

11/10/2022

Cabinet Finexsi Messieurs Olivier Péronnet et Olivier Courau 14 Rue de Bassano, 75116 Paris

Messieurs,

L'association Energie en actions, actionnaire d'EDF S.A. (inscrit dans les comptes de titres nominatifs purs tenus par la société sous le numéro d'actionnaire 114277) tient à vous adresser, en tant qu'expert indépendant choisie par la Société, ses remarques sur le projet d'OPA simplifiée visant les actions EDF, déposé le 4 octobre 2022 par l'Etat, auprès de l'Autorité des Marchés Financiers.

Energie en actions tient à souligner que ce projet d'OPA s'inscrit dans une situation tout à fait particulière, qui doit conduire à revoir et à adapter les méthodologies habituelles d'évaluation.

Energie en actions tient en effet à rappeler que :

- L'ouverture du capital d'EDF fin 2005, avec introduction en bourse, résulte d'une décision politique, avec le souhait à l'époque du gouvernement d'en faire une grande opération d'actionnariat populaire. Dans un discours le 24 octobre 2005, M. Dominique de VILLEPIN, Premier Ministre, indiquait ainsi : « Je décide aujourd'hui de lancer l'augmentation de capital d'EDF par appel au marché. (...) L'augmentation du capital permettra à tous les Français qui le souhaitent de devenir directement actionnaires de cette entreprise à laquelle ils sont très attachés. L'ouverture du capital d'EDF sera un bel exemple d'actionnariat populaire en France. Elle sera également l'occasion d'associer largement les salariés d'EDF au succès de leur entreprise. (...) Vous le voyez, l'ouverture du capital d'EDF se fera dans l'intérêt de la France, de l'entreprise et de ses salariés ». C'est donc bien l'Etat, qui souhaite aujourd'hui racheter les actions des minoritaires, qui a incité de très nombreux français à investir une partie de leur épargne en actions EDF,
- A la veille du lancement de l'ouverture du capital, le 24 octobre 2005, un contrat de service public a été signé entre l'Etat et EDF,
 - o avec des engagements pris par l'Etat qui n'ont absolument pas été respectés. Cela nous conduit à considérer qu'il y a eu **tromperie des investisseurs, dans la note d'opération** ayant obtenu le visa de l'AMF le 28 octobre 2005, **sur la couverture des coûts par les tarifs intégrés et les prix de vente aux clients éligibles** (cf. annexe1).
 - o le Premier Ministre a imposé à EDF dans le cadre de la signature de ce contrat de service public, une amplification du plan d'investissements, sans que les conséquences, n'en soient tirées sur les perspectives et objectifs financiers! Cela nous conduit à considérer qu'il y a eu, également sur ce point, tromperie des investisseurs (cf. annexe 2),
- Le « grand succès populaire » de la mise sur le marché des actions EDF en 2005 suscite de sérieuses réserves, notamment quant à la bonne information des particuliers qui ont participé à l'opération,
- Dans les jours précédents l'ouverture du capital d'EDF, Thierry BRETON, ministre de l'Economie, soulignait dans les médias « L'Etat ne gagne rien dans cette histoire, l'ouverture du capital ne servira pas à éponger la dette publique, mais à développer



l'entreprise ». Or, il s'avère qu'au cours des 17 années, l'Etat a largement profité de sa situation, et pour parapher Thierry Breton, l'Etat va gagner beaucoup dans cette histoire sur le dos des investisseurs s'il rachète les actions des minoritaires au prix actuellement proposé de 12 € par action (cf. paragraphe « Une introduction en bourse d'EDF largement profitable à l'Etat »),

- La perte de valeur d'EDF, depuis l'ouverture du capital, est due pour une grande part aux décisions prises par l'Etat et qui, pour utiles ou nécessaires qu'elles aient été du point de vue de l'intérêt général, ont été préjudiciables à la santé financière de l'Entreprise et par là même aux actionnaires minoritaires. Il n'est donc pas équitable que l'Etat initiateur de l'Offre, qui serait suivie d'un retrait obligatoire, retienne la valeur actuelle de la société comme base de l'indemnisation des actionnaires. C'est pourquoi Energie en actions a été conduite à déposer le 31 août une plainte au pénal pour mise en difficulté de l'entreprise.

Une introduction en bourse d'EDF largement profitable à l'Etat

L'entrée en bourse d'EDF décidée en 2005 par l'Etat avait pour finalité le développement du Groupe et le renforcement de ses fonds propres, en attirant des épargnants et des investisseurs par des perspectives de croissance et un objectif de croissance progressive et régulière du résultat. Mais force est de constater que ces derniers ont été trompés : l'ouverture du capital d'EDF a avant tout servi les intérêts de l'Etat.

L'ouverture du capital a d'abord permis à l'Etat d'augmenter très significativement sa participation aux bénéfices de l'entreprise, puisque dans les années 2000 à 2004, il avait perçu une rémunération annuelle variant entre 208 et 380 M€ (dont un dividende de 374 M€ au titre de l'exercice 2004).

Dès l'exercice 2005, l'Etat, au titre de sa participation de 87,3 %, a perçu un montant de 1258 M€, soit un dividende plus de trois fois supérieur à celui perçu l'année précédente.

Une situation de cash-flow négatif d'EDF à partir de 2008 n'a pas empêché l'Etat d'exiger un paiement des dividendes en numéraire au titre des exercices 2008 à 2014, conduisant ainsi EDF à augmenter sa dette pour pouvoir payer les dividendes. A cet égard la Cour des Comptes a relevé dans son rapport particulier S 2015-1442 de novembre 2015 sur la stratégie internationale d'EDF¹: « la préoccupation majeure de l'État actionnaire a été que le groupe continue à servir un dividende substantiel, malgré une situation financière fragile et même au prix d'un surcroît d'endettement » (synthèse page 7).

Par l'augmentation de l'endettement d'EDF pour payer en espèces des dividendes plusieurs années de suite, dans un contexte de cash-flow négatif, l'Etat a conduit l'entreprise à réaliser des cessions d'activités rentables (notamment d'activités mises en avant lors de l'ouverture du capital, dont le caractère régulé limitait l'exposition du Groupe aux risques de marché), et à émettre des obligations dites hybrides plus coûteuses.

^{1 «} Recommandation n° 4 à EDF et à l'État : mieux prendre en compte, dans la politique de distribution de dividendes, la situation financière et les performances opérationnelles et financières effectives du groupe, en France comme à l'étranger. » (page 8)

[«] La Cour s'est interrogée sur la politique de versement de dividendes du groupe, dès lors que, à partir de 2008, le versement de dividendes est devenu incompatible avec la situation des besoins de trésorerie, « sauf à considérer que la recherche de financements extérieurs est destinée non seulement à financer les investissements du groupe mais également à rémunérer les actionnaires ». (page 11)

[«] l'État et, au-delà, le conseil d'administration, ont été avant tout attentifs aux résultats globaux du groupe. La capacité du groupe à servir un dividende substantiel – entre 1,7 et 2 Md€ chaque année entre 2009 et 2013 - a été, durant la période 2009-2013, une référence majeure, y compris, sinon surtout, pour l'État, quand bien même les versements de ces dividendes impliquaient, en réalité, un surcroît d'endettement alors que la situation financière était pourtant fragile et les performances opérationnelles du groupe plutôt médiocres. » (page 54)



Elle a également permis à l'Etat de tirer parti de situations pour céder des actions :

- Tout d'abord aux salariés et anciens et anciens salariés dans le cadre de l'Offre réservée de l'ouverture du capital, avec une recette de 898 M€ (actions cédées principalement au prix de 25,6 € avec obligation de détention de 2 ans, et à 32 € sans durée minimale de détention),
- A l'automne 2007, en laissant la spéculation se développer sur l'action EDF, dans un contexte d'appétit important des investisseurs pour les utilities européennes, accentué dans le cas d'EDF par un faible flottant, en vue de pouvoir vendre à un niveau proche des plus hauts un paquet d'actions (45 millions d'actions vendus à 82,50 €), soit une recette de 3,712 milliards d'euros,
- Une cession aux salariés, représentant 15 % du nombre de titres cédés par l'Etat fin 2007, devant être réalisée en application de la loi, l'Etat a laissé l'entreprise lancer à l'été 2008 une offre réservée aux salariés et aux anciens salariés alors que le cours de l'action EDF était inférieur au prix de l'offre de 66 €/action (82,50 € 20%). Même si cette opération n'a pas été totalement souscrite, l'Etat a pu vendre 3,1 millions d'actions à 66 €, et encaissé 205 M€.

