



*Observatoire politico-économique
des structures du Capitalisme*

INTRODUCTION ET RETRAIT DE WANADOO

Eric Grémont

Au cours de l'été 2000, France Télécom (**FT**) réalise l'acquisition d'Orange. Sans délai à l'issue de cette opération et – sans lien apparent – la direction de FT entreprend de mettre sur le marché la partie la plus prometteuse de son activité : ses activités de fournisseur d'accès à Internet (**FAI**).

L'introduction en bourse d'une filiale « *pure player* » Internet pouvait apparaître comme tout à fait opportune : elle donnait aux investisseurs une occasion de se positionner sur un marché spécifique, tout en permettant à l'entreprise émettrice de lever des fonds dans des conditions particulièrement favorables au regard de la valorisation dont bénéficiaient alors les FAI.

Par ce biais, FT pouvait, tout à la fois, mettre en avant la valeur de sa filiale et renforcer la valorisation de son propre titre. Deutsche Telekom n'avait pas procédé autrement avec T-Online.

L'opération semblait tout à fait rationnelle et paraissait s'intégrer parfaitement dans la politique suivie à l'époque par la direction de FT, dont on peut alors penser qu'elle est en passe de révolutionner sans heurts l'entreprise de gestion de monopoles publics qui lui a été confiée.

Tant de choses ont été écrites sur l'introduction et le retrait de Wanadoo, qu'il paraît légitime de s'interroger sur l'opportunité d'une nouvelle analyse. Pour autant, deux arguments – au moins – plaident en faveur du réexamen de cette opération : d'une part, comme c'est généralement le cas, cette opération a été examinée sur l'instant, sans le recul de la perspective historique indispensable à l'établissement d'un bilan synthétique et objectif; d'autre part, l'extrême volatilité qui a caractérisé le cours du titre Wanadoo – le faisant évoluer dans une fourchette allant de 1 à 4 – mérite que l'on s'y arrête.

A l'époque de cette opération, il semblait évident que la fourniture d'accès Internet était promise à une croissance encore plus forte que celle du marché du mobile et constituerait, à terme, le relais de croissance des entreprises de télécommunications. Il était pourtant bien difficile de déterminer le niveau des marges et des ventes futures concernant des produits que l'on commençait à peine à introduire à grande échelle sur le marché. L'évaluation de la valeur de la société en l'absence d'un historique solide constituait un exercice risqué, en ce qu'elle se résumait à une spéculation sur l'avenir.

L'historique du titre tend à montrer que la juste évaluation d'une entreprise comme Wanadoo est un exercice délicat, qui devient même vertigineux quand les règles d'évaluation changent en cours de parcours. En l'espèce, l'examen de la valorisation de Wanadoo, tant à l'occasion de son introduction qu'à celle de son retrait de la côte, est riche d'enseignements alors que ces valorisations ne paraissent pas avoir fait l'objet d'une analyse critique spécifique.

Nous suivrons donc le cours des opérations liées à Wanadoo, en nous attachant tout particulièrement aux différents modèles de valorisation qui ont été appliqués à l'entreprise. Nous étudierons ainsi l'introduction en bourse de Wanadoo (1), son retrait (2) puis les opportunités et valorisations (3).

1. INTRODUCTION EN BOURSE DE WANADOO

1.1. L'opération d'introduction

Wanadoo au cours de l'été 2000

Au moment de son introduction en bourse, le groupe Wanadoo ressemble à un fourre-tout d'activités diverses liées à Internet auquel l'on aurait collé une grosse activité classique, l'annuaire. Cela peut être justifié dans la mesure où, à l'époque, il était difficile de prévoir quelle activité Internet allait réellement devenir rentable. L'avantage de la formule « tout compris » – retenue pour Wanadoo – tenait au fait qu'aucune porte n'y était, *a priori*, fermée. De plus, il était alors urgent de remplir le Net de pages francophones pour que des opérateurs français puissent espérer y attirer un public de masse. C'est pourquoi l'on trouvait alors au sein de Wanadoo un grand nombre de petites sociétés spécialisées dans l'Internet (site de jeux *online*, magasin *online*, etc.) mais sans rapport avec le métier stratégique du groupe. Par ailleurs, l'activité annuaire – qui dispensait un *cash flow* récurrent stable – avait vocation à contribuer au financement de l'ensemble, de façon à éviter que la société ait besoin de s'endetter ou de faire appel au marché.

