

# «Tout ou Rien pour Euro Disney?»

01

mail: [JF@dia-spezial.de](mailto:JF@dia-spezial.de) Jürgen Freisler, Effnerstr. 109, 81925 München Tel.: 0049-89-957 77 77

---

## Lettre ouverte à

The Walt Disney Company (TWDC),  
La Direction d'Euro Disney,  
Les membres du Conseil de Surveillance d'Euro Disney  
Les actionnaires d'Euro Disney  
Les rédactions de journaux et de magazines  
Le gouvernement français

Munich, le 9 janvier 2015

## «Tout ou Rien pour Euro Disney?»

Mesdames, Messieurs,

Par la présente, je vous demande de bien vouloir soutenir, à l'occasion de la prochaine  
**assemblée des actionnaires d'Euro Disney**,  
qui aura lieu le 13 janvier 2015 à partir de 12h au Palais des Congrès  
2 Place de la Porte Maillot, 75017 Paris,

**le rejet des décisions relatives à la « Proposition globale » (PG) ou le retrait de ces points de l'ordre du jour.**

**Il m'apparaît que les décisions peuvent sérieusement désavantager les sociétés du Groupe Euro Disney, et par là même également les actionnaires, voire même entraîner une perte de patrimoine réel (pdf 04).**

La « Proposition globale » (PG), publiée par Euro Disney le 6 octobre 2014, est présentée comme un moyen permettant « d'améliorer la situation d'Euro Disney ».

Le projet prévoit une remise de dettes pour la société Euro Disney Associés S.C.A. en contrepartie de la cession de valeurs réelles au créancier « The Walt Disney Company » (TWDC), et est assorti de mesures d'augmentation du capital.

**D'après mes calculs, l'hypothèse de valeur réelle** retenue comme base de ces « opérations » pour tout Disneyland Paris (avec l'ensemble de ses attractions, ses 7 hôtels, ses restaurants, ses autres équipements et 3,6 millions de m<sup>2</sup> de terrains),

**est de 1890 millions d'euros seulement.**

(Cette valeur est le résultat d'une équation mathématique.)

**Jusqu'à présent, les actionnaires d'Euro Disney ont déjà perdu 99 % des capitaux investis. Les opérations prévues aux termes de la PG feraient à nouveau perdre aux actionnaires plus de 90 % de leurs parts dans le patrimoine réel.**

Mon objectif est d'arriver à faire rejeter les décisions relatives à la « Proposition globale ». Dans le même temps, je souhaiterais convaincre les actionnaires, le Conseil de Surveillance, la Direction d'Euro Disney et « The Walt Disney Company » de la justesse de mes propositions de désendettement, de leur facilité d'exécution et de leur bien fondé, tout comme de leur impact positif en termes d'image et de publicité !  
**(pdf 05)**

**Mes propositions offrent la possibilité d'améliorer réellement la situation d'Euro Disney si « The Walt Disney Company » ne change pas d'avis et approuve une remise de dettes contre une juste contre-valeur. Il doit être possible d'amener Euro Disney à connaître un « nouveau départ » sans dettes !**

La présente lettre ouverte, avec ses annexes, récapitule l'ensemble de la correspondance et des entretiens personnels que j'ai pu avoir avec les cadres dirigeants d'Euro Disney depuis 2003.

Avant de publier cette lettre ouverte, je souhaitais l'envoyer au préalable par courriel au CEO de Walt Disney Company afin de lui permettre de prendre position. J'ai prié la Direction d'Euro Disney de me communiquer une adresse électronique à cet effet, mais il n'a pas été donné suite à ma demande.

Les textes des annexes seront éventuellement joints en allemand en attendant que la traduction en français et en anglais soient disponibles.

Vous souhaitant bonne réception de la présente, je vous prie d'agréer mes meilleures salutations.

Jürgen Freisler

Quelques informations sur ma personne : Je suis actionnaire d'Euro Disney depuis plus de 20 ans et détiens encore, avec des parents et des amis, près de 30 000 actions.

## Historique :                    « Euro Disney »

Au cours des 22 années qui se sont écoulées depuis l'ouverture de Disneyland Paris, la société de management (Euro Disney S.A.S.), qui appartient à « The Walt Disney Company » (TWDC), n'a pas été en mesure de gérer les parcs de manière à dégager de vrais bénéfices pour Euro Disney. La responsabilité en a été rejetée sur les dettes élevées.

D'autres parcs de loisirs arrivent à être bénéficiaires.

Disneyland Paris n'a cessé de s'agrandir, en réalisant de nouveaux investissements, mais la valeur des actions n'a cessé de diminuer. Il n'a pratiquement été inscrit au bilan aucun bénéfice qui soit supérieur aux amortissements.