En prenant également en compte les actions gratuites attribuées, après un délai de détention minimale, dans le cadre des offres réservée aux salariés de 2005 et 2008 (attribuées respectivement les 30/01/07, 30/01/09 et 31/10/11), le prix moyen de cession par l'Etat ressort à 54,5 €/action EDF, soit un prix 4,54 fois supérieur à celui de 12 €, auquel l'Etat propose aujourd'hui de racheter ces actions!

Energie en actions tient à souligner que **depuis l'ouverture du capital d'EDF, il y a 17 ans**, l'Etat a largement profité de sa position d'actionnaire majoritaire d'EDF. Ainsi, il a sur la période :

- Perçu en numéraire 17,715 milliards d'euros de dividendes, qui ont conduit à l'alourdissement de la dette, notamment au titre d'exercice où le cash-flow était négatif,
- Vendu (cf. supra) des actions EDF pour 4,815 milliards d'euros,
- Participé à des augmentations de capital à hauteur de seulement 5,562 milliards d'euros, soit un solde net positif pour l'Etat de 16,968 milliards d'euros.

De leur côté, les actionnaires minoritaires ont :

- Acquis des actions EDF et participé à des augmentations de capital pour un montant total de 13,369 milliards d'euros.
- Perçu en numéraire 3,865 milliards d'euros de dividendes

soit un solde net négatif, en monnaie courante et avant impôt (et prélèvements sociaux), pour les minoritaires de 9,504 milliards d'euros.

De ce fait, afin d'atteindre une « opération blanche » pour les minoritaires en euros courants avant prélèvements sur dividendes, l'Etat devrait proposer au moins 9,504 milliards d'euros pour acquérir les actions de minoritaires, soit un prix minimal de $15,03 \in A$

Afin d'assurer un bilan équivalent sur la période pour l'Etat et les minoritaires au prorata de leur part actuelle au capital, il faudrait même que le prix de l'offre soit relevé à 16,95€/action.

En tant que régulateur, l'Etat n'a pas traité normalement l'entreprise

En tant que régulateur, l'Etat n'a pas traité normalement l'entreprise. Il l'a au contraire, notamment à partir de 2008, mise en difficulté en lui imposant de nombreuses charges ou décisions, sans en compenser les conséquences financières. Ainsi, différentes décisions ou injonctions de l'Etat après 2005, ont :



- impacté de manière négative les résultats, avec des interventions multiples de politique énergétique ou sociale portant notamment sur les sujets tarifaires (cf. annexe 1), en mettant ainsi à la charge d'EDF avec compensation nulle ou partielle, alors même que la loi n° 2000-108 du 10 février 2000, et le contrat de service public signé entre EDF et l'Etat le 24 octobre 2005 (qui est toujours en application) prévoit que les tarifs de vente de vente couvrent les coûts, et que les obligations de service public assumées par EDF doivent faire l'objet d'un mécanisme de compensation ;
- conduit l'entreprise à s'écarter de ses orientations stratégiques, en l'obligeant à l'acquisition d'activités ou d'entreprises. On rappellera ainsi que le projet industriel du Groupe présenté pour l'ouverture du capital (page 46 du Document de Base enregistré par l'AMF le 13 juillet 2005) indiquait : « Pour ces développements, et comme pour la construction du parc actuel, EDF entend jouer un rôle d'architecte ensemblier, afin de rester maître de sa politique industrielle, des coûts, des délais de réalisation de ses installations de production et d'intégrer son retour d'expérience d'exploitant ». Il n'était donc pas question, et aucune communication faite ensuite ne l'a contredit, qu'EDF cherche à prendre le contrôle d'entreprises lui fournissant des équipements pour la construction de centrales de production. C'est donc bien l'Etat, pour des raisons de politique industrielle, ou des dirigeants politiques dans le cadre de promesses à vue purement électoraliste, qui ont imposé à EDF de « sauver » des entreprises, au mépris de l'intérêt social de la société : Photowatt début 2012, participation (2015-2017) au sauvetage d'Areva en quasi-faillite, rachat en cours d'une partie des activités nucléaires de General Electric (« turbines Arabelle).

S'agissant des charges (ou moindres recettes) imposées par l'Etat à EDF et non compensées, Energie en actions a évalué, à titre illustratif, l'impact sur les seules trois dernières années de deux décisions ou non-décisions :

- L'arrêt anticipé mi 2020 du réacteur n°2 de la centrale nucléaire de Fessenheim, qui avait une autorisation de fonctionnement de l'Autorité de Sûreté Nucléaire jusqu'en août 2022, avec un manque à gagner évalué à 1,182 milliard d'euros par référence aux prix de marché constatés sur la période², qui n'a fait l'objet à ce jour d'aucune indemnisation de l'Etat (ni d'enregistrement comptable de produits à percevoir), contrairement à la communication faite par l'entreprise sur le Protocole d'indemnisation signé avec l'Etat le 27 septembre 2019³,
- L'absence de révision annuelle du prix de l'accès régulé à l'énergie nucléaire historique (ARENH) afin de refléter les conditions économiques de production d'électricité nucléaire d'EDF sur la durée du dispositif, comme prévu par la loi⁴. En appliquant le prix minimum de 49,5 €/MWh (soit une revalorisation de 7,5 €/MWh) retenu par les parlementaires dans le cadre de l'article 40 I. de la Loi n° 2022-1158 du 16 août 2022 portant mesures d'urgence pour la protection du pouvoir d'achat, aux volumes de vente d'EDF impactées par le prix de l'ARENH⁵,

² En retenant une hypothèse de production moyenne annuelle de 12 TWh de la centrale de Fessenheim, soit 0,5 TWh par réacteur et par mois, et un coût moyen de production d'environ 39 €/MWh, les 2 réacteurs étant amortis, le manque à gagner lié à l'arrêt anticipé des deux réacteurs peut être évalué par référence aux prix de marché constaté (prix « ruban » s'agissant de centrales nucléaire), tels que figurant dans les rapports financiers publiés par EDF.

 $^{^{\}rm 3}$ « Aux termes du Protocole, l'indemnisation prend la forme : ...

⁻ de versements ultérieurs correspondant à l'éventuel manque à gagner, c'est-à-dire les bénéfices qu'auraient apportés les volumes de production futurs, fixés en référence à la production passée de la centrale de Fessenheim, jusqu'en 2041, calculés ex post à partir des prix de vente de la production nucléaire, et notamment des prix de marché observés. »

⁴ Le tarif de vente de l'ARENH fixé à 42 €/MWh, à compter du 1^{er} janvier 2012, par l'arrêté du 17 mai 2011 n'a jamais été réévalué, contrairement aux dispositions de la loi n° 2010-1488 du 7 décembre 2010 portant nouvelle organisation du marché de l'électricité (dite loi NOME) et à la décision de la Commission Européenne du 12 juin 2012.

⁵ Les volumes de vente d'EDF impactés par les prix de l'ARENH (selon les visuels 66 et 67 de la présentation EDF résultats annuels 2021 - book complémentaire, cf. annexe 1), sont de 246,2 TWh en 2020 et s'élèveront à 246,4 TWh en 2022.



on obtient un **préjudice** annuel de 1,85 milliards d'euros et donc **de 5,542 milliards d'euros sur les années 2020 à 2022**. On soulignera que ce préjudice ne prend pas en compte l'impact de la décision gouvernementale d'augmenter de 20 TWh le volume d'ARENH en 2022, qui a fait l'objet de recours contentieux des représentants des actionnaires salariés, puis d'EDF le 9 août avec **demande indemnitaire pour un montant de 8,34 milliards d'euros**, auprès de l'Etat.

Ces deux évaluations mériteraient d'être complétées par :

- L'ensemble des manques à gagner imputables à des interventions de l'Etat sur des sujets tarifaires (cf. annexe 1), que ce soit au titre des tarifs réglementés de vente de l'électricité, du tarif réglementé transitoire d'ajustement au marché (2006-2011) et sur la durée totale de mise en œuvre du dispositif de l'ARENH, au titre de l'insuffisance du prix appliqué (inchangé depuis début 2012) par rapport aux coûts de production d'électricité nucléaire,
- Une évaluation mise à jour du manque à gagner liée à la fermeture anticipée des 2 réacteurs nucléaires de Fessenheim d'ici 2041 (hors période juin 2020 à août 2022 pour le seul réacteur 2, évaluée infra). On rappellera ainsi que le rapport d'information n° 2233 des députés Marc GOUA et Hervé MARITON, sur « le coût de la fermeture anticipé de réacteurs nucléaires : l'exemple de Fessenheim », concluait dans un contexte de prix de marché de l'électricité nettement inférieur à la situation actuelle : « Si on considère comme période de référence une exploitation de 2016 à 2040 soit une durée d'exploitation restante de 24 années, et que l'on s'appuie sur les résultats du scénario médian élaboré par les rapporteurs, soit un manque à gagner annuel d'environ 200 millions d'euros, le manque à gagner total subi par l'exploitant sur la période se chiffrerait à environ 4,7 milliards d'euros. »

Energie en actions demande que l'ensemble des manques à gagner pour EDF (et surcoûts imposés à l'entreprise) imputables à l'Etat, dont ceux ici présentés, soient pris en compte dans vos valorisations d'EDF en tant qu'expert indépendant (mandaté par le CA d'EDF).