Il convient de noter le faible poids des activités liées à l'Internet dans le chiffre d'affaires de Wanadoo au moment de son introduction en bourse : l'essentiel était constitué par le service annuaire (614 millions €), le reste (115 millions €) provenant d'activités liées de près ou de loin à Internet (l'activité FAI représentant tout de même la majeure partie avec 100 millions € de chiffre d'affaires)¹. L'activité pure FAI de Deutsche Telekom représente alors le quadruple de l'ensemble agrégé des activités « internet » de Wanadoo.

Stratégie de l'Introduction

Si l'on se fie aux chiffres évoqués par le prospectus de l'offre relative à Wanadoo, il semble que FT avait pris un certain retard dans le domaine de la fourniture d'accès Internet aux particuliers par rapport à son principal concurrent Européen Deutsche Telekom.² Cela est particulièrement net au regard de la taille de FT et de ses ambitions affichées. Pour remédier à cet état de fait sans porter atteinte aux équilibres d'un groupe déjà lourdement grevé par l'opération Orange, il convenait de mettre en œuvre une politique agressive.³

¹ WANADOO, GROUPE FRANCE TELECOM, *Prospectus préliminaire mis à la disposition du public à l'occasion de l'offre à prix ouverts du placement global et de l'offre aux salariés d'actions de Wanadoo*, p. 52. (Source AMF)

² Voir tableau de comparaison page 14 du prospectus préliminaire, *Op. Cit.*

³ Voir l'article de l'OpesC relatif à l'introduction et au retrait d'Orange : OPES, *Orange ou la difficulté d'être manager*.

Dans cette optique, FT va élaborer un montage séduisant : d'une part, l'introduction entraînerait une augmentation de capital considérable au profit de Wanadoo (de l'ordre de deux milliards d'euros) et, d'autre part, l'incorporation des Pages Jaunes à la nouvelle société lui garantissait un apport de deux cent à trois cent millions d'euros par an d'autofinancement, pour financer sa croissance. Wanadoo devenait ainsi financièrement autonome par rapport à sa maison mère et disposait de toutes les marges de manœuvre nécessaires à son développement, comme l'avenir devait le démontrer.

Offre

L'opération de mise sur le marché initiée par FT lors de l'été 2000 comporte la création de 97.000.000 d'actions nouvelles, portant ainsi le capital social à 1.097.000.000 actions⁴. La dilution initiale de l'opérateur historique est donc faible. Toutefois, le document de présentation de l'offre prévoit une incorporation des minoritaires de Wanadoo Espagne, induisant une émission complémentaire de 54.000.000 de titres⁵.

Le document de présentation évoque également l'intégration des minoritaires aux Pays-Bas et au Danemark – sans agenda, bien entendu.

1.2. La valorisation

Le document de présentation de l'offre reste succinct sur les questions de valorisation. Cela peut s'expliquer par le caractère très hétérogène des activités regroupées au sein de Wanadoo, comme cela a été rappelé ci-dessus.

Il n'en demeure pas moins que, sur le chapitre évaluation, le dossier est bien mince. En dehors de projections de croissance du marché qui n'ont d'ailleurs pas été démenties, c'est à peine si l'on trouve quelques multiples de valorisation par rapport au chiffre d'affaire parmi lesquels on peut retenir ceux de l'entreprise T-Online (valorisée 94 fois pour un chiffre d'affaire de 428 millions €)⁶.

Si l'on s'y arrête, l'analogie qui est présentée avec T-Online n'est pas évidente : T-Online ne comprend pas d'activité annuaire et son activité Internet, d'une part est quatre fois supérieure à celle de Wanadoo et d'autre part est une activité pure FAI, ce qui rend les comparaisons assez difficiles ; d'autant que, comme on le sait, les valorisations ont été très chahutées durant cette période.⁷

Il est toutefois possible de se livrer – certes *a posteriori* – à un exercice de valorisation objective en isolant la valeur des Pages Jaunes (les annuaires) de l'ensemble Internet proprement dit. Nous suivons en cela l'exemple du document de retrait.

La valeur globale demandée au marché peut être évaluée aux alentours de 19 milliards d'euros (1.097 millions de titres sur une valorisation médiane de 18.5 euros).

L'activité annuaire étant restée stable, on peut sans risque reprendre la valeur évoquée par le document de retrait soit 3,6 milliards d'euros. On note à cet égard que l'activité annuaire n'a

⁴ *Prospectus préliminaire...* . Op. Cit. p. 47.

⁵ *Ibidem*. p. 48.

⁶ *Ibidem*. p. 14.

