

L'exercice de ces options serait évidemment pénalisant dans un premier temps pour les finances publiques. La première, qui expire le 5 octobre, coûterait 1,5 milliard d'euros. Elle donne droit à 20% du

capital, payé 35 euros par action Alstom. La deuxième, ouverte entre les 6 et 17 octobre, permet d'acquérir 15% du capital d'Alstom auprès de Bouygues, à une moyenne du cours de Bourse sur les deux derniers mois décotée de 2%, soit 880 millions d'euros total.

Mais, une fois actionnaire, en plus de disposer d'un droit de regard puissant sur l'avancement de la fusion et les engagements sociaux, l'Etat pourrait pleinement profiter de la création de valeur promise par les deux partenaires. D'une part, les dividendes annoncés pour 2018 - 4 euros avec certitude plus jusqu'à 4 euros supplémentaires - feraient tomber sans risque entre 262 et 350 millions d'euros dans les caisses de l'Etat selon qu'il soit détenteur de 15% ou de 20% du capital d'Alstom. Cela réduirait instantanément le coût de l'acquisition des actions auprès de Bouygues.

D'autre part, en s'installant au capital d'Alstom, l'Etat bénéficierait à moyen terme de la création de valeur qui doit résulter du rapprochement avec Siemens Mobility. Les deux partenaires se disent capables de dégager 470 millions d'euros de synergies annuelles quatre ans après la finalisation de la fusion, soit une valeur nette actualisée de 4,7 milliards d'euros, calcule Barclays. Un gain reflété dans la moyenne des objectifs de cours de six courtiers (Barclays, Deutsche Bank, Exane BNP Paribas, Kepler Cheuvreux, UBS, Société Générale) pour l'action Alstom : 38 euros, contre 30 euros avant les premières rumeurs de mariage.

Ces dividendes et la plus-value potentielle iront donc prioritairement chez Bouygues, conseillé pour l'opération Siemens Alstom par David Azéma, associé chez Perella Weinberg, et ancien directeur général de l'Agence des participations de l'Etat (APE), notamment au moment de la négociation en 2014 de l'accord entre l'APE et Bouygues sur les options Alstom. Les dividendes rapporteront un peu moins de 500 millions d'euros à Bouygues. En outre, dans ses comptes, la valeur nette comptable d'Alstom est de 32,50 euros par action au 30 juin 2017. En prenant l'objectif moyen de cours de Bourse des analystes de 38 euros, Bouygues empocherait ainsi une plus-value de 341 millions d'euros rien que sur la revente des 20% du capital d'Alstom auxquels peut prétendre l'Etat. Alstom est conseillé par Rothschild, Siemens par BNP Paribas.

« Ce raisonnement ne tient pas. Si l'Etat avait voulu rester au capital, rien ne dit qu'un accord eut été trouvé avec Siemens. Dans ce cas, il n'y a donc aucune création de valeur », balaie une source impliquée dans la fusion. Et même en supposant que cela soit envisageable, « Siemens aurait demandé à l'Etat les mêmes exigences qu'à Bouygues, à savoir de conserver ses actions au moins jusqu'à la tenue de l'assemblée générale extraordinaire de juillet 2018, ce qui l'aurait exposé à un risque de marché important », appuie cette source. Or, « le rôle de l'Etat n'est pas d'immobiliser 1,5 milliard d'euros pour spéculer ! Le gain potentiel peut aussi se transformer en perte ». L'Etat s'est d'ailleurs brûlé les doigts récemment : les 4,7% du capital de Renault achetés en 2015 pour renforcer son influence n'ont toujours pas été revendus au risque de subir une moins-value.

D'autres observateurs font remarquer qu'un accord aurait pu être envisagé avec Bouygues et Siemens, permettant à l'Etat d'acquérir la propriété des actions Alstom tout en laissant les droits de vote à Bouygues. « Ce schéma est légal : l'Etat s'en est lui-même servi dans le cadre des options avec Bouygues, en ne prenant que les droits de vote sur les 20% d'Alstom et en laissant la composante patrimoniale à Bouygues », indique une source. L'Etat aurait également pu négocier un accord de contrepartie avec Bouygues prévoyant une rétrocession de la plus-value au moment de la revente des actions Alstom.