En ajoutant à l'indemnité réclamée par EDF, les seuls manques à gagner évalués par Energie en actions au titre de deux volets précédents sur les trois dernières années, cela représente déjà un montant de 15,1 milliards d'euros, soit +3,88 € par action existante, qui devraient a minima être ajoutés à l'offre de l'Etat.

Remarques sur les évaluations figurant dans le projet d'Offre déposé par l'Etat le 4 octobre auprès de l'Autorité des Marchés Financiers

Référence aux cours de bourse historique

On peut tout d'abord s'étonner que les commentaires sur l'évolution du cours de bourse de l'action EDF sur les 12 mois précédant le 5 juillet 2022, ne mentionnent absolument pas les chutes de cours consécutives à des annonces de l'Etat, l'hiver dernier, soulignées par les médias, en particulier :

- 8/12/21: Les prix de l'électricité en France atteignent des records, « sidération » des entreprises (Le Figaro): L'électricité pour livraison l'an prochain (Cal 22) en France s'échangeait à plus de 200 euros le mégawattheure mercredi matin sur la Bourse européenne de l'énergie EEX, pour la première fois à ces niveaux. Cette flambée n'aura toutefois pas d'impact immédiat sur les particuliers et les petits professionnels. Le gouvernement a en effet annoncé une limitation à 4% de l'augmentation des tarifs réglementés de vente d'électricité l'an prochain. https://www.lefigaro.fr/flash-eco/les-prix-de-l-electricite-en-france-atteignent-des-records-sideration-des-entreprises-20211208



- 9/12/21: **EDF lanterne rouge du SBF 120** (Capital): EDF est pénalisé par une information du Figaro selon laquelle l'Etat cherche à réduire le coût de l'électricité pour les ménages. Selon le quotidien, l'exécutif envisage d'empêcher la réévaluation annuelle habituelle des prix réglementés de l'électricité en février. En compensation, le gouvernement permettrait une hausse progressive des tarifs en 2023. Enfin, il **obligerait EDF à vendre davantage d'électricité nucléaire bon marché aux fournisseurs alternatifs au second semestre 2022 ou 2023**. https://www.capital.fr/entreprises-marches/edf-lanterne-rouge-du-sbf-120-1422414
- 13/12/21: EDF: encore bien rouge (Boursier): Quatrième séance dans le rouge pour EDF qui abandonne 2,6% à 12,1 euros en ce début de semaine. Ce matin, Bruno Le Maire a affirmé sur RMC que la France pourrait ordonner à l'entreprise publique de vendre 150 TWh d'électricité à ses concurrents au prix réduit de 42 euros/MWh, soit 50% de plus que le plafond actuel, si la réduction des taxes sur la consommation d'électricité ne suffisait pas à plafonner la hausse des prix à 4%. https://www.boursier.com/actions/actualites/news/edf-encore-bien-rouge-864900.html
- 14/1/22: Prix contrôlés par l'État, production étranglée... EDF s'écroule en Bourse, (La Tribune) : La conjonction d'une exigence de l'État (qui possède 83% du capital) d'augmenter le volume d'électricité vendue à prix très réduit aux fournisseurs alternatifs (pour ménager le pouvoir d'achat des consommateurs) et, d'autre part, de problèmes techniques réduisant le volume produit (ce qui empêche l'énergéticien d'engranger le bénéfice des hauts prix actuels du marché), place l'énergéticien français dans une situation financière intenable. Dès l'ouverture, à la Bourse de Paris, le cours de l'action effectuait un plongeon abyssal. La situation nécessité d'une recapitalisation évoquée. est telle que https://www.latribune.fr/entreprises-finance/industrie/energie-environnement/prix-controles-par-l-etat-productionetranglee-edf-s-ecroule-en-bourse-jpmorgan-conseille-la-recapitalisation-901965.html

Ainsi, on peut rappeler le cours de clôture de l'action EDF de 12,376 € le 7 décembre 2021, avant les annonces de l'Etat portant sur la limitation de l'évolution des prix de l'électricité, puis sur l'ARENH pour l'année 2022. Avec une telle référence, l'offre proposée de 12 € par action ferait apparaître une prime négative.

Référence aux objectifs de cours des analystes financiers

On peut souligner que les évaluations des analystes financiers sur l'action EDF ont toujours été fortement dépendantes des hypothèses d'évolution des prix de l'électricité, et d'appréciations sur la régulation des prix et le niveau d'intervention de l'Etat.

C'est ainsi qu'à la fin des années 2007, la plupart des analystes ont intégré dans leurs valorisations des hypothèses d'évolutions régulières à la hausse des prix de marché de l'électricité et de convergence des tarifs réglementés de l'électricité vers ces niveaux élevés de prix de marché. C'est dans ce contexte que :

- Dans son avis n° 2007-A-6 du 30 novembre 2007, la Commission des Participations et des Transferts soulignait que « Les études publiées par les analystes financiers ont beaucoup évolué avec le temps depuis l'introduction en bourse d'EDF il y a deux ans. Aujourd'hui, ces études sont très favorables et soulignent les atouts décisifs du groupe. Certains analystes présentent désormais des objectifs de cours de bourse largement supérieurs aux cours actuels ».
- l'Etat a pu, comme indiqué précédemment et après cet avis de la CPT « estimant que la valeur d'EDF ne saurait être inférieure à 79 € par action », vendre un bloc de 45 millions d'actions EDF au prix de 82,5 €/action, proche des plus hauts, ... sachant que l'Etat a ensuite pris un



certain nombre de décisions empêchant la convergence des tarifs réglementés de l'électricité vers les prix de marché.

Dans la note déposée le 4 octobre 2022 auprès de l'AMF, **l'Etat ne retient les objectifs de cours publiés par les analystes financiers que sur une période très limitée** : après le 19 mai 2022 (suite au communiqué de presse d'EDF du 18 mai ajustant son estimation de production nucléaire pour 2022) et jusqu'au 5 juillet inclus, « *afin d'exclure l'impact sur les objectifs de cours des annonces du discours de politique générale de la Première Ministre du 6 juillet* ». On notera que le choix de cette période est très pénalisant puisque :

- Il intègre des communications très négatives d'EDF, et s'inscrit dans un contexte de décisions très pénalisantes pour EDF avec la publication le 11 mars 2022 des textes d'application de la décision gouvernementale d'augmenter de 20 TWh le volume d'ARENH en 2022,
- A l'inverse, il ne prend pas en compte des annonces ou décisions, plus récentes, favorables à EDF, notamment :
 - C'annonce le 9 août 2022 par EDF du dépôt d'un recours contentieux auprès du Conseil d'Etat relatif à l'attribution de volumes d'ARENH supplémentaires pour 2022, et une demande indemnitaire, pour un montant estimé à date de 8,34 milliards d'euros, soit un impact de 2,15 € par action existante,
 - C'Article 40 I. de la Loi n° 2022-1158 du 16 août 2022 portant mesures d'urgence pour la protection du pouvoir d'achat ayant complété l'article L. 337-16 du code de l'énergie par la phrase suivante : « Ce prix ne peut être inférieur à 49,5 euros par mégawattheure », avec donc une perspective de hausse du prix de l'ARENH, et un impact favorable pour EDF évalué à 1,85 milliards d'euros par an (cf. infra),
 - o L'annonce récente par la Première Ministre d'une hausse des tarifs réglementés de l'électricité de 15% début 2023.

Valorisation par la somme des parties

L'Etat n'ayant déposé son projet d'OPA que le 4 octobre 2022, alors que le communiqué de presse du Ministère de l'Economie du 19 juillet précisait : « *Il est envisagé que l'Offre soit déposée d'ici début septembre 2022 auprès de l'AMF* », on pouvait penser que ce retard était du à la définition du cadre régulatoire pour les années à venir, notamment en terme de prix de l'électricité : évolution du prix de l'ARENH en application de l'Article 40 I. de la Loi n° 2022-1158 du 16 août 2022, mise en œuvre pratique de l'annonce par la Première Ministre d'une hausse de 15% des tarifs réglementés de l'électricité début 2023, cadre applicable à l'échéance du dispositif de l'ARENH censé prendre fin en 2025,

Or force est de constater qu'aucune réponse n'est apportée sur ces différents points. Au contraire, le paragraphe 1.2.1 « Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière de la Société », souligne que « Aucune décision n'a été prise à ce stade s'agissant des réformes du modèle d'affaires ou d'organisation du Groupe », et que « plusieurs chantiers de long-terme restent à l'étude, s'agissant notamment de : la réforme du marché européen de l'électricité, ... de la mise en œuvre d'une nouvelle régulation du nucléaire existant, ... des modalités d'organisation, de financement, et de régulation du programme du nouveau nucléaire français ... ».