Une réduction du capital et l'augmentation du capital de 1994 avec un rapport de 2:7, la 2<sup>ème</sup> augmentation du capital en 2005 avec un rapport de 5:13 ainsi que la conversion du nombre d'actions en 2007 avec un rapport de 100:1 font qu'aujourd'hui il est impossible à un actionnaire d'avoir une vision synthétique de l'évolution générale du cours de l'action Euro Disney et de son effondrement. **On ne trouve aucun graphique remontant aussi loin sur Internet.**

**Entre 1992 et aujourd'hui, le cours de l'action a évolué dans une fourchette allant de 500 € à 3 €.**

**Au cours de ces 22 années, les actionnaires ont perdu plus de 99 % des capitaux investis, et cela auprès d'une société renommée, dont la maison mère est un grand groupe qui connaît une réussite internationale !**

Pendant toutes ces années, la société Euro Disney a été présentée comme étant proche de la faillite. Les actionnaires ont ainsi vendu leurs actions par peur de tout perdre.

**Cela a entraîné une chute du cours à un taux qui n'a plus rien à voir avec la réalité.**

Malgré un « tract » distribué en **2003**, une multitude de courriers et de fax échangés entre le **12.02.2007** et le **24.12.2014** et adressés aux Présidents d'Euro Disney, je n'ai pas réussi à obtenir une présentation du patrimoine de l'entreprise correspondant à la réalité pour des opérations modifiant le capital.

Mes remarques relatives au tort fait aux actionnaires lors des augmentations du capital et des mesures de restructuration n'ont pas été prises en considération.

Lors des opérations modifiant le capital réalisées en 2004/2005, la société actionnaire **Euro Disney S.C.A. a dû céder 18 % de ses actifs à des filiales de TWDC en contrepartie d'une remise de dettes de 308,1 millions d'euros seulement.** Depuis, les actionnaires ne détiennent plus que 82 % des parts de la société Euro Disney Associés S.C.A. créée lors de cette opération !

**La valeur totale a été évaluée à l'époque aux alentours de 1712 millions d'euros, ce qui est largement insuffisant à mon avis.** Tous les actionnaires, dont également EDL Holding Company LLC, qui appartient à TWDC, ont été lésés. Ceci dit, cela n'a eu aucune incidence négative à ce jour puisqu'aucun dividende n'a encore jamais été versé!

J'ai pu m'entretenir personnellement avec les Présidents et leurs directeurs financiers le **21.09.2007 à Munich** et le **17.11.2014 au quartier général d'Euro Disney à Chessy/Paris**, sans que cela n'ait entraîné aucun changement.

Toutes mes tentatives et propositions pour convaincre la Direction d'Euro Disney de retirer la « Proposition globale » ont également échoué.

A ce jour, en dépit de ma demande de prise de position, je n'ai reçu aucune information m'indiquant que ma manière de voir les choses serait erronée !

Dans mon dernier fax adressé à Euro Disney le 24.12.2014, je demandais une adresse e-mail pour pouvoir envoyer mon rapport au CEO de « Walt Disney Company » avant de le publier. Ma demande est restée sans suite.

**La proposition globale (PG)**

**Page 1**

(Publiée par Euro Disney le 06.10.2014)

*(Il ressort d'un fax reçu en réponse de la part du Président d'Eurodisney le 02.12.2014 que la proposition globale n'a été élaborée ni par « The Walt Disney Company » (TWDC) ni par Euro Disney elle-même, mais par un conseil financier externe d'Euro Disney (« external financial advisor ») auquel les cadres dirigeants et le Conseil de Surveillance d'Euro Disney s'en sont manifestement remis.)*

Les propositions de la « Proposition globale »(PG) sont exposées de manière extrêmement compliquée, incompréhensible et impénétrable.

**Il ne ressort pas de cet exposé la valeur qui doit servir de point de départ aux opérations envisagées pour la réduction de l'endettement et l'augmentation du capital !**

**L'impression qui est résulte est que l'on ne peut pas informer les actionnaires de manière claire !**

Les propositions visent à « améliorer la situation financière du Groupe Euro Disney ». Pourtant, avec une dette résiduelle d'un montant d'environ 1000 millions €, les mêmes problèmes réapparaîtront dans un proche avenir.

**A) Remise de dette contre cession de valeurs réelles :**

La PG est présentée aux actionnaires comme un ensemble de mesures, nommées « les opérations ».

L'auteur (*advisor*) de la PG a ainsi choisi de relier la valeur de la société et l'ancien prix de l'action (3,50 €).

