



Knight Vinke Asset Management LLC
489 Fifth Avenue
New York, NY 10017-6100
Tel: 212 660-5720 • Fax: 212 660-5721

A Mesdames et Messieurs les membres du Conseil d'administration de Suez et aux conseils financiers de Suez et de son Conseil d'administration

New York, le 17 novembre 2006

Objet : Modalités du projet de fusion Suez-GDF

Mesdames, Messieurs,

Dans les dix derniers jours, comme nombre d'autres actionnaires institutionnels de Suez, nous avons été contactés par les conseils financiers du Conseil d'administration de Suez cherchant, nous a-t-on indiqué, à évaluer l'opinion des investisseurs sur les conditions du projet de fusion entre Suez et GDF.

Nous avons clairement indiqué à ces conseils (comme l'ont fait d'autres actionnaires significatifs de Suez) que nous considérons que les conditions actuelles de la fusion sont parfaitement inacceptables. Nous vous écrivons directement afin de nous assurer qu'il n'y a aucun doute dans l'esprit du Conseil à ce sujet. Une copie de cette lettre est également adressée au Conseil d'administration de GDF ainsi qu'au Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie afin d'éviter tout malentendu.

Selon les informations publiées dans la presse, il est prévu que vous vous réunissiez la semaine prochaine afin de déterminer (et d'émettre vos recommandations sur) le montant du dividende exceptionnel qui devra être versé aux actionnaires de Suez pour compenser la différence de valeur entre Suez et GDF. Ce dividende avait initialement été fixé à un euro par action et, à l'heure où cette question est enfin soumise à la discussion, nous souhaitons porter les points suivants à votre attention :

1. Les autorités communautaires de la concurrence ont demandé à Suez de céder un certain nombre d'actifs, incluant en particulier la cession de sa filiale Distrigaz. En conséquence, une grande partie des synergies opérationnelles sur lesquelles était fondée la fusion avec GDF est aujourd'hui perdue.
2. Bien que l'opération soit présentée comme une fusion entre égaux, il est clair que les conditions proposées donneront à l'Etat et aux parties liées le contrôle de fait de Suez, pour lequel aucune prime de contrôle n'est versée. Le fait que se soit constitué un « groupe de contrôle » qui représentera plus de 40% du capital a été clairement indiqué lors de séances récentes au Sénat.

3. Un certain nombre d'actionnaires, et particulièrement ceux résidant en Belgique, sont soumis à une double imposition des dividendes puisque l'impôt payé en France ne peut pas être déduit des taxes dues en Belgique. Cela peut cependant être remédié.
4. Il ressort des estimations des principaux *brokers* une différence de l'ordre de 8 à 9 milliards d'euros entre la valeur intrinsèque de Suez et celle de GDF, soit 6,5 à 7 euros par action Suez (estimations faites avant que d'importantes questions d'évaluation qui justifient un prix plus élevé ne soient prises en compte). Cette insuffisance ne pourra pas être comblée par le versement aux actionnaires de Suez d'un dividende exceptionnel d'un montant de 1 euro ou même de 3,5 euros. En effet, tout actionnaire de Suez pourrait déjà obtenir cet accroissement de valeur simplement en cédant ses actions Suez et en achetant des actions GDF sur le marché aujourd'hui.

Comme de nombreux autres actionnaires, nous attendons du Conseil d'administration et de ses conseils financiers qu'ils défendent avec vigueur les intérêts des actionnaires de Suez dans les discussions avec GDF et le Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie.

Dans l'hypothèse où GDF ne serait pas en mesure ou ne souhaiterait pas donner son accord sur des conditions de fusion satisfaisantes, le Conseil d'administration de Suez ne devra pas hésiter à suspendre la fusion. Si tel était le cas, le Conseil d'administration serait assuré de tout notre soutien mais également de celui de la plupart des actionnaires. Seule, Suez est aussi bien placée sur le marché qu'elle ne le serait avec GDF, si ce n'est même mieux placée. En outre, la société continuera à disposer d'un choix attractif de partenaires en vue d'une fusion, avec lesquels une opération pourrait être envisagée si des conditions satisfaisantes étaient négociées.