Comment peut-on sérieusement prétendre évaluer une entreprise, si on occulte ainsi autant de sujets, et notamment si on refuse de prendre en compte le programme du nouveau nucléaire,



pourtant présenté par l'Etat (« 1.1.3 Motifs de l'Offre ») comme le principal argument de rachat de la totalité du capital d'EDF!

La note déposée à l'AMF précise ainsi page 39 que : « Le programme de Nouveau Nucléaire Français n'a pas été considéré dans le cadre des travaux de valorisation en raison du manque de visibilité sur plusieurs paramètres clefs du projet qui empêche d'en déterminer à ce stade une trajectoire financière précise », et page 40 « L'impossibilité d'établir une valorisation spécifique revient donc à considérer implicitement ...que ce programme ... a un impact nul sur la valorisation de la Société tel que présentée. Dans une logique de retraitement de l'intégralité du programme du nouveau nucléaire au sein du bilan et des trajectoires financières de l'entreprise, les dépenses d'investissements passées et à venir associées au programme du nouveau nucléaire ont été neutralisées dans le cadre des approches de valorisation intrinsèques ».

Dans la mesure où le réacteur EPR, et son évolution « EPR2 », est la référence, au moins pour les prochaines années (avec notamment le projet de construction sur le site de Penly), du programme de Nouveau Nucléaire Français, le principe de neutralisation des dépenses d'investissements passées liées à ce programme devrait également s'appliquer aux dépenses engagées pour la construction du 1^{er} réacteur nucléaire EPR français à Flamanville, et du réacteur Hinkley Point C au Royaume Uni⁶.

De même, il conviendrait de neutraliser toutes les dépenses d'exploitation liées au nouveau nucléaire, et notamment les dépenses de la Direction d'Ingénierie et Projets Nouveau Nucléaire (DIPNN) d'EDF et de la filiale Edvance⁷.

On notera également que s'agissant de l'ARENH pour les années 2023 et 2024, la note retient une hypothèse très défavorable de nouveau maintien du prix de l'ARENH à 42€/MWh (soit un impact négatif de 1,85 Mds/an sur la base des volumes 2022), ce qui apparaît totalement contraire :

- comme mentionné précédemment, aux différents textes qui prévoient une révision annuelle de ce prix afin de refléter les conditions économiques de production d'électricité nucléaire,
- à l'Article 40 I. de la Loi n° 2022-1158 du 16 août 2022.

La note justifie la non prise en compte d'une augmentation du prix de l'ARENH par le fait qu'elle serait soumise à l'accord de la Commission Européenne (conformément à l'article 2 de la décision SA.21918), mais on rappellera que cette décision de la Commission Européenne, qui date du 12 juin 2012 :

- concerne « l'aide d'État SA.21918 (C 17/07) (ex NN 17/07) mise à exécution par la France — Tarifs réglementés de l'électricité en France », et confirme que l'Etat a imposé à EDF⁸ « de

⁶ Ainsi dans un avis publié le 18/7/19 sur « les options de sûreté du projet de réacteur EPR Nouveau Modèle et de son évolution EPR 2 », l'Autorité de Sûreté Nucléaire a souligné que : « Le réacteur EPR 2 est un projet qui répond aux objectifs généraux de sûreté des réacteurs de troisième génération et a pour objectif d'intégrer le retour d'expérience de conception, de construction et de mise en service des réacteurs EPR (réacteurs EPR actuellement en construction ou en service à Flamanville (France), Olkiluoto (Finlande), Taishan (Chine) et Hinkley Point (Royaume-Uni)), ainsi que le retour d'expérience des réacteurs nucléaires fonctionnant actuellement. »

⁷ Edvance, filiale d'EDF et de Framatome, est l'EPCC (Etudes, Approvisionnement, Montage et Mise en service) de l'îlot nucléaire des réacteurs de type EPR.

⁸ « (126) L'État est largement majoritaire au capital d'EDF. Au 31 décembre 2010, il en possédait 84,48 %. EDF est donc sous le contrôle de l'État. Il s'agit d'une entreprise publique, et ses ressources sont donc des ressources d'État. Lorsqu'un consommateur bénéficiant du tarif est fourni par EDF, les décisions légales et réglementaires de l'État



fournir l'électricité à un prix qui est inférieur à celui qui s'appliquerait sur le marché, mettant en jeu par-là les ressources sous contrôle public d'EDF »,

- autorise, par son article 2, la mise en place du dispositif de l'ARENH « consistant à obliger l'entreprise Electricité de France, pendant une période allant jusqu'au 31 décembre 2025, à vendre à ses concurrents sur le marché de détail de l'électricité, une partie de sa production d'électricité d'origine nucléaire dans la limite d'un plafond de 100 TWh, à un prix réglementé. Le prix de l'accès régulé à l'énergie nucléaire historique est réexaminé chaque année et reflète les conditions économiques de production d'électricité sur la durée du dispositif. Le niveau de prix de l'accès régulé à l'énergie nucléaire historique ne peut excéder 42 EUR par MWh et n'évolue pas tant qu'une mesure fixant la méthode de calcul pour l'établir n'est pas entrée en vigueur. Cette mesure sera soumise à la Commission à l'état de projet en vue de son approbation préalable. ». Il apparaît donc que le non-réexamen, chaque année depuis 2012, du prix de l'ARENH afin qu'il « reflète les conditions économiques de production d'électricité sur la durée du dispositif », est entièrement imputable à l'Etat français qui n'a pas soumis à la Commission un projet de « méthode de calcul pour l'établir »,
- n'a pas empêché l'Etat de décider début 2012, sans notification et accord préalable de la Commission, d'augmenter de 20 TWh le volume d'ARENH sur l'année 2022, alors même que l'article 2 stipule « dans la limite d'un plafond de 100 TWh »! C'est d'ailleurs ce point qui est le principal argument dans les recours contentieux engagés, d'abord par les représentants des actionnaires salariés d'EDF, puis par l'entreprise EDF sous la pression de ses actionnaires minoritaires avec demande indemnitaire, devant le Conseil d'Etat, contre le décret et les arrêtés du 12 mars 2022, pour lesquels des décisions sur le fond sont attendues dans les prochaines semaines.

La note déposée fait référence, dans son paragraphe « 3.1.5 Elément postérieur à l'annonce de la transaction et non reflété dans la valorisation » au recours contentieux déposé par EDF le 9 aout 2022 avec demande indemnitaire faisant valoir un préjudice estimé par la Société à 8,34Mds€, en précisant qu'elle n'a pas été prise en compte dans la valorisation, et en cherchant ensuite, par différents moyens qui nous semblent contestables, à en réduire l'impact par action sur la valorisation intrinsèque de la Société :

- tout d'abord en considérant que son recouvrement serait soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de 25,83 %, alors même qu'il pourrait intervenir sur l'année 2022, exercice sur lequel un résultat négatif d'EDF est attendu,
- par une actualisation sur 5 ans de ce montant au taux sans risque,
- en majorant le nombre d'actions par rapport à la situation actuelle (cf. ci-après).

Nombre d'actions pris en compte

La note déposée prend l'hypothèse de la conversion totale des Obligations convertibles en actions (OCEANES), sur la base d'un taux de conversion illustratif de 1,293, soit 283 915 826 actions supplémentaires. Cette hypothèse nous paraît contestable alors même qu'à ce jour aucune de ces OCEANES ne semble avoir opté pour l'option de conversion en actions. On rappellera également, comme précisé dans le communiqué de presse d'EDF du 8/9/2020, que :



- « À moins qu'elles n'aient été précédemment converties, échangées, remboursées, ou rachetées et annulées, les Obligations seront remboursées au pair le 14 septembre 2024 »,
- « Les Obligations pourront faire l'objet d'un remboursement anticipé au gré de la Société, sous certaines conditions, ... à tout moment à compter du 14 septembre 2022 ».

L'hypothèse retenue, et la partie de l'offre proposée par l'Etat portant sur les OCEANES, nous semble donc volontairement défavoriser les actionnaires minoritaires d'EDF.