**Comme le montre l'équation mathématique ci-dessous, la valeur de la société qui doit être désendettée résulte automatiquement de la valeur de l'action. Cela concerne la société d'exploitation de Disneyland Paris, à savoir Euro Disney Associés S.C.A.!**

(Valeur de l'entreprise	- dettes)	: nombre d'actions	= valeur intrinsèque de l'action
(1750 millions €	- 1750 millions €)	: env. 40 millions	= 0,00 €
(1890 millions €	- 1750 millions €)	: env. 40 millions	= 3,50 €
(4750 millions €	- 1750 millions €)	: env. 40 millions d'actions	= 75,00 €

Si, dans le cas d'un prix actuel de marché estimé à 1890 millions d'euros, on ne rembourse pas toutes les dettes, mais uniquement 600 millions d'euros, il faut céder pour cela **31,8 %** du patrimoine.

Si l'on prend une valeur de 4750 millions d'euros par exemple pour Disneyland Paris, il faut céder uniquement **12,64 %** du patrimoine pour un désendettement de 600 millions d'euros.

**Il ne faut en aucun cas se baser uniquement sur le cours de l'action pour les opérations de réduction de l'endettement et d'augmentation de capital, mais on doit prendre une valeur basée sur la réalité et un calcul récent.**

Si l'on se base sur les certificats d'assurance incendie dans lesquels figure la valeur de remplacement, sur les plans d'urbanisme dont on peut déduire les valeurs immobilières, sur les listes d'amortissements et les factures pour tous les investissements sur lesquelles apparaît la valeur à l'état neuf, et ainsi de suite, on dispose d'un bon fondement pour pouvoir réaliser une expertise de ce genre.

**« L'expert indépendant » aurait dû recevoir un mandat du Conseil de Surveillance d'Euro Disney pour calculer cette valeur !**

**La lettre de mission adressée à l'expert et que j'avais demandé à consulter ne m'a pas été transmise !**

**Je me suis personnellement entretenu, pendant six heures, avec cet expert indépendant le 19.11.2014 à Paris, et j'ai eu l'impression qu'il ne disposait pas de toutes les informations utiles et déterminantes pour les calculs!**

Le rapport de l'expert intitulé :

Augmentations de capital réservées à Euro Disney Investment SAS et EDL Corporation SAS est très volumineux avec ses 78 pages,

**mais je n'y trouve pas cette valeur d' Euro Disney Associés S.C.A. qui est absolument déterminante.**

**Etant donné qu'il ne ressort de la PG aucune valeur pour la société Euro Disney Associés S.C.A., il ne reste pas d'autre valeur possible que celle j'ai calculée, d'un montant de 1890 millions d'euros !**

(1 750 millions € dettes + 3,50 € valeur de l'action x env. 40 millions d'actions = 1 890 millions €)

## La proposition globale (PG) Page 2

Si l'on désendette entièrement la société Euro Disney Associés S.C.A. sur la base d'une valeur de l'entreprise de 1890 millions €, il ne restera plus aucun patrimoine.

Cela aurait pour conséquence que la Holding en amont, Euro Disney S.C.A., qui appartient aux actionnaires, ne posséderait également plus aucun patrimoine.

Toutes les actions qui valaient jusqu'alors encore 3,50 €, n'auraient également plus aucune valeur!

### B) Augmentation du capital pour les actionnaires d'ED S.C.A. avec un rapport 1:9

Avec des prix d'acquisition d'env. 7 200 à 10 800 millions € (pour 7 hôtels et plusieurs restaurants avec aménagement complet, 2 parcs avec toutes leurs attractions, un terrain de golf, les coûts de viabilisation etc.) et la valeur des biens fonciers de **3,6 millions de m<sup>2</sup>** entre 2 300 et 3 500 millions €, il résulte une valeur de 9 500 à 14 300 millions €. Si l'on ne prend que la moitié de la valeur la plus faible, on obtient une valeur réelle d'env. 4 750 millions €. C'est sur cette valeur estimée que reposent mes exemples.

L'augmentation de capital avec un **rapport 1:9** présentée dans la Proposition globale (PG) est, à mon avis, extrêmement inéquitable.