Manque de synergies opérationnelles

La fusion de Suez et GDF a été présentée au marché (et au législateur français) comme créant d'importantes synergies opérationnelles pour l'achat et la fourniture de gaz. Il a même été soutenu que l'entité issue de la fusion aurait une position d'achat de gaz sur le marché substantiellement améliorée, ce qui lui permettrait de négocier dans des conditions plus favorables avec les grands fournisseurs de gaz naturel tels que Gazprom. Il a également été avancé que la fusion permettrait à l'entité fusionnée de diversifier ses sources d'approvisionnement en gaz par la création d'un acteur de premier plan sur le marché du gaz naturel liquéfié (GNL) dans l'Atlantique Nord. Il ressort du site internet de Distrigaz qu'une grande partie de l'achat en gros de gaz par Suez et de ses activités de GNL est réalisée par Distrigaz. Ce constat a conduit de nombreux commentateurs (par exemple, Exane BNP Paribas le 4 septembre 2006) à dire que l'essence même de la fusion résidait dans l'association avec Distrigaz, et que l'opération perdrait sa logique et serait probablement abandonnée si la Commission venait à exiger la cession de Distrigaz :

« Si Suez était contrainte de céder sa participation dans Distrigaz, cela pourrait ... diminuer de manière significative l'attrait de la fusion puisque l'une des justifications majeures de cette fusion est précisément l'accroissement du pouvoir d'achat de gaz dont disposeraient l'entité fusionnée... Nous ne pensons pas que cette cession sera exigée. Si toutefois c'était le cas, cela amoindrirait clairement l'attrait de la fusion... et pourrait même éventuellement la faire échouer. » [Exane BNP Paribas, 4 septembre 2006]

Et pourtant, c'est précisément ce qui semble s'être produit.

Ce qui est arrivé pourrait, en réalité, être pire que cela car la Commission a également insisté pour que Distrigaz soit acquise par un opérateur expérimenté et que Distrigaz donne contractuellement le droit à ce concurrent expérimenté de pourvoir pendant cinq ans à une partie significative des besoins en gaz de Suez-Electrabel. Il y a peu de doute que l'intention de la Commission, au travers de toutes ces préconisations, soit de s'assurer que ces désinvestissements permettent l'émergence d'un concurrent très puissant de Suez-GDF sur les marchés français et belge. La Commission s'est assurée de pouvoir atteindre ce résultat en s'octroyant un droit de veto contre tout acquéreur potentiel de Distrigaz qu'elle considérerait ne pas être en mesure ou ne pas vouloir se trouver en concurrence frontale avec Suez-GDF.

La Commission a également exigé que Suez cède le contrôle de Fluxys. Avec l'obligation de céder Distrigaz, cela réduit à néant une partie des facteurs de réussite de la stratégie de Suez en Belgique ces dernières années. Il est peu probable que la Commission s'en tienne à cela : des discussions sont déjà en cours sur une proposition visant à exiger des sociétés européennes intégrées de l'énergie qu'elles cèdent leurs actifs d'infrastructures – proposition qui pourrait donc forcer l'entité fusionnée à céder la majeure partie des cash flows de GDF d'ici quelques années.

Les synergies restantes seront en grande partie d'ordre administratif et fiscal, ou résulteront d'une amélioration du bilan. En d'autres termes, il s'agit de « synergies » qui résulteraient d'une fusion avec n'importe quelle grande société.

Toutes ces réflexions signifient que le Conseil d'administration de Suez doit, plus que jamais, chercher à s'assurer d'obtenir dans la fusion un juste prix pour ses actions.

Le rôle de l'Etat dans la nouvelle entité

Les conditions de la fusion envisagée donneront à l'Etat une participation à hauteur de 34% dans la nouvelle entité fusionnée, ainsi que la « *golden share* ». Cependant, il est clair que le rôle de l'Etat ne se limite pas à celui d'un actionnaire minoritaire quelconque : lors de la séance de la Commission des finances du Sénat le 4 octobre 2006, l'existence d'un « groupe de contrôle » représentant plus de 40% du capital a été clairement affirmée. Cela aura un impact beaucoup plus important au sein de l'actionnariat de Suez qu'au sein de celui de GDF, puisqu'actuellement aucun actionnaire seul n'a de minorité de blocage dans Suez. Il ne fait aucun doute que personne ne pourrait acquérir sur le marché une participation de 34% dans Suez sans payer une prime de contrôle significative. Ce point doit être pris en compte dans l'estimation faite par le Conseil d'administration de la juste valeur de l'action.