Autre observation

Energie en actions demande également que les actions relevant d'un code ISIN différent de celui de l'action EDF ordinaire, en application de l'article 24.2 des statuts d'EDF ("dividende majoré"), bénéficient, dans le cadre de l'OPA, d'un prix par action supérieur.

Cette demande s'appuie :

- D'une part, sur le fait que dans le cadre d'une évaluation de la Société en actualisant les flux futurs de dividendes perçus par les actionnaires (méthode citée, mais non retenue dans la note déposée auprès de l'AMF), les actions EDF bénéficiant d'un dividende majoré pourraient ainsi prétendre recevoir dans le cadre de l'OPA projetée un prix par action majoré de 10 %.
- D'autre part, sur une « jurisprudence Crédit Agricole SA ». On rappellera que quand Crédit Agricole SA a été amené en 2018 (en invoquant des pressions d'un régulateur) à supprimer la majoration du dividende prévue au paragraphe 3 de l'article 31 de ses statuts, cette société a décidé d'attribuer des actions nouvelles aux actionnaires ayants droit à cette majoration, en contrepartie de la suppression du dividende (29ème résolution de l'AG extraordinaire du 16 mai 2018).

Nous tenant à votre disposition pour échanger sur ces différents points (et vous présenter les détails de nos chiffrages), nous vous prions d'agréer, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.

Pour l'association Energie en actions,

Président

Energie en Actions, Immeuble EDF - 4 Rue Floréal 75017 PARIS

Créée en 2006, Energie en actions a pour objet de défendre les intérêts du Groupe et de ses actionnaires, salariés et anciens salariés du groupe EDF, en toute indépendance tant vis à vis de la Direction de l'entreprise que des organisations syndicales, et quel que soit leur mode de détention d'actions EDF. Energie en actions est représentée au sein des Conseils de surveillance des fonds d'actionnariat salarié EDF. Suite à l'annonce le 6/7/2022 par la Première Ministre de son intention de détenir 100 % du capital d'EDF, l'association souhaite défendre toutes les personnes, qu'elles soient ou non salariées d'EDF, qui ont investi une partie de leur épargne en actions EDF, notamment lors de l'ouverture du capital en 2005.

Brund LANIER



Annexe 1

Suspicion de tromperie sur la couverture des coûts par les tarifs réglementés de vente et les prix de vente aux clients éligibles

Le premier « risque » présenté dans le chapitre « 8.4 Facteurs de risques » du Document de Base enregistré par l'AMF le 13 juillet 2005, était « 8.4.1 RISQUES LIES A L'OUVERTURE DES MARCHES EUROPEENS DE L'ENERGIE »

« Le Groupe doit faire face à une concurrence accrue sur les marchés européens de l'énergie, en particulier sur le marché français de la fourniture d'électricité qui est son principal marché. En France

Du fait de la libéralisation du marché français de l'électricité, EDF doit faire face à la concurrence d'autres fournisseurs. Tous les clients d'EDF autres que les particuliers ont la faculté de choisir leur fournisseur d'électricité et peuvent en conséquence s'adresser à un de ses concurrents. En juillet 2007, le marché de l'électricité sera totalement ouvert à la concurrence (voir paragraphe « Commercialisation » ci-dessus). Pour la vente d'électricité aux clients éligibles, EDF est

déjà et sera à l'avenir davantage confronté à la concurrence. Même si EDF se prépare pour faire face à cette concurrence, EDF a perdu des parts de marché pour les clients déjà éligibles et s'attend à en perdre d'autres au fur et à mesure du développement de la concurrence et de l'extension, à partir de juillet 2007, de la base des clients éligibles aux clients particuliers. La diminution des parts de marché d'EDF aura, à consommation et prix constants, un impact négatif sur le chiffre d'affaires du Groupe. Enfin, pour atteindre ses objectifs, EDF pourrait être amené à augmenter ses dépenses de commercialisation ou à réduire ses marges (notamment en cas de concurrence sur les prix), ce qui aurait un impact négatif sur sa profitabilité. »

Dans le chapitre « Commercialisation », il était mentionné « Il convient de noter que le choix d'un client de faire jouer son éligibilité et de quitter le système de prix régulé est considéré comme irréversible par EDF et la Commission de Régulation de l'Energie ».

L'actualisation du Document de Base déposée auprès de l'AMF le 23 septembre 2005 sous le numéro D. 05-1005-A01 précisait notamment, dans le chapitre (4.3.2) « Contrat de service public » :

- « Objet du nouveau contrat de service public : Le projet de contrat de service public, en cours de finalisation, porte sur la période 2005 2007. Il contient tous les engagements d'EDF en matière de missions de service public. Il précise pour chaque engagement, les sources de financement permettant d'assurer la compensation financière de ses missions (à savoir le tarif intégré, la Contribution au Service Public de l'Electricité, ou le Tarif d'Utilisation des Réseaux Publics). Le projet de contrat prévoit à cet égard qu'en cas de difficultés particulières quant à la mise en œuvre des mesures de compensation des coûts entraînés par l'exécution du contrat, l'Etat et EDF conviennent de se rencontrer au plus tôt pour renégocier l'équilibre du financement des missions de service public confiées à EDF ... EDF estime que le projet de nouveau contrat de service public constitue un accord équilibré entre EDF et l'Etat puisque chaque partie prend des engagements tant sur le plan financier que réglementaire. »
- « Evolution pluriannuelle des tarifs de vente de l'électricité: Conformément à l'article 1^{er} de la loi du 9 août 2014, l'un des engagements du nouveau contrat de service public porte sur l'évolution pluriannuelle des tarifs de vente de l'électricité. En application de l'article 4 de la loi du 10 février 2000, les tarifs de vente aux clients non éligibles et éligibles n'ayant pas fait valoir leur éligibilité restent réglementés. Dans cet article, il est précisé que ces tarifs doivent couvrir « l'ensemble des coûts supportés (...) par EDF » ... Le projet de contrat de service public prévoit dans ce cadre les modalités d'évaluation et de compensation des coûts entraînés par la mise en œuvre du contrat. »
- « Engagements d'EDF (hors gestionnaires de réseaux) : les engagements d'EDF en matière de service public concernent : ...



- La fourniture d'électricité aux clients non-éligibles et la maîtrise de la demande d'énergie : ces deux missions sont couvertes par le tarif intégré
- La production et la commercialisation ... EDF dégagera les ressources nécessaires dans les recettes générées soit par le tarif intégré, soit par les prix de vente pour l'électricité vendue aux clients ayant exercé leur éligibilité ou sur les marchés »

Le nouveau Contrat de Service Public entre l'Etat et EDF fut signé le 24/10/2005, soit 3 jours avant la date du visa donné par l'AMF sur la note d'opération de l'ouverture du capital d'EDF, ce qui souligne que la conclusion de ce Contrat constituait un préalable. Le préambule soulignait que « Le présent contrat de service public, pris en application de l'article 1er de la loi du 9 août 2004 et répondant aux objectifs de l'article 29-1 de la loi du 4 février 1995 modifiée, a pour objet de constituer dans la durée la référence des engagements d'EDF SA., ... en vue d'assurer la pérennité des missions de service public que le législateur a confiées. Il décline le niveau d'engagement sur la période 2005-2006-2007 et précise les modalités de compensation financière. Au-delà de cette période, les adaptations apportées au contrat prendront en compte le bilan triennal de sa mise en oeuvre, et les évolutions éventuelles du contexte législatif et réglementaire. »

Le 5 novembre 2005 et le 10 novembre 2005 (soit pendant la période de l'Offre à Prix Ouvert, du Placement Global Garanti et de l'Offre Réservée aux Salariés de l'ouverture du capital d'EDF), l'hebdomadaire patrimonial Investir (dans un dossier « *Vous avez jusqu'au 15 novembre – EDF : les raisons de souscrire* ») et le quotidien Le Figaro publiaient chacun une interview de Pierre Gadonneix, PDG d'EDF, avec notamment les échanges suivants :

- en réponse à la 1^{ère} question d'Investir « ... L'énergie est perçue comme un bien rare. Les surcapacités dont on parlait encore il y a quatre ou cinq ans ont disparu. Maintenant, tout le monde est convaincu qu'il faut investir. Le prix de l'énergie a fortement augmenté et nous allons vers un marché européen de l'énergie harmonisé et un développement des interconnexions... L'ouverture du capital d'EDF arrive à un très bon moment. Mais, pour que tout soit transparent, il fallait fixer des règles du jeu. C'est fait. Nous venons ainsi de signer avec l'État le contrat de service public établissant les engagements de chacun à l'avenir. Il est ainsi convenu de la garantie de service, de l'évolution des tarifs d'acheminement de l'électricité ainsi que des prix pour les ménages français. L'arrivée d'actionnaires minoritaires est une garantie du respect par l'État de ses engagements. » [cette dernière phrase étant répétée et mis en avant en gras et en caractères grossis dans l'article]