L'état perd gros en renonçant à ses options sur Alstom									
	Nbre d'actions (en millions)	Prix d'exercice (€/action)	Coût brut (en M €)	Dividendes (en M €)	Coût après dividende (en M €)	Prix de revient (€/action)	Objectif moyen des analystes (€/action)	Manque à gagner par action	Manque à gagner total (en M €)
<b>Option 1 (20 % du capital)</b>	43,825	35	1.533	350,6	1.183	27	38	-11	-482
<b>Option 2 (15 % du capital)</b>	32,869	26,8	880	262	617	18,8	38	-19,2	-631

Source : L'Agefi

ZOOM





Le groupe Siemens, dont le siège est à Munich, aura la main sur la nomination en assemblée générale des administrateurs indépendants. (Photo Siemens.)

Joe Kaeser, le président du directoire de Siemens, a eu beau marteler hier que le projet de rapprochement avec Alstom dans le ferroviaire constitue une «*fusion entre égaux*», les faits peinent à confirmer son affirmation.

Au niveau du capital, le contrôle de Siemens est avéré. C'est même écrit noir sur blanc dans la présentation faite à ses investisseurs. Le groupe allemand aura 50,67% du capital de la nouvelle société. Des bons de souscription d'actions lui permettront d'acquérir, à des conditions encore non définies, 2% du capital supplémentaire, ce qui «*sécurise sa majorité*», indique la présentation.

Cette prise de contrôle ne demandera aucune sortie de cash à Siemens. Les 50% au capital seront obtenus en échange de l'apport de ses actifs ferroviaires. Qui plus est, la prime de contrôle de 4 euros par action versée aux actionnaires d'Alstom, soit 900 millions au total, sera «*économiquement supportée*» par Siemens, indique le groupe allemand dans sa présentation, avant d'expliquer quelques lignes plus tard qu'elle sera «*financée avec les liquidités d'Alstom*».

Ce déséquilibre se retrouve aussi au conseil d'administration. «*Fusion entre égaux*» ne rime pas avec répartition équitable des sièges. Avec 6 des 11 administrateurs, le groupe allemand n'aura pas la majorité absolue mais son poids sera autrement plus important que celui des 3 administrateurs indépendants venant d'Alstom. En tant que directeur général, Henri-Poupart Lafarge aura un siège au conseil d'administration et, hier, Joe Kaeser l'a assuré publiquement du «*soutien total de Siemens*». Mais aucun mécanisme ne garantit le maintien d'Henri

Poupart-Lafarge à la direction générale ni que son successeur soit français ou issu des rangs d'Alstom. «*Ne soyons pas obsédés par les nationalités, cela devient un peu embarrassant*», a répondu un brin agacé, Henri Poupart-Lafarge.

## Equipe à composer

Il faudra également proposer une «*responsabilité importante dans la nouvelle entité*» à Jochen Eickholt, l'actuel directeur général de Siemens Mobility, insistent les deux groupes. Or, dans ces «*fusions entre égaux*» la nomination des personnes aux postes clés est souvent source de tensions. Elle avait eu raison du projet de rapprochement entre Publicis et Omnicom et a longtemps empoisonné les relations chez LafargeHolcim avant que le camp suisse ne prenne totalement la main sur le groupe. «*La manière dont nous allons composer la nouvelle équipe dirigeante consistera à choisir les meilleures personnes pour les différents postes, et nous n'allons pas commencer à tenir les comptes*», a expliqué Henri Poupart-Lafarge.

Pour compenser le poids de Siemens au conseil d'administration, certaines décisions, comme la nomination du directeur général ou la localisation du siège social, ne pourront être approuvées qu'à une majorité qualifiée, c'est-à-dire avec l'avis favorable d'au moins 2 des 3 administrateurs indépendants. Mais avec la majorité du capital et des droits de vote de la future entité, Siemens aura la main sur la nomination en assemblée générale des administrateurs indépendants. Dans ce contexte, la future constitution des différents comités du conseil d'administration s'annonce cruciale.