Il faut également rappeler que dès lors que la participation de l'Etat à hauteur de 34% est protégée par la loi, la nouvelle entité n'aura pas la possibilité de se développer par le biais de fusions, à moins que la loi elle-même ne soit modifiée. Cet aspect essentiel limitera le potentiel de l'entité issue de la fusion par rapport au potentiel de Suez aujourd'hui.

La position des actionnaires belges

Nous devons aussi attirer votre attention sur la situation des investisseurs belges de Suez. Si la parité d'échange leur est plus favorable grâce au versement d'un dividende plus substantiel, ces actionnaires seront soumis pour ces dividendes à une double imposition en France et en Belgique. Le Conseil d'administration de Suez avait fait la promesse à ces investisseurs que ces problèmes seraient résolus après le rachat d'Electrabel, mais pour le moment, en raison des conditions dans lesquelles la fusion est structurée, ils doivent accuser une perte de valeur significative.

Ce problème pourrait être résolu en séparant la branche Environnement de Suez plutôt que de verser un dividende exceptionnel.

Valorisations

Il est largement admis sur le marché que les conditions de la fusion envisagée sous-valorisent fortement Suez et sont trop favorables à GDF et à son actionnaire majoritaire. Cela ressort des estimations des *brokers* sur la juste valeur avant prise en compte de la prime qui doit être payée aux actionnaires de Suez pour donner à l'Etat une minorité de blocage et des questions liées aux risques discutées ci-après.

Nous notons par exemple qu'Exane BNP Paribas, UBS Global Equity Research et Deutsche Bank valorisent toutes Suez à 39 euros ou plus par action. Nous comprenons que ces valorisations sont effectuées sur l'hypothèse d'un baril de pétrole à 45 dollars, prix que le marché n'a pas connu depuis très longtemps. Les centrales électriques de Suez étant, pour une large part, des centrales nucléaires, leur valeur augmente substantiellement dans l'hypothèse d'un baril à 50 ou 60 dollars (puisque leurs revenus augmentent, mais pas leurs coûts). A cela il faut ajouter que peu d'analystes prennent en compte dans leur valorisation la position attractive de Suez en termes d'émissions de gaz carbonique, ce qui suggère un potentiel considérable pour Suez par rapport aux valorisations des analystes.

Exane BNP Paribas, UBS Global Equity Research et Deutsche Bank valorisent GDF sur une base intrinsèque respectivement à 33,6 euros, 32 euros et 33 euros par action, ce qui signifie que l'écart entre les valorisations sur une base intrinsèque de Suez et GDF est de l'ordre de 8 à 9 milliards d'euros, soit 6,5 à 7 euros par action Suez. Cependant, il convient de noter que les analystes ont une fourchette de valorisation plus étendue pour GDF que pour Suez, ce qui démontre une certaine incertitude quant à la qualité des récents résultats et quant à l'incidence des éléments non récurrents. Aurel Leven a remarqué à ce propos :

« Compte tenu de sérieux doutes sur la qualité des bénéfices de Gaz de France, nous révisons à la baisse le prix de la cible.

GDF, dans ses récents roadshows, a eu du mal à justifier que ces bénéfices exceptionnels ne sont pas exceptionnels. Pour que ce soit exact, cela impliquerait que ces bénéfices soient récurrents et que la division négocie de GDF puisse compter sur de tels revenus à l'avenir. »

De ce fait, l'évaluation de GDF faite par Aurel Leven est au-dessous de 28 euros par action.