- Investir: « Justement, les investisseurs ont été désagréablement surpris de constater que Gaz de France n'a pas pu augmenter ses tarifs de 12% au 1^{er} novembre comme il avait été convenu d'après la formule mathématique censée dépolitiser le débat et qui a été conçue en juin dernier quelques jours avant son arrivée en Bourse. Le gazier a du fournir des contreparties qui ramènent la hausse à 3,8%. Les règles du jeu peuvent donc a priori changer aussi pour EDF. Comment pouvez-vous gérer ce risque? » Pierre Gadonneix¹: « Les problématiques tarifaires sont fondamentalement différentes. Gaz de France transporte et distribue de l'énergie. Ses coûts sont dépendants du marché international et donc de l'évolution du prix de pétrole. La situation est tout autre pour EDF. Près de 95% de l'électricité que nous produisons est réalisée à partir du nucléaire pour 85% et de l'hydraulique pour 10%. Nous n'avons pas à répercuter la hausse des prix du pétrole. Notre logique tarifaire repose sur notre capacité à améliorer notre performance industrielle. Par ailleurs, seulement 30% de nos volumes vendus sont réalisés auprès des ménages français. Pour le marché ouvert à la concurrence, la question ne se pose pas puisque les prix ne sont pas encadrés ».

- dans la fin de l'interview d'Investir, Pierre Gadonneix mentionnait également : « ... Nous levons 7 milliards d'euros pour financer un projet industriel. Il faut surtout voir que nous avons une réserve de

¹ On rappellera que Pierre Gadonneix connaissait parfaitement Gaz de France, pour avoir été, avant sa nomination en 2004 à la Présidence d'EDF, été à partir de 1987 à la Direction générale de Gaz de France, puis nommé en 1996 Président de Gaz de France.



valeur à long terme. **Notre force réside dans notre parc de production où les experts s'attendent à une forte hausse des prix de l'électricité dans les marchés destinés aux entreprises...** »

- Le Figaro : « La polémique sur les prix du gaz a montré combien il était difficile pour Gaz de France, coté en Bourse, de s'accommoder de la tutelle tarifaire de l'Etat. Comment éviter l'écueil? » Pierre Gadonneix : « La problématique du prix de l'électricité n'est pas comparable à celle du gaz naturel, qui est un hydrocarbure indexé sur les prix pétroliers. Contrairement à Gaz de France, qui doit répercuter les coûts d'approvisionnement du gaz naturel qu'il achète, EDF est un producteur d'électricité dont la logique tarifaire repose donc sur sa capacité à améliorer ses performances industrielles. Dans le cadre du contrat de service public signé avec l'Etat, EDF s'est engagé à ce que l'augmentation des tarifs pour les particuliers ne soit pas supérieure à l'inflation pendant cinq ans. En outre, ces tarifs fixés par les pouvoirs publics ne concernent que la clientèle des particuliers qui ne représentent que 30% des volumes vendus en France. Pour le marché ouvert à la concurrence, les prix sont fixés librement. »

L'ensemble des informations mises à disposition à l'occasion de l'ouverture du capital d'EDF laissait donc penser :

- Qu'il n'y aurait pas de problèmes de couvertures des coûts d'EDF par les tarifs pour les clients non éligibles et éligibles n'ayant pas fait valoir leur éligibilité,
- Que pour les clients ayant fait jouer leur éligibilité, EDF avait la liberté de fixer ses prix de vente, sachant que ce choix des clients était considéré comme irréversible.
- De plus, le non-respect par l'Etat le 1^{er} novembre 2005 de la formule d'évaluation des tarifs de Gaz de France pour les particuliers, était totalement écarté par le Président d'EDF qui mettait en avant le fait qu'à la différence de Gaz de France, EDF n'était pas exposé aux prix pétroliers.

Or force est de constater que :

- Dès août 2007, des ministres sont intervenus pour limiter l'évolution des tarifs réglementés de vente de l'électricité en deçà de l'inflation,
- Dès 2006, l'Etat a remis en cause les principes de liberté de prix de l'électricité pour les clients ayant fait jouer leur éligibilité, et d'irréversibilité du choix de quitter les tarifs réglementés

Les personnes qui ont décidé de participer à l'ouverture du capital d'EDF en pensant « réaliser un placement qui profitera des perspectives de croissance liées au secteur de l'énergie » ont donc été trompées, de même que l'ont été les analystes qui intégraient dans leurs modèles les hypothèses d'hausses de prix de marché de l'électricité, et de convergence des tarifs réglementés avec ce prix, jugées « raisonnablement favorables pour EDF » par la Commission des participations et des transferts dans son Avis n° 2007-A-6 du 30 novembre 2007.

<u>Quelques exemples sur les nombreuses interventions gouvernementales pour limiter l'évolution des</u> tarifs réglementés de vente

Début août 2007, M. Jean-Louis BORLOO, ministre de l'écologie, du développement et de l'aménagement durables, et Mme Christine LAGARDE, ministre de l'économie, des finances et de l'emploi, ont proposé que l'évolution des tarifs de l'électricité soit limitée à 1,1 % pour les particuliers, en deçà de l'inflation prévue pour 2007 (1,5%) et à 1,5% pour les clients professionnels.

Le 5 avril 2011, le Premier ministre annonçait « un ensemble de mesures destinées à limiter l'impact du prix de l'énergie sur le pouvoir d'achat des Français, dont une hausse des tarifs réglementés de l'électricité inférieure à l'inflation ».

En juin 2014, Mme Ségolène Royal, ministre de l'environnement, annonçait qu'il n'y aurait pas d'augmentation des tarifs d'électricité d'EDF au 1er août, alors qu'une hausse de 5% était prévue pour les particuliers : « Je suis en train de réformer la façon dont on calcule la hausse du prix de l'électricité ».



Cette situation a été stigmatisée dans le rapport « L'Etat actionnaire » de la Cour des comptes du 25 janvier 2017 (p. 185) : « Les politiques de l'État en matière de tarifs et de dividendes ont souvent été contraires à l'intérêt social des entreprises et ont pu affecter négativement tant leurs capacités de développement que leur valorisation. Ainsi, l'État a cherché en général à limiter le prix de l'électricité au profit des consommateurs, sans tenir suffisamment compte des besoins à venir du renouvellement du parc, et allant jusqu'à déroger aux règles de fixation des tarifs prévues par les textes. Au cours de la période analysée, les pouvoirs publics se sont écartés du respect des règles de fixation des tarifs d'électricité en dépit des préconisations de la CRE, et en décidant de hausses systématiquement inférieures à ce qui était envisagé. Les gels ou les plafonnements des tarifs ayant tous donné lieu à des avis défavorables de la CRE ont ensuite conduit à l'annulation et à la suspension des arrêtés ministériels en cause. Si les consommateurs ont été privilégiés par cette politique, elle a, en revanche, eu des conséquences patrimoniales défavorables avec des effets directs sur les cours de bourse d'EDF comme en juillet 2014 lorsque le Gouvernement a pris la décision d'annuler l'augmentation prévue des tarifs de 5 %. »

Interventions sur les prix pour les clients éligibles

Dès 2006, l'Etat a remis en cause les principes de liberté de prix de l'électricité pour les clients ayant fait jouer leur éligibilité, et d'irréversibilité du choix de quitter les tarifs réglementés, par la création, dans un contexte de hausse des prix de marché de l'électricité, d'un tarif réglementé transitoire d'ajustement du marché, en en faisant porter la charge presque entièrement sur EDF. Les gouvernements ont ensuite prolongé à plusieurs reprises ce tarif transitoire jusqu'au 1^{er} juillet 2011, date d'entrée en vigueur du mécanisme d'accès réglementé à l'électricité nucléaire d'EDF qui visait en fait à prolonger un dispositif de prix plafond réglementé pour les clients « entreprises éligibles », via leur fournisseur, tout en en faisant également bénéficier les clients.