⁷ Voir offre de mise sur le marché de T-Online, T-ONLINE INTERNATIONAL AG, 92,200,000 Ordinary Shares (Disponible sur le site de l'entreprise)

normalement pas vocation à se voir appliquer les mêmes coefficients multiplicateurs que l'activité FAI, car elle ne saurait avoir la même capacité de développement.

Cela nous laisse avec un peu plus de 14 milliards d'euros pour valoriser une activité dont le chiffre d'affaire était alors voisin de 110 millions d'euros dans les métiers de l'Internet, soit un multiple de chiffre d'affaires de l'ordre de 130 appliqué à l'ensemble des activités Internet (dont on rappellera que seule une partie est réellement de l'activité FAI pour un chiffre d'affaire voisin de 100 millions d'euros ; les sites de jeux *online* et de magasins *online* n'ayant nullement vocation à se voir appliquer les mêmes coefficients que l'activité FAI).

Un multiple dont on peut signaler qu'il est substantiellement supérieur à celui affiché alors par T-Online, bien que demeurant inférieur à celui de certaines *start-up* dans le domaine de la fourniture d'accès à Internet (ce qui est logique dans la mesure où les multiples étaient alors inversement proportionnels à la taille de l'entreprise).

Le *prima* alors accordé aux multiples de chiffres d'affaires dans l'évaluation des FAI nous amène aux réflexions suivantes :

- La question peut se poser de savoir si FT n'a pas inclus les Pages Jaunes non pas pour garantir la solvabilité du nouvel ensemble – comme cela a été dit précédemment, la trésorerie de Wanadoo y aurait suffi – mais pour gonfler artificiellement le prix d'un ensemble Internet qui était bien léger en comparaison de son concurrent allemand T-Online.

Dans ce cas, quelle pouvait être l'intérêt de la manœuvre ? Les sommes levées étaient de toute façon sans rapport avec les besoins de FT qui venait de racheter Orange et comme nous l'avons vu elles sont venues alimenter la trésorerie de la filiale sans avoir l'intérêt de contribuer à la croissance de Wanadoo, puisque les liquidités tirées des Pages Jaunes y auraient suffi. On peut donc trouver le dispositif retenu redondant dans la mesure où Wanadoo - *a posteriori* – n'aurait eu besoin que de l'une des sources de financement (alternativement sa trésorerie ou les flux générés par le cash flow). Nous pouvons émettre deux hypothèses complémentaires pour rendre compte de cette situation. Soit Wanadoo envisageait alors des opérations de croissances finançables immédiatement en numéraire, soit ce choix s'intégrait à la stratégie générale de valorisation de la société mère – un point sur lequel nous nous allons nous pencher immédiatement-.

- Peut être que l'opération n'avait elle de sens que dans la valorisation que l'on pouvait exciper de l'ensemble Wanadoo, dont on voit que le chiffre d'affaire des différentes activités – quelque soit leur nature – s'est vu appliquer un multiplicateur relevant de la tranche supérieure de ceux ayant cours pour l'activité FAI pure.
- Il convient de noter qu'offrir un effet de levier au titre FT avait alors une importance stratégique en raison du coût potentiellement ruineux du Put Vodafone⁸. Il est donc vraisemblable que la direction de FT voulait obtenir la meilleure valorisation possible de cette filiale pour soutenir (ou accroître) les cours du titre de la maison mère et ainsi faciliter le bon déroulement des opérations liées à Orange. N'oublions pas que l'acquisition d'Orange était le mouvement stratégique dont le bon déroulement était capital.

⁸ Voir l'article de l'OpesC relatif à l'introduction et au retrait d'Orange : OPESC, *Orange ou la difficulté d'être manager*.

De plus, l'introduction d'une filiale cotée ouvrait également la porte à des opérations de croissance externe par échange de titres qui n'auraient pas le mauvais goût de peser trop directement sur le cours de la maison mère, dont le maintien était alors stratégique à plus d'un titre.

En définitive, quelles que soient les motivations qui ont pu inspirer la valorisation de Wanadoo, elles ne peuvent pas se rattacher rationnellement à la croissance attendue de cette société, et ce n'est sans doute que l'absence d'intervention de Banques dans cette opération qui a pu permettre une offre fondée sur cette valorisation. Il faut en convenir, l'introduction de Wanadoo devait probablement rentrer dans un cadre stratégique plus vaste dont l'objectif était d'obtenir la plus forte valorisation possible du titre FT.