Face à ces déséquilibres, Henri Poupart-Lafarge rétorque qu'il faut voir l'opération comme une «*fusion entre égaux industrielle*». Mais là encore, en attendant les projets communs que les deux groupes pourront initier, la balance penche côté allemand, avec la localisation outre-Rhin du siège des solutions de mobilité (signalisation...), l'activité à plus forte valeur ajoutée et moins soumise à la concurrence du constructeur chinois CRRC. La France aura le siège du matériel roulant.





*Alstom et Siemens ont officialisé hier soir leur projet d'union. (Photo Alstom.)*

Longtemps farouchement opposés, Alstom et Siemens créent un nouveau couple franco-allemand. Le projet d'union officialisé hier soir entre le groupe français et la division mobilité de son concurrent allemand donnera naissance au numéro deux mondial des équipements et des services ferroviaires derrière le chinois CRRC. L'opération négociée depuis plusieurs semaines a été approuvée à l'unanimité par le conseil d'administration du groupe français et le conseil de surveillance de l'allemand. Les deux directions la présenteront ce matin aux investisseurs puis à la presse.

Cette «*fusion franco-allemande entre égaux*» selon l'expression de Joe Kaeser, le président du directoire de Siemens, penchera tout de même du côté est du Rhin. En apportant à ses «*amis d'Alstom*» ses actifs ferroviaires (matériel roulant et signalisation), Siemens détiendra en échange 50% du capital de la future société baptisée Siemens Alstom. Parmi les engagements pris auprès du gouvernement français, fortement critiqué hier par l'opposition pour cette opération, Siemens ne pourra pas dépasser 50,5% du capital pendant une période de 4 ans une fois la fusion réalisée. La finalisation est attendue avant la fin 2018. Mais, après ces 4 années, le groupe allemand aura la possibilité d'acquérir 2% du capital supplémentaires grâce à l'exercice de bons de souscription d'actions en sa possession, preuve du poids économique plus important de Siemens dans cette alliance. Sa filiale de

mobilité dégage une marge opérationnelle de 9,9% près de 3 points supérieure à celle d'Alstom.

## En faveur de Siemens

Du côté de la gouvernance, la balance penche également en faveur de Siemens. Certes, le nouveau groupe aura son siège en France, sera coté à la Bourse de Paris et sera dirigé par Henri Poupart-Lafarge, l'actuel directeur général d'Alstom. Mais Siemens comptera 6 des 11 sièges du conseil d'administration, dont son président. Alstom nommera pour sa part 3 des 4 administrateurs indépendants. Le directeur général complétera le conseil. Jochen Eickholt, l'actuel directeur général de Siemens Mobility «*devrait assumer une responsabilité importante dans la nouvelle entité*», insiste le communiqué.

Enfin, la présence de Bouygues au capital de Siemens Alstom n'est pas assurée à long terme. Le premier actionnaire actuel d'Alstom, à hauteur de 28,2% du capital, en tenant compte de la reprise mi-octobre des 20% encore prêtés à l'Etat français, soutient l'opération. Mais il s'est simplement engagé à conserver ses titres Alstom jusqu'à l'assemblée générale extraordinaire qui aura à se prononcer sur la fusion en 2018. S'il ne les a pas revendus avant la finalisation de l'union, vers la fin 2018, il détiendra alors environ 14% de Siemens Alstom. Au passage, Bouygues sera le grand bénéficiaire des deux dividendes spéciaux de 4 euros par action chacun prévus par Alstom pour garantir la parité au capital entre ses actionnaires et Siemens. Le groupe versera au total 1,8 milliard d'euros, dont 507 millions iront à Bouygues. Après avoir soutenu la vente en 2014 des actifs énergétiques d'Alstom, Bouygues s'ouvre avec cette opération une voie de sortie favorable, 12 ans après son entrée au capital du groupe de turbines et de trains.

## Pas d'offre publique

Malgré sa position d'actionnaire majoritaire, Siemens n'aura pas à lancer d'offre publique sur le solde du capital d'Alstom. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers prévoit en effet une dérogation si l'opération prend la forme d'un apport d'actifs soumis

au vote des actionnaires en assemblée générale. L'un des deux dividendes spéciaux vise à payer une « *prime de contrôle* » aux minoritaires.