Lors de l'évaluation du caractère durable des cash flows de GDF, il convient de noter que la Commission de Régulation de l'Energie (CRE) autorise à GDF un taux de rendement réel (c'est-à-dire avant impact de l'inflation) de ses actifs de transport et distribution compris entre 7,25% et 7,5% avant impôt pour les actifs anciens, et allant jusqu'à 9% avant impôt pour les actifs récents, voire jusqu'à 12% avant impôt pour certains types d'investissements. Ces taux sont significativement plus élevés que ceux autorisés à d'autres sociétés comparables en Europe. En Italie, Terna se voit autoriser un taux de rendement de 6,7% avant impôt sur les actifs anciens et 8,7% avant impôt pour les actifs récents. En Grande-Bretagne, NGT reçoit un taux de 6,25% avant impôt et l'OFGEM envisage de le réduire à 4,2% net (soit moins de 6% avant impôt). Elia et Fluxys semblent même avoir des taux plus faibles.

Il existe donc un risque important que la CRE réduise progressivement ces taux de rendement autorisés dans le but de régulariser la situation de la société par rapport à ses concurrents. Cet inconvénient ne semble pas avoir été pris en compte dans les

valorisations des analystes – pas plus qu'ils n'ont pris en compte la proposition de la Commission européenne visant à obliger les sociétés européennes de *utilities* du secteur de l'énergie à céder leurs actifs régulés de transport et distribution.

Nous souhaitons insister sur le fait que, s'il existe certes des différences entre les estimations des analystes sur la juste valeur de Suez et de GDF, compte tenu de l'appréciation des risques il y a des raisons de penser que ces valorisations pourraient systématiquement *sous-estimer* la valeur de Suez et *surestimer* celle de GDF.

Ces différences de valorisation et de risque ne peuvent être ignorées par le Conseil d'administration de Suez ou par ses conseils financiers, ni d'ailleurs par le Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie. Il a été avancé qu'une augmentation du dividende exceptionnel payé aux actionnaires de Suez reviendrait indirectement à faire payer cette augmentation au contribuable français. Nous rejetons complètement cet argument : l'Etat n'a aucun intérêt financier dans Suez et ne peut par conséquent souffrir d'aucune perte de valeur qui résulterait d'une augmentation du dividende exceptionnel versé par Suez à ses actionnaires. Ce que perd évidemment l'Etat est l'opportunité d'acquérir Suez à moindre coût, aux frais des actionnaires de Suez.

La plupart des actionnaires qui vous ont écrit ces dernières semaines ont un « *fiduciary duty* » à l'égard de leurs bénéficiaires qui, comme vous le savez, comprennent des fonctionnaires, des retraités et des particuliers peu fortunés du monde entier. Si l'Etat souhaite, indirectement, prendre le contrôle de Suez, il devrait payer un prix équitable pour cet actif, comprenant une prime de contrôle. Dans le cas contraire, il risque de s'aliéner les actionnaires de Suez, qui incluent nombre des plus gros investisseurs institutionnels du monde. Nous avons démontré que cette opération pourrait être réalisée sans mise de fonds pour GDF ou pour l'Etat si Suez se séparait de sa division environnement préalablement à la fusion, mais il existe d'autres mécanismes permettant d'atteindre ce même résultat.

Dans ce contexte, nous (qui avons également un *fiduciary duty*), ainsi que nombre d'autres actionnaires institutionnels de Suez, vous avons écrit afin de demander que les conditions de la fusion soient soutenues par des attestations d'équité émises par vos cinq conseils financiers.

Si GDF et ses actionnaires ne sont pas disposés à approuver une fusion valorisant Suez à son juste prix, le Conseil d'administration de Suez ne devra pas hésiter à suspendre la fusion et à chercher des solutions alternatives, si nécessaire. Nous croyons que Suez a beaucoup d'autres choix qu'une simple fusion avec GDF, y compris l'option de rester indépendante.

Du fait du vote de la loi autorisant la part de l'Etat à descendre à 34%, GDF dispose également d'autres options.

Je vous prie de croire, Madame, Monsieur, à l'expression de mes salutations distinguées.



Eric Knight
Managing Director
Knight Vinke Asset Management LLC

Cc : Blackstone, BNP Paribas, HSBC, Morgan Stanley, UBS, en tant que conseils financiers de Suez et de son Conseil d'administration, à leur siège respectif

Conseil d'administration de GDF et ses conseils financiers

Monsieur Thierry Breton, Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie

Madame Colette Neuville, ADAM

Council of Institutional Investors, Washington

Association of British Insurers (ABI), Londres

National Association of Pension Funds (NAPF), Londres

Deminor

ISS

Proxinvest