Si l'on ne tiens pas compte de la valorisation initiale trop ambitieuse cela n'enlève rien à la qualité intrinsèque de la société proposée au public, comme, l'avenir le démontrera d'ailleurs.

2 L'OFFRE OBLIGATOIRE DE RETRAIT

Dès lors que la recapitalisation de FT aura eu lieu en début 2003, l'existence de Wanadoo en tant que société cotée apparaîtra sans objet. Thierry Breton procédera donc à une offre de retrait en 2004 (encore une fois dans la foulée d'Orange). Nous examinerons la valorisation qui a été offerte aux actionnaires de Wanadoo ainsi que le coût final de l'opération pour eux.

2.1 Valorisation de la partie FAI

Le document de l'offre de retrait distingue fort logiquement l'activité annuelle de la FAI. On ne peut que s'en féliciter. Nous suivrons donc la même approche.

Le document conclut à une valorisation médiane des Pages Jaunes, sur la base de ses revenus, aux alentours de 3,75 milliards d'Euros.⁹ Ce montant n'appelant aucun commentaire particulier, nous nous concentrerons sur la partie FAI.

En 2003, comme le signale le texte de l'offre, l'activité FAI a généré un chiffre d'affaire de 1°700 millions d'euros, validant le succès d'une politique de croissance qui a permis la multiplication par 17 du chiffre d'affaires de la société dans son cœur de métier. Un total que l'on est tenté de comparer avec la valeur d'actif de T-Online (11 milliards d'euros pour un chiffre d'affaires de 1°851 millions d'euros)¹⁰. Pour mémoire, il convient de noter que si l'on avait gardé le multiple de 2000 – 94 fois le chiffre d'affaires – on obtiendrait une valorisation de T-Online proche des 180 milliards d'euros.

Si en 2000 la méthode d'évaluation de la partie FAI de Wanadoo était floue, elle se veut, cette fois-ci, précise, voire chirurgicale : la justification du prix proposé n'offre qu'un petit bonus par rapport au marché boursier et se fonde sur une méthode d'actualisation à long terme. En effet, l'objectivité d'un expert indépendant (Bertrand Jaquillat) est invoquée pour certifier qu'un prix total de 12°700 milliard d'euros valorise correctement l'ensemble¹¹, justifiant au passage une offre de 8,86 € par titre.

A ce niveau, on se doit de signaler que Deutsche Telekom a fait une offre d'un montant de 8,99°€ par titre débutant le 9 octobre 2004, valorisant la société T-Online à près de 11 milliards

⁹ *Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Wanadoo*, p. 20. (Source AMF)

¹⁰ *Ibidem*.

¹¹ *Ibidem*, p. 20.

d'euros¹² pour un chiffre d'affaires global à peine supérieur à celui de la simple partie FAI de Wanadoo,¹³ laquelle est modestement valorisée à 6,8 millions d'euros, compte tenu d'une trésorerie abondante issue directement des fonds levés lors de l'introduction qui sont restés sans emploi.

Bien sûr, T-Online présente alors un bien meilleur profil d'Ebita (19% contre à peine 1% pour Wanadoo), mais celle-ci demeurerait dans un contexte de très forte croissance où l'acquisition de clients nouveaux pourrait générer toutes sortes de frais administratifs et matériels susceptibles de peser fortement sur la marge (notamment les frais d'acquisition commerciaux).

En effet, Wanadoo a été conçu comme un véhicule de croissance du chiffre d'affaires autonome : il bénéficiait de la rente dynamique des Pages Jaunes et d'une trésorerie plus que confortable (deux fois la valeur de Tiscali au moment de l'offre de retrait par exemple). A ce titre, on peut d'ailleurs dire que le montage un peu boiteux en apparence, s'est révélé être très efficace : Wanadoo a autofinancé en trois ans et demi une multiplication par 15 du chiffre d'affaires FAI, tout en conservant des marges de manœuvre financière importantes sur un marché dynamique. *A contrario*, T-Online semble avoir toujours eu pour contrainte de dégager un *cash flow* libre important, quitte à ralentir sa croissance. C'est donc logiquement que celle-ci a été trois fois moins rapide que celle de Wanadoo.

Quoique nous n'ayons pas de chiffres solides pour étayer cette hypothèse, on peut quand même se demander s'il ne faut pas chercher dans ce différentiel de dynamique la source des inégalités apparentes dans le niveau de marge des deux sociétés qui a été invoqué pour justifier une différence de prix entre les deux FAI (l'acquisition de nouveaux clients ayant toujours un coût important). D'ailleurs, eu égard aux chiffres flatteurs atteints par l'ex-Wanadoo au troisième trimestre 2004, on peut se demander s'il n'est pas en passe de dépasser T-Online sur le plan européen. Au surplus, notons que Wanadoo dispose d'une base de clients, solide non seulement en France, mais aussi en Espagne et en Angleterre, ce qui laisse du champ à ses ambitions de croissance.