On peut noter une inflexion importante de la formalisation des facteurs de risques liés à l'activité du Groupe, dès le Document de référence 2006 (paragraphe 4.2.2) avec notamment :

- « Une partie importante des revenus du Groupe provient d'activités soumises à des tarifs réglementés dont le niveau pourrait avoir un impact sur les résultats du Groupe.
 - ... « Les autorités publiques et le régulateur peuvent décider de limiter, voire bloquer les hausses de tarif, à qualité de service équivalente. Ces mêmes autorités peuvent également modifier les conditions d'accès à ces tarifs régulés (pour la France, voir section 6.5.1.2 (« Législation française ») relative à la loi n° 2006-1537 du 7 décembre 2006 relative au secteur de l'énergie). »
 - « Même si les tarifs réglementés peuvent évoluer de manière favorable pour le Groupe, celui-ci ne peut garantir que les tarifs réglementés seront toujours fixés à un niveau qui lui permette d'améliorer ou de conserver ses marges et ses taux de retour sur investissements ou à un niveau qui soit compatible avec une ouverture effective des marchés. Ceci pourrait avoir un impact négatif significatif sur les activités et les résultats financiers du Groupe. »
 - « Par ailleurs, en France, les dispositions de la loi n° 2006-1537 du 7 décembre 2006 relative au secteur de l'énergie prévoient notamment la mise en place pendant une période de deux ans, d'un tarif réglementé transitoire d'ajustement du marché («TaRTAM ») pour les clients finals qui en font la demande écrite auprès de leur fournisseur avant le 1er juillet 2007. En vertu de l'arrêté du 3 janvier 2007, le TaRTAM est égal au tarif réglementé de vente hors taxes majoré de 10 %, 20 % ou 23 % suivant les caractéristiques du consommateur final choisissant de bénéficier de ce tarif. EDF ne peut garantir que les dispositions légales et réglementaires relatives à l'application du TaRTAM n'auront pas un impact négatif significatif sur les activités et les résultats financiers du Groupe supérieur à celui que le Groupe est actuellement en mesure d'évaluer (voir section 12.3 (« Impact du tarif réglementé transitoire d'ajustement du



marché » $)^2$), ni que les hypothèses retenues par le Groupe pour les besoins de cette estimation n'évolueront pas dans un sens augmentant de manière significative l'impact négatif de l'application de ce tarif sur les activités et les résultats financiers du Groupe. »

 « EDF est chargée de certaines obligations, notamment de service public, rémunérées par des mécanismes qui pourraient ne pas assurer une compensation complète des surcoûts encourus ou qui pourraient être remis en cause. »

Le « tarif de retour » : « tarif réglementé transitoire d'ajustement du marché » (TaRTAM), est présenté dans le paragraphe « 6.5.1.2 Législation française » du Document de référence 2006 :

« Pour pallier l'incidence de la hausse des prix de marché pour les industriels, la loi du 7 décembre 2006 (article 30-1 de la Loi du 9 août 2004), a institué, à titre transitoire, au profit des clients éligibles ayant exercé leurs droits, un « tarif de retour » : ce « tarif réglementé transitoire d'ajustement du marché » (Tartam), bénéficie, pour une durée maximale de deux ans, aux clients qui en font la demande écrite à leur fournisseur avant le 1er juillet 2007. Le niveau du Tartam, qui ne peut, aux termes de la loi, excéder de plus de 25 % le niveau du tarif réglementé de vente applicable à un site présentant les mêmes caractéristiques, a été fixé par un arrêté du 3 janvier 2007 (section 6.2.1.2.2.2 (« Les prix de vente de l'électricité aux clients éligibles »)).

La compensation des charges supportées à ce titre par les fournisseurs est assurée pour une part en utilisant les sommes collectées au titre de la CSPE, et pour l'essentiel par une contribution due par les plus gros producteurs d'électricité hydraulique et nucléaire, soit principalement EDF (article 30-2 de la Loi du 9 août 2004). »

L'accès à ce tarif a été prolongé :

- Une première fois jusqu'au 30 juin 2010, par la loi du 4 août 2008 (« Les clients profitant actuellement du TaRTAM peuvent continuer à en bénéficier de plein droit jusqu'à cette date. La Loi permet par ailleurs aux clients qui ne l'avaient pas encore fait, de demander l'application du TaRTAM »³), ce qui conduit EDF à enregistrer dans les comptes de l'exercice 2008 une provision « Prolongation du TaRTAM (loi du 4 août 2008) » de 1 195 M€,

- Une seconde fois, jusqu'au 31 décembre de la même année⁴, par la loi du 7 juin 2010 autorisant les petits consommateurs domestiques et non domestiques d'électricité et de gaz naturel à accéder ou à retourner au tarif réglementé,
- Enfin, la loi portant nouvelle organisation du marché de l'électricité ou loi NOME a prolongé cette durée jusqu'à la mise en place effective du dispositif d'accès régulé à l'électricité nucléaire historique (ARENH) qui a eu lieu le 1er juillet 2011.

² « Au regard des informations dont il dispose à la date du présent Document de Référence, **le Groupe EDF estime** à environ 1,5 milliard d'euros l'impact cumulé résultant de l'application sur deux années du tarif réglementé transitoire d'ajustement du marché sur l'excédent brut d'exploitation du Groupe pour la période 2006-2008... Il convient de noter que cette estimation est sensible aux différentes hypothèses retenues et en particulier à celles relatives aux paramètres suivants : nombre des clients souhaitant bénéficier du tarif d'ajustement et volumes d'électricité associés, volumes d'électricité concernés par la compensation, part de la compensation financée par la CSPE, évolutions du tarif intégré en 2007 et 2008, et prix de l'électricité à terme en 2008. »

³ Document de référence 2008 page 60, qui précise également : « Plus de 2 400 sites clients, représentant une consommation annuelle totale estimée par la CRE, à fin décembre 2008, à 53 TWh (source : observatoire des marchés de l'électricité et du gaz, quatrième trimestre 2008), ont adressé leur demande. »

⁴ Document de référence page 73 : « Au 31 décembre 2010, 11 900 sites sont toujours au TaRTAM, dont 2 300 alimentés par EDF. Ils représentent une consommation annuelle de 75 TWh, dont 40 TWh pour les sites livrés par EDF. En 2009, 3 500 sites étaient au TaRTAM pour une consommation globale annuelle de 72 TWh dont 41 TWh servis par EDF. », et page 180 « une provision de 380 millions d'euros liée aux prolongations successives sur le deuxième semestre 2010 puis sur le premier semestre 2011 du dispositif TaRTAM (lois du 7 juin et du 7 décembre 2010) »



Sur la question de l'irréversibilité de l'éligibilité, le Document de référence 2008 dans le paragraphe 4.2.2 « facteurs de risques liés à l'activité du Groupe » mentionne : « la Loi du 21 janvier 2008 relative aux tarifs réglementés de l'électricité et du gaz permet aux clients particuliers qui auront choisi une offre de marché pour leur logement de revenir aux tarifs régulés de l'électricité pour ce même logement, au plus tôt six mois après avoir fait valoir leur éligibilité, et sous réserve d'en avoir fait la demande avant le 1er juillet 2010. Cette Loi a étendu aux consommateurs professionnels (avec une puissance inférieure ou égale à 36 kVA) le droit au retour au tarif régulé en cas de déménagement, pour l'électricité uniquement. EDF ne peut ni garantir que les dispositions légales et réglementaires relatives à l'application de ces dispositions permettant un retour à un tarif réglementé ne se prolongeront pas de nouveau, ni qu'il n'y aura pas d'autres dispositifs tarifaires mis en place à leur échéance. »

Plutôt que de répondre à la procédure engagée par la Commission européenne en mettant un terme rapide aux tarifs réglementés pour les clients professionnels, et en donnant ainsi à EDF une liberté de fixer ses prix, la France a proposé fin 2009 à la Commission un mécanisme imposant à EDF de vendre à ses concurrents 100 TWh d'électricité nucléaire (représentant environ 25% de la production annuelle) à un prix régulé, ce dispositif pouvant couvrir les ventes de fournisseurs alternatifs à des clients professionnels, mais aussi à des clients particuliers (alors que « les règles et tarifs applicables aux clients résidentiels et aux petites entreprises (tarifs «bleus») n'étaient pas couverts par la procédure engagée par la Commission Européenne ».

Le mécanisme d'Accès Régulé à l'Electricité Nucléaire Historique (ARENH), approuvé par la Décision du 12 juin 2012 de la Commission Européenne, n'a ensuite pas été respecté par les gouvernements français, qui devaient notamment proposer à la Commission « une méthode de calcul pour établir, chaque année, le prix de l'accès régulé à l'énergie nucléaire historique, afin qu'il reflète les conditions économiques de production d'électricité ». Le tarif de vente de l'ARENH fixé à 42 €/MWh (en vue d'assurer une certaine continuité par rapport à la composante production des tarifs réglementés transitoires d'ajustement du marché) à compter du 1er janvier 2012 par l'arrêté du 17 mai 2011, n'a ainsi pas été réévalué ensuite contrairement à la loi et à la Décision de la Commission Européenne.