Siemens Alstom réalisera un chiffre d'affaires de 15,3 milliards d'euros, apporté quasiment à parts égales par Siemens Mobility et Alstom, contre 37 milliards environ pour CRRC. Le résultat d'exploitation s'élèvera à 1,2 milliard. Des synergies annuelles de 470 millions d'euros sont attendues au plus tard 4 ans après la réalisation de l'opération. Le groupe aura alors une trésorerie nette comprise entre 500 millions et 1 milliard d'euros.

Cette union à l'équilibre subtil, avec les risques d'exécution et de gouvernance que cela suppose comme plusieurs exemples de fusions entre égaux l'ont montré récemment (LafargeHolcim, Publicis Omnicom), place toutefois le groupe franco-allemand «*dans une position de numéro deux mondial plus convaincante face à CRRC*», appréciaient les analystes de Morgan Stanley avant l'officialisation du rapprochement, en soulignant que le groupe chinois bénéficie de l'appui des différents organismes de financement publics chinois (China Ex-Im Bank, Asia Development Bank...). En outre, le chiffre d'affaires de CRRC lui donne une force de frappe 7 fois plus importante en matière de R&D par rapport à Alstom, estime Morgan Stanley.

La principale source de doublons (overlap) est dans les trains à grande vitesse (TGV pour Alstom, ICE pour Siemens) et potentiellement sur certains segments de trains régionaux. En revanche, l'essentiel des synergies viendra de la signalisation et des services, avec une «*multitude d'avantages*», selon Morgan Stanley, «*particulièrement dans les domaines des achats et de la R&D*». Barclays calculait avant l'officialisation du projet qu'une baisse de 2% des charges opérationnelles améliorerait de 26% le résultat opérationnel du nouveau groupe. Siemens s'est engagé à ne pas toucher à l'emploi pendant une période de 4 ans.

Siemens avait initialement engagé des discussions avec le canadien Bombardier. Mais compte tenu de l'ancrage fort de Bombardier en Allemagne, l'opération faisait craindre une importante casse sociale. Bombardier emploie environ 8.000 personnes en Allemagne contre 2.500 pour Alstom. Siemens n'a pas d'usine ferroviaire en France. «*Le*



*schéma était également moins pur que celui de l'opération avec Alstom puisqu'il prévoyait la constitution de deux sociétés communes, l'une dans le matériel roulant et l'autre dans la signalisation», explique une source proche. L'alternative Alstom est alors devenue naturelle, d'autant que les tensions nées de l'épisode de la vente des turbines en 2014 s'étaient apaisées ces derniers mois.*

Alstom est conseillé par Rothschild et Cleary Gottlieb. JPMorgan épaula le conseil d'administration du groupe français. BNP Paribas est du côté de Siemens avec Latham & Watkins.



*Le groupe Alstom est valorisé quelque 7 milliards d'euros.(© Alstom Transport/A. Février.)*

A moins d'un blocage de dernière minute, Alstom et la division ferroviaire de Siemens vont se marier. Les deux groupes ont confirmé vendredi soir la tenue de discussions. Un conseil d'administration du groupe français doit se réunir mardi soir. L'opération serait annoncée le lendemain matin. Structure financière et gouvernance, les grandes lignes du projet sont arrêtées, et le projet est vu d'un bon oeil politique, aussi bien en France qu'en Allemagne.

Siemens apportera à Alstom sa division ferroviaire, baptisée Siemens Mobility, qui comprend du matériel roulant et de la signalétique. Il recevra en contrepartie des actions Alstom émises via une augmentation de capital. Compte tenu de la valorisation de ses actifs, estimés à

7,8 milliards d'euros par les analystes de Barclays sur la base d'un multiple de 11 fois le résultat d'exploitation, et de la capitalisation d'Alstom (7,27 milliards d'euros vendredi soir), Siemens pourrait prétendre à détenir au moins 50% du capital du groupe. Bouygues, premier actionnaire d'Alstom avec un peu moins de 30% du capital, dont 20% sont prêtés à l'Etat français, descendrait à 15%. La valorisation des options de vente détenues par Alstom sur les coentreprises créées avec General Electric lors de la cession des actifs énergétiques ferait redescendre le poids de Siemens à 41%, calculait récemment Barclays. La valeur d'entreprise du groupe fusionné approcherait les 13 milliards d'euros.