Aujourd'hui tout ralentissement de la quête de nouveaux clients génèrerait automatiquement une augmentation des marges apparentes de l'opérateur Wanadoo.

Le décalage de valorisation avec T-Online tel qu'il a été justifié nous semble pour le moins fragile puisque, à notre sens, il est le résultat de la politique de croissance rapide de Wanadoo, une croissance devant être analysée comme génératrice de plus de valeur à terme, nous semble-t-il. Donc en définitive, la valeur de la partie FAI de Wanadoo aurait dû être au moins comparable à celle de son homologue Allemand et donc voisine de 10 milliards d'euros.

Cela contribue à revaloriser l'ensemble à près de 16 milliards d'euros (pages jaunes et trésorerie incluse) un montant très supérieur à celui offert lors de l'offre de reprise des titres : 12,7 milliards d'euros.

2.2 Coût final pour les actionnaires de Wanadoo et perte de chance

Le montant de 12°770 millions d'euros de l'offre de retrait doit être mis en relation avec la valorisation initiale de 19°000 millions d'euros que l'on doit moduler par le coefficient de dilution du nombre de titres depuis l'offre initiale (approximativement 1.32)¹⁴ soit 25 milliards

¹² T-ONLINE, *Group Report January 1 to September 30, 2004*, p. 24. (Disponible sur le site de l'entreprise).

¹³ Wanadoo a, entre 2000 et 2004, considérablement rattrapé son retard dans la partie FAI par rapport à T-Online.

¹⁴ Fruit d'opération de croissance externe payé en titre (free serve et Wanadoo Espana)

d'euros si l'on veut évaluer la perte de valeur dans son ensemble pour l'actionnaire ayant participé à l'offre initiale.

Sans même tenir compte de l'inflation, la perte par titre avoisine les 50 % pour ceux qui ont participé à l'offre initiale. (On note toutefois que pour les actionnaires initiaux de T-Online, la perte avoisinerait presque les 70%). Il apparaît qu'en ce qui concerne l'évolution des valorisations, la présence des Pages Jaunes a considérablement contribué à éviter une glissade encore plus forte du titre. Le montage initial a fourni une protection relative aux actionnaires de Wanadoo, on comprendra pourtant qu'ils aient quelques peines à s'en réjouir, ayant en tout état de cause perdu à peu près 50 % de la valeur de leurs titres.

Il ne faut pourtant pas en conclure que la direction de l'époque était absolument fautive, loin de là : les valorisations des sociétés mères étaient tellement élevées à l'époque de l'introduction qu'elles ne pouvaient laisser entendre qu'il existait une surévaluation en offrant une ristourne trop importante lors de la mise sur le marché de leurs filiales. Au contraire, ayant logiquement vocation à conquérir un marché ultra dynamique, celles-ci se devaient d'afficher des ratios encore supérieurs à leurs sociétés mères. Même convaincue du caractère aberrant des niveaux de valorisation offerts au public, la direction de FT ne pouvait aller à contre-courant, sous peine d'être disqualifiée dans la course aux fusions par échanges de titres qui battait alors son plein. Michel Bon n'avait finalement pas d'autre choix que de suggérer une valorisation fantaisiste dès lors que le principe d'une introduction de Wanadoo était acquis.

Ainsi, si le processus et l'évaluation de mise sur le marché de Wanadoo peut s'expliquer par la bulle boursière et la nécessité des opérateurs de ne pas dévaluer les titres de la maison mère – cette évaluation étant en tout état de cause justifiée par sa croissance foudroyante –, on peut en revanche s'étonner considérablement des procédures d'évaluation lors de la reprise des titres.