On ajoutera que:

- depuis début 2014, les gestionnaires de réseaux peuvent bénéficier de l'ARENH pour couvrir leurs pertes (dans ce cas, les fournisseurs voient leurs droits à l'ARENH augmentés pour tenir compte des quantités d'électricité qu'ils fournissent aux gestionnaires de réseaux. Ces volumes d'ARENH s'ajoutent au plafond de droits de 100 TWh), ce qui vient donc augmenter le volume annuel d'ARENH imposé à EDF. Cela représente des volumes importants : 20,4 TWh en 2019, 26,2 TWh en 2020 et 26,3 TWh en 2021 (source : visuel 66 de l'annexe de la présentation EDF des résultats 2021),
- la part des ventes d'EDF au tarif réglementé de vente de l'électricité aux particuliers, implicitement valorisée au prix de l'ARENH est évaluée par EDF à 50 TWh en 2021 (source : visuel 67 de l'annexe de la présentation EDF des résultats 2021).
- la partie des volumes vendus aux clients finals d'EDF en offre de marché, impactée par le prix de l'ARENH est évaluée par EDF à 50 TWh en 2021 (source : visuel 67 précité).



Annexe 2

Suspicion de tromperie : demande amplification du plan d'investissements, sans que les conséquences, n'en soient tirées sur les perspectives et objectifs financiers

A la veille de l'ouverture du capital, le Premier Ministre impose à EDF dans le cadre de la signature du contrat de service public, une amplification du plan d'investissements, sans que les conséquences, n'en soient tirées sur les perspectives et objectifs financiers!

On rappellera ainsi que les perspectives financières du groupe EDF, calés en septembre 2005, étaient formalisés dans l'actualisation du Document de Base déposée auprès de l'AMF le 23 septembre 2005, sur la base notamment de :

- la signature à venir d'un contrat de service public (chapitre (4.3.2),
- une politique d'investissement (chapitre 1.4) : « La réussite du projet industriel suppose la réalisation d'un programme d'investissements ciblés évalué à 26 milliards d'euros sur la période 2006-2008... Le Groupe entend financer cet effort d'investissements grâce à sa capacité d'autofinancement, à son programme de cessions, à l'endettement dans le respect de son objectif de stabilisation de la dette financière nette (voir chapitre VII de la présente actualisation), et à l'augmentation de capital annoncée par le Gouvernement »

Dans le chapitre « 7.1 Perspectives financières » de ce document de septembre 2005, il était ainsi notamment indiqué :

- « S'agissant de 2005, est attendu un résultat net part du Groupe d'au moins 2,6 milliards d'euros »
- « le Groupe attend pour la période 2005-2008 une croissance moyenne annuelle du résultat net consolidé (part du Groupe) à deux chiffres entre 2005 et 2008, hors évènement non récurrent ... »
- « Le Groupe se fixe les objectifs suivants :
 - O Un taux de distribution de dividendes de 50 % du résultat net, hors éléments non récurrents, dès le dividende à verse en 2006, au titre des résultats 2005,
 - Une stabilisation de la dette financière nette à l'horizon 2008 à un niveau ne dépassant pas celui atteint fin 2005 après augmentation de capital et acquisition du contrôle conjoint d'Edison.

Le chapitre 7.2 (page 218) de ce même document présentait le « Rapport des Commissaires aux comptes sur les informations prévisionnelles du résultat consolidé », avec notamment les mentions suivantes : « Il nous appartient, sur la base de nos travaux, d'attester que ces informations prévisionnelles ont été adéquatement établies conformément aux hypothèses indiquées et que la base comptable utilisée est conforme aux méthodes comptables appliquées par le Groupe. … Nous avons effectué nos travaux selon la doctrine professionnelle applicable en France. … Ils ont également consisté à collecter les informations et les explications que nous avons estimées nécessaires permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que ces prévisions sont adéquatement établies sur la base des hypothèses qui sont énoncées ».

Or alors que « EDF souhait initialement investir 26 milliards d'euros d'ici 2008, le Premier Ministre, Dominique de Villepin, qui avait conditionné son feu vert à l'ouverture du capital à l'engagement d'investir « massivement » a eu le dernier mot » 1 .

Dans son allocution le 24/10/2005, lors de la signature du plan de service public avec EDF, le Premier Ministre peut ainsi annoncer :

« J'ai demandé à EDF et à son président, Pierre GADONNEIX, de décider un plan d'investissement ambitieux, qui témoigne de l'engagement de cette grande entreprise à relever le défi de l'énergie rare. Ce plan, qui vient de nous être présenté, répond pleinement à cette exigence. Il prévoit d'investir 40 milliards d'euros sur 5 ans, dont au moins la moitié en France. En augmentant ses investissements de plus de 30% par rapport aux cinq dernières années, EDF fait preuve d'une véritable ambition industrielle. ».

-

¹ 2005/10/24 « EDF s'engage à reprendre en main ses investissements » Le Moniteur.



Les services de Bercy, mais aussi d'EDF, ne pouvaient pas ignorer les impacts de ces engagements plus importants d'investissements :

- d'une part, sur les perspectives financières de l'entreprise, et notamment sur les impacts en termes d'autofinancement nécessaire et d'endettement,
- et d'autre part, sur les coûts de l'activité EDF en France, et donc sur l'évolution des tarifs réglementés devant refléter ses coûts.

Or, la note d'opération ayant obtenu le visa de l'AMF le 28 octobre 2005, se borne à indiquer que « les perspectives financières de l'entreprise sont cohérentes avec ce programme d'investissements » [pourtant revu à la hausse !] :

- en page 5 « Raisons de l'offre et utilisation du produit » : « EDF a pour ambition, à travers son projet industriel, de renforcer sa position d'énergéticien européen construite autour d'une base industrielle et commerciale compétitive en France et de se développer de manière rentable dans les activités du gaz, des services et de l'éolien. L'Offre constitue une source de financement de ce projet industriel dont la réussite suppose la réalisation d'un programme d'investissements ciblé évalué à 40 milliards d'euros sur la période 2006-2010. Le produit net de l'émission des Actions Nouvelles devrait permettre au Groupe de renforcer sa flexibilité financière et sera utilisé en priorité pour financer ces investissements, dans le respect de l'objectif de stabilisation de la dette financière à l'horizon 2008. »
- en page 54 « 11.4 Evènements significatifs intervenus depuis l'actualisation du Document de Base déposé auprès l'AMF le 23 septembre 2005

Politique d'investissements

EDF a signé avec l'Etat le 24 octobre 2005 un document intitulé - Contrat de Service Public entre l'Etat et EDF / (voir ci-dessous). A cette occasion, EDF a indiqué qu'elle a prévu des investissements importants dans les années qui viennent. Ainsi, elle prévoit entre 2006 et 2008, d'investir environ 26 milliards d'euros (voir le paragraphe 1.4 du chapitre IV de l'actualisation du Document de Base), ce qui, compte tenu de l'horizon pluri-annuel de réalisation de certains investissements, correspond à 30 milliards d'engagements. En outre, EDF a indiqué que d'ici fin 2010, plus de 40 milliards d'euros seront investis. Les perspectives financières de l'entreprise figurant au paragraphe 7.1 du Chapitre VII de l'actualisation du Document de Base sont cohérentes avec ce programme d'investissements. »

Cette « tromperie » se matérialise dès la publication le 12 février 2009 des comptes 2008 d'EDF qui font apparaître un endettement financier net en hausse sensible à 24,476 Mds€ à fin 2008 (« contre 16,3 Mds€ à fin 2007. Son évolution traduit notamment l'accélération des investissements opérationnels et l'impact des opérations de croissance externe engagées en 2008 »², et donc le non- « respect de l'objectif de stabilisation de la dette financière à l'horizon 2008 », mis en avant dans la note d'opération de 2005, sachant que l'objectif de stabilisation faisait référence à l'endettement financier net à fin 2005, égal à 18,591 Mds€ (cf. CP du 22/2/2006 sur les résultats 2006 du groupe EDF.

La hausse des investissements se traduit également pour la 1ère fois en 2008 dans les comptes d'EDF par un EBITDA cash qui ne couvre plus les investissements nets avant cessions d'actifs. Or, cette situation de cash flow négatif, conjugué à une hausse de 6 milliards € de la dette par rapport à l'objectif visé fin 2005, n'empêche pas l'entreprise (sous pression de l'Etat) de maintenir le dividende par action à 1,28 € au titre de l'exercice 2008, avec paiement en numéraire, soit un montant de 2,3 Mds€ versés aux actionnaires au titre de l'exercice 2008, dont 2,0 Mds€ à l'Etat.

_

² CP du 12/2/2009 sur les résultats 2008 du groupe EDF.