**Les actionnaires ne pouvant participer à cette augmentation de capital sont pratiquement expropriés. Ils perdent 90% de leur participation réelle à l'entreprise Euro Disney Associés S.C.A. Tous les anciens actionnaires perdent ainsi leur patrimoine, qui est vendu à un prix bien trop faible aux nouveaux investisseurs.**

L'exemple suivant montre la répartition du patrimoine:

**Cet exemple est basé sur l'hypothèse d'une valeur de l'entreprise de 4750 millions €.**

#### **Patrimoine des actionnaires :**

4 750 millions € - 90 %                    + 475 millions €  
Dettes 1 750 millions € - 90 %           - 175 millions €  
En espèces 10 % d'env. 360 millions € + 36 millions €  
Répartition du patrimoine                = **336 millions €**  
Patrimoine total :

#### **Patrimoine des investisseurs :**

4 750 millions € - 10 %                + 4 275 millions €  
Dettes 1 750 millions € - 10 %       - 1 575 millions €  
En espèces 90 % de 360 millions € + 324 millions €  
   = **3 024 millions €**  
3 360 millions €

**Les actionnaires partent du principe que l'ensemble des mesures (« Les Opérations ») représente une solution équitable.**

**Or un désendettement partant d'une valeur d'entreprise d'Euro Disney ASS SCA de seulement 1890 millions d'euros ne peut pas présenter une solution équitable puisque la valeur de l'entreprise est fixée à un niveau beaucoup trop bas!**

**Les actionnaires ne peuvent rien déduire de la « Proposition Globale » étant donné qu'elle ne fournit aucun chiffre relatif à la valeur d'entreprise d'Euro Disney.**

**J'ai à plusieurs reprises tenté d'informer la direction d'Euro Disney de cette erreur. Malgré tout, les mesures de capital prévues restent à l'ordre du jour et sont présentées comme étant équitables et nécessaires!**

**Je me sens en tant qu'actionnaire loyal depuis de longues années profondément désavantagé et lésé!**

## Ma proposition pour un désendettement complet d'Euro Disney

### Répartition actuelle réelle des parts d'ED ASS S.C.A. depuis 2005

Participations détenues dans	Euro Disney S.C.A.	Euro Disney Associés S.C.A.	
	Holding	Exploitant	
EDL Holding, (actionnaire TWDC)	39,80 %	dont 82 % =	32,63 %
TWDC via ses filiales (depuis 2005)		2 x 9 % =	18,00 %
Kingdom 5 KR-134 Ltd (Prince Al-Walid)	10,00 %	dont 82 % =	8,20 %
Invesco Ltd	6,00 %	dont 82 % =	4,92 %
<u>Tous les autres actionnaires</u>	<u>44,20 %</u>	<u>dont 82 % =</u>	<u>36,25 %</u>
Total :	100,00 %	100,00 %	TWDC 50,63 %

Dans sa « Proposition globale », « The Walt Disney Company », société mère d'Euro Disney, a proposé une remise de dettes pour Euro Disney Associés S.C.A. avec un dispositif prévoyant pour cela la cession de parts de cette société à des filiales de TWDC.

Si l'on applique un prix réel pour le calcul de la valeur de cette société, Euro Disney peut être totalement désendettée et ainsi connaître un « nouveau départ » sans dettes.

### L'augmentation de capital s'avère donc inutile!

#### Comment procéder :

En tant que créancier d'Euro Disney Associés S.C.A., TWDC transfère tous ses droits au deux filiales Euro Disney Investment S.A.S. et EDL Corporation S.A.S. ! (Ce qui est aussi prévu dans la PG.)

1. Anciennes dettes de 2004/2005	308,1 millions €
2. Dettes actuelles env.	1750,0 millions €
<u>3. Nouveau crédit pris</u>	<u>200,0 millions €</u>
Dettes totales :	2258,1 millions €

Pour ce montant d'environ 2258,1 millions €, les deux filiales reçoivent des participations directes dans Euro Disney Associés S.C.A. (comme jusqu'à présent, mais avec d'autres chiffres).

Pour un montant de 4750 millions € par exemple, le prix de marché estimé pour Euro Disney Associés S.C.A., Euro Disney S.C.A. Holding, qui appartient à tous les actionnaires, reçoit les parts correspondantes.

Le rapport de la répartition des parts se calcule à partir de ce rapport de valeur.

par ex. 2258,1 millions € : 4750 millions € correspond à 32,22 % : 67,78 %

### Pour pouvoir agir, il faut adopter les décisions suivantes lors de l'assemblée :

**1) Le Conseil de Surveillance d'Euro Disney est chargé, avec les représentants des gros actionnaires, la Direction d'Euro Disney, l'expert Monsieur Ledouble et Monsieur Jürgen Freisler de trouver un accord avec le créancier d'Euro Disney, TWDC, pour déterminer une valeur réaliste pour Euro Disney Associés S.C.A. Cette valeur servira de base à un désendettement total à hauteur de 2258,1 millions d'euros environ.**

**2) Le Conseil de Surveillance et la Direction d'ED sont chargés de calculer le montant des augmentations de capital nécessaires pour Euro Disney Associés S.C.A. afin de pouvoir compenser les dettes d'environ 2258,1 millions d'euros par des participations dans ASS S.C.A.**

TWDC est non seulement un créancier, mais aussi dans son ensemble un **gros actionnaire très important**. C'est pourquoi une autre estimation de la valeur que 4750 millions € par ex. a proportionnellement peu d'incidence sur TWDC (**pdf 06**).