L'utilisation de modèles de projection à long terme nous semble inadaptée en raison de l'impact que peuvent avoir des variations marginales du taux de croissance initial sur le résultat final, dans le cas de modèle où l'on suppose une croissance forte. Sur ce point, il suffit d'ailleurs de lire le document de retrait où l'on annonce fièrement une hausse du chiffre d'affaire FAI de l'ordre de 15 % lors du dernier trimestre, pour se demander si les hypothèses retenues n'étaient pas déjà caduques lorsque le document a été publié. Mais surtout, on doit souligner que le développement massif de la voix sous IP marque un tournant majeur pour Wanadoo : si les activités Internet et voix classique pouvaient tout à fait être comprises comme ne relevant pas des mêmes marchés en 2000, il n'en est plus de même aujourd'hui. La voix a toutes les chances de devenir très vite un élément dérivé et pour tout dire accessoire du métier de la fourniture d'accès Internet. Au lieu de pouvoir capitaliser sur une croissance conjointe de deux marchés différents, les opérateurs vont devoir affronter une réduction du marché global du fait de la cannibalisation de la voix classique par la voix IP.

C'est dans ce cadre qu'il faut examiner l'offre de retrait et évaluer la valeur de l'entreprise. La valeur retenue pour le retrait n'était-elle pas trop faible en comparaison des perspectives commerciales de Wanadoo pour les deux ans devant suivre ce retrait ?

On peut relever, à cet égard, que les chiffres évoqués par le dernier rapport semestriel 2004 de FT : 399°000 ventes nettes en hauts débits pour le troisième trimestre – en France seulement – sont sur le point de faire remonter la part de marché de Wanadoo sur un marché qui reste très dynamique dans l'ADSL. De bons résultats qui rapprochent encore Wanadoo de son épigone

allemand. Par ailleurs, l'introduction massive de la voix sous IP par l'opérateur en France et en Europe (Angleterre et Espagne) laisse présager de son succès commercial à venir.¹⁵

Pourtant, on note – en s'en étonnant un peu – que l'offre de retrait obligatoire soit intervenue précisément juste avant le lancement de la Live Box, laquelle connaît depuis un succès réel et prévisible.¹⁶ On peine donc à croire que la valorisation présentée au public pour cette offre de retrait reflète ce que pensait réellement FT de la valeur de cette société.

CONCLUSION : OPPORTUNITES ET VALORISATION

Peut être que la fixation d'un juste prix était impossible pour Wanadoo. On ne peut s'empêcher de penser que la valorisation rationnelle – fixée en fonction des actifs et des perspectives réelles de l'entreprise au moment de chacune de ces opérations – n'a jamais été vraiment recherchée en ce qui concerne cette société. Tout du moins nous fournissons des éléments d'évaluations qui permettent au moins d'avancer que d'autres modalités d'appréciation auraient pu être retenues.

En somme, lorsqu'il s'est agi d'introduire la société, sa valeur a été largement surévaluée (même si l'on peut y voir un brillant pari sur l'avenir) et lorsqu'il s'est agi de la retirer de la cote, nous aurions tendance à penser qu'elle a été très largement et très consciemment sous évaluée.

Chacune de ces évaluations a été fondée sur un argumentaire différent, construit pour justifier cette valorisation et analysant de façon radicalement différente la composition et les perspectives de la société. Dans chacun des cas, les opérations répondaient clairement à des impératifs de la société mère et non à ceux des actionnaires (ou futurs actionnaires).

Le fait que les titres aient surtout été émis directement pour le grand public a dû jouer dans la réussite (pour FT) de ces opérations. Les banques ne sont pas intervenues lors de ces exercices de valorisation, leur rôle y étant réduit à celui de courtier. Si elles avaient largement contribué à l'introduction, elles auraient certainement discuté l'évaluation présentée et obtenu un meilleur prix.

Tel ne pouvait être l'intérêt de FT, pour qui la préoccupation essentielle à l'époque de l'introduction semble avoir été d'assurer la valorisation de son propre cours, un élément essentiel selon nous¹⁷, puis lors de son retrait, de partager le moins possible la valeur et les gains de croissance prévisibles : une valorisation maximum, puis minimum, rendait nécessaire de faire appel à un public moins méfiant ; d'autant moins méfiant qu'il s'agissait d'une société avec une image de service public forte, dont il ne pouvait *a priori* pas être craint qu'elle spéculerait sur la naïveté des petits porteurs.

Pour Orange, les montants en jeu étant trois à quatre fois plus importants, le recours aux institutions financières ne pourra être évité et elles obtiendront un cours d'introduction qui ne génèrera que de faibles moins values de sortie.

¹⁵ Un succès dont l'opération Amena en 2005 viendra encore renforcer la dynamique

¹⁶ On peut d'ailleurs noter qu'il n'en est pas fait mention au chapitre perspective du document rappelons que le lancement a été Européen

¹⁷ Voir l'article de l'OpesC relatif à l'introduction et au retrait d'Orange : OPESC, *Orange ou la difficulté d'être manager*.