La prépondérance de Siemens au capital du nouvel ensemble, après le passage de Lafarge en Suisse chez Holcim, d'Alcatel en Finlande avec Nokia ou de Technip à Londres avec FMC, ne semble pas constituer de point de blocage pour l'Etat français. La question de voir Siemens passer ou non au-dessus de 50% «*n'est pas d'une importance démesurée*», a assuré à Reuters une source gouvernementale. L'Etat français s'inquiétait de voir Siemens se rapprocher du canadien Bombardier, ce qui aurait marginalisé Alstom sur un marché du ferroviaire dominé par le chinois CRCC qui plus est au moment où celui-ci s'apprête à entrer en Europe grâce à l'acquisition du tchèque Skoda Transportation. Selon les analystes de JPMorgan, un rapprochement entre Siemens et Alstom conviendrait mieux d'un point de vue industriel qu'un rapprochement avec Bombardier, en mauvaise posture financière.

La gouvernance serait également équilibrée entre deux camps qui ont longtemps entretenu des relations conflictuelles, exacerbées par l'épisode de la tentative d'acquisition d'Alstom par Siemens en 2014 face à GE. Henri Poupart-Lafarge, le PDG d'Alstom, dont les relations avec Joe Kaeser, le président du directoire de Siemens, seraient apaisées, garderait les commandes du nouveau groupe. Celui-ci aurait son siège en France et serait coté à la Bourse de Paris. Un pacte fixerait également les positions au capital pour les prochaines années. Des engagements sur l'emploi en France seront nécessaires pour obtenir l'approbation de l'Etat. Alstom emploie environ 8.500 personnes en France et plus de 2.500 en Allemagne Siemens Mobility compte 6.500 employés.

En 2014, pour contrer la proposition de GE, Siemens avait proposé à Alstom une alliance dans le ferroviaire. Mais son offre ne comprenait pas la signalétique. Cette fois, en intégrant matériel roulant et signalétique, l'opération serait plus intéressante pour le français. Ces derniers mois, Henri Poupart-Lafarge aimait rappeler que si les économies d'échelle étaient si évidentes dans le matériel roulant, le secteur ne compterait pas autant d'acteurs. En revanche, il expliquait que compte tenu des coûts de R&D dans ce domaine, un rapprochement dans la signalétique permettrait de générer plus facilement des synergies.

Alstom est conseillé par Rothschild. Siemens travaille avec BNP Paribas.

Airbus est pris comme référence chaque fois qu'un rapprochement en Europe unit des groupes du même secteur.

Or son succès repose sur une parité des intérêts. Dans le cas d'Alstom-Siemens il n'y en a aucune.

Parler d'union entre égaux est abusif voire mensonger. Siemens rachète en fait Alstom sans passer par une OPA grâce à une subtilité du droit boursier.

Celui-ci en dispense l'acquéreur en cas de rachat par apport d'actifs ratifié en assemblée générale.

Les actionnaires d'Alstom trouveront bien une contrepartie dans un superdividende de 8 euros, mais qui sera payé sur la trésorerie du français !

D'où la flambée du titre du transporteur en Bourse et de son actionnaire Bouygues.

De parité, aucune trace. 50% du capital sont dans la main de Siemens qui pourra y monter passé un délai de 4 ans.

La présence du siège et la cotation en France ainsi que la nationalité du directeur général, aujourd'hui français, sont censés « garantir » les intérêts français.

Or rien n'interdira dans l'avenir le conseil d'administration à la main de Siemens de tout remettre en cause.

On est loin d'Airbus, ou même de STX où Paris garde le contrôle de 1% du capital qui peut changer la majorité si ses intérêts l'exigent.

Tout cela pour quelle urgence ? Avec 35 milliards de commandes et un marché en expansion, elle n'est pas en vue.

Or à la supplique de la direction d'Alstom, Paris a donné son feu vert sans lever son option sur les titres Bouygues, se privant de tout contrepoids national au capital.

Sous prétexte d'une menace chinoise future, Alstom est cédé à la va-vite à l'Allemagne.

Cette politique de gribouille industrielle n'est européenne que dans ses naïves intentions françaises. Sa réalité, elle, est allemande.