Un « nouveau départ » sans dettes pour Euro Disney serait bénéfique à Walt Disney et aussi à Euro Disney en termes d'image et de publicité au-delà de toute autre mesure.

Cela aurait aussi une influence très positive sur le financement du **projet « Village Nature »**.

# "Alles oder Nichts für Euro Disney?"

Jürgen Freisler - jf@dia-spezial.de

06

Effektive "Participations" an der Associés S.A.C. bei einer Totalentschuldung gemäß meinem Vorschlag

Altschulden aus 2004/2005:	308,1	Millionen €	siehe auch 02 und 05
derzeitige Schulden:	1.750,0	Millionen €	
neuer Kredit angenommen:	200,0	Millionen €	
	<u>2.258,1</u>	Millionen €	

«Tout ou Rien pour Euro Disney?«

"All or Nothing for Euro Disney?"

ED I S.A.S. EDL C S.A.S.	ED ASS SCA	Faktor 100:(1+2)	Aktionäre 44,2% an ED SCA in %	Invesco 6,0% an ED SCA in %	Prinz Alwaleed 10,0% an ED SCA in %	EDL Holding 39,8% an ED SCA in %	ED I S.A.S. EDL C S.A.S.	TWDC gesamt	theoretischer Aktienwert
in Millionen 1	in Millionen 2	3	4	5	6	7	in % 8	in % 7+8	(2-1):40
2.258,1	1.750	0,02494948	19,30	2,62	4,37	17,38	56,34	73,72	-12,70
2.258,1	1.890	0,02410742	20,14	2,73	4,56	18,13	54,44	72,57	-9,20
2.258,1	2.250	0,02218229	22,06	2,99	4,99	19,86	50,09	69,95	-0,20
2.258,1	2.750	0,01996765	24,27	3,29	5,49	21,85	45,09	66,94	12,30
2.258,1	3.250	0,01815508	26,08	3,54	5,90	23,48	41,00	64,48	24,80
2.258,1	3.750	0,0166442	27,59	3,74	6,24	24,84	37,58	62,43	37,30
2.258,1	4.250	0,01536547	28,86	3,92	6,53	25,99	34,70	60,69	49,80
2.258,1	4.750	0,0142692	29,96	4,07	6,78	26,98	32,22	59,20	62,30
2.258,1	5.250	0,01331895	30,91	4,20	6,99	27,83	30,08	57,91	74,80
2.258,1	5.750	0,01248736	31,74	4,31	7,18	28,58	28,20	56,78	87,30
2.258,1	6.250	0,01175351	32,47	4,41	7,35	29,24	26,54	55,78	99,80
2.258,1	6.750	0,01110112	33,12	4,50	7,49	29,82	25,07	54,89	112,30
2.258,1	7.250	0,01051735	33,70	4,58	7,63	30,35	23,75	54,10	124,80
2.258,1	7.750	0,00999191	34,23	4,65	7,74	30,82	22,56	53,38	137,30
2.258,1	8.250	0,00951647	34,70	4,71	7,85	31,25	21,49	52,74	149,80
2.258,1	8.750	0,00908422	35,13	4,77	7,95	31,64	20,51	52,15	162,30
2.258,1	9.250	0,00868953	35,53	4,82	8,04	31,99	19,62	51,61	174,80
2.258,1	9.750	0,00832771	35,89	4,87	8,12	32,32	18,80	51,12	187,30
2.258,1	10.250	0,00799482	36,22	4,92	8,19	32,61	18,05	50,67	199,80
2.258,1	10.750	0,00768752	36,53	4,96	8,26	32,89	17,36	50,25	212,30
2.258,1	11.250	0,00740297	36,81	5,00	8,33	33,15	16,72	49,86	224,80
2.258,1	11.750	0,00713873	37,07	5,03	8,39	33,38	16,12	49,50	237,30
2.258,1	12.250	0,0068927	37,32	5,07	8,44	33,61	15,56	49,17	249,80
2.258,1	12.750	0,00666307	37,55	5,10	8,50	33,81	15,05	48,86	262,30