

FCPE « Actions EDF » et « ORS »

22, avenue de Wagram
75017 Paris

A l'attention d'Olivier Péronnet

Cabinet Finexsi

14 Rue de Bassano, 75116 Paris

Cher Monsieur,

Nous vous adressons la présente en notre nom dans le contexte du projet d'offre publique (l'« **Offre** ») de l'État français (l'« **Etat** » ou l'« **Initiateur** ») sur les titres de la société Électricité de France S.A. (« **EDF** »).

Comme vous le savez, les Fonds Communs de Placement Épargne Actions EDF et ORS (les « **FCPE** ») détiennent ensemble 47.941.595 émises par la société EDF. Il s'agit des supports de placement du plan d'épargne groupe EDF et du plan d'épargne groupe international EDF et, ainsi, de l'investissement des salariés d'EDF dans leur entreprise. Vous ne pouvez pas ignorer que la position des FCPE est ainsi absolument déterminante comme actionnaires minoritaires d'une part, mais également car ils représentent l'épargne de salariés d'EDF.

Nous avons revu avec attention la pertinence des éléments de valorisation qui figurent dans le projet de note d'information déposé par l'État français le 4 octobre 2022 (le « **Projet de Note d'Information** »).

Par ailleurs, nous joignons à la présente le rapport de Monsieur Dominique Lancou, expert financier que nous avons désigné dans le contexte de l'Offre, dont les conclusions confirment notre appréciation extrêmement défavorable du prix de l'Offre (le « **Rapport de l'Expert** »).

Les FCPE considèrent que l'Offre, telle que décrite dans le Projet de Note d'Information, ne respectent ni certains des principes directeurs des offres publiques, ni des règles relatives à l'évaluation multicritères. Ils estiment également que le prix de 12 euros ne constitue pas un « *prix juste* » au sens de l'article 15 de la Directive 2004/25/CE du parlement européen et du conseil du 21 avril 2004 concernant les procédures de « *retraits obligatoires* ». Cette notion est renforcée par le fait que les actionnaires salariés ne sont pas des porteurs « *court-termistes* » et ont investi dans le capital de leurs entreprises en espérant réellement que les promesses du prospectus de l'AMF de 2005 et de 2008 allaient se réaliser.

Avant de développer ces irrégularités de l'offre, il nous paraît absolument essentiel de rappeler le rôle de l'Etat dans la dégradation continue de la situation financière d'EDF. Il s'agit en effet d'une situation exceptionnelle dans laquelle l'Initiateur a lui-même indirectement impacté la situation de l'émetteur et a *in fine* un intérêt à agir en faveur d'une situation dégradée de l'émetteur. La situation actuelle d'EDF n'est en effet que le résultat de décisions de l'Etat, l'Initiateur lui-même, à la légalité contestable et souvent contraires à l'intérêt social d'EDF.

1. Contexte : une situation financière résultant des décisions de l'Initiateur lui-même

EDF a été créée le 8 mai 1946 pour assurer les services publics de production, distribution et fourniture d'électricité. Il avait été alors décidé de rassembler au sein d'une seule et même entreprise publique verticalement intégrée les activités qui étaient, avant-guerre, exercées de manière disparate par des dizaines d'entreprises locales. A l'époque, EDF évoluait sous la forme d'un établissement public industriel et commercial.

Par la loi n° 2004-803 du 9 août 2004 relative au service public de l'électricité et du gaz et aux entreprises électriques et gazières, l'EPIC EDF a été transformé en société anonyme détenue à 100% par l'Etat. L'objectif était de « moderniser » son fonctionnement afin que l'entreprise puisse relever le défi de l'ouverture à la concurrence décidée par l'Union européenne.

Ces évolutions réglementaires faisaient de l'Etat (i) l'actionnaire principal d'une société anonyme dont il devait assurer l'intérêt social et (ii) le principal régulateur d'un « nouveau marché de l'électricité » en pleine mutation avec l'ouverture à la concurrence et les exigences des normes de droit communautaire dérivé à respecter.

1.1. L'ouverture du capital d'EDF à « marche forcée »

En 2005, le climat de confiance envers les entreprises du secteur de l'énergie avait contribué à ce que les pouvoirs publics croient au développement à l'international des fleurons industriels français. Dans le sillage du succès de l'introduction en bourse de GDF¹, il avait été décidé d'ouvrir le capital d'EDF.

Cette décision historique devait notamment servir à financer les investissements nécessaires pour se développer à l'international, le marché français devenant trop étroit avec l'arrivée de nouveaux concurrents. La Commission Roulet, en charge de rendre un rapport sur le projet industriel d'EDF au ministre de l'Economie de l'époque Nicolas Sarkozy, avait dès 2004 préconisé cette orientation stratégique.

¹ L'action avait pris 23% lors de la séance d'introduction.

L'ouverture du capital d'EDF devait être selon les termes du Premier Ministre Dominique de Villepin, « *un bel exemple d'actionnariat populaire*² ».

Toutefois, cette opération a fait l'objet de nombreuses critiques et réserves. En effet, **la bonne information des souscripteurs n'a pas été satisfaisante**. De nombreux néo-actionnaires, dont des salariés, ont malheureusement prêtés davantage d'attention à la plaquette commerciale les invitant à « *réaliser un placement qui profitera des perspectives de croissance liées au secteur de l'énergie* » ou à « *bénéficier d'un objectif de croissance progressive et régulière des dividendes* » qu'aux centaines de pages de prospectus visés par l'AMF. **La note d'opération mentionnait pourtant comme facteur de risque le fait qu'EDF était contrôlé par l'Etat en sa qualité d'actionnaire majoritaire**.

In fine, la grande opération de souscription populaire n'a pas atteint ses objectifs, si bien que certaines banques ont été mises à contribution afin de maintenir le cours de bourse les premiers jours suivant l'ouverture du capital. Ces dernières ont également fait passer des consignes à leurs agents ayant pour objet de mener une politique extrêmement agressive à l'égard de leurs clientèles sur l'achat d'actions EDF. Ainsi, certains souscripteurs le sont devenus sans que leur consentement préalable aient été obtenus et des « *enfants fictifs* » leur ont même été adjoints pour contribuer au succès de l'opération³. Ces agissements illégaux ont même valu des sanctions à BNP Paribas et la Société Générale⁴.

L'ouverture au capital a surtout été une réussite pour les finances de l'Etat. Dès 2006, l'actionnaire majoritaire décide le versement un dividende de 1,258 milliards d'euros, soit quatre fois supérieur aux gains annuels moyens de la période 2000-2004 (à l'époque où EDF était un EPIC).

1.2. Une cession d'actions à un niveau jamais atteint par le cours de bourse

Deux ans après l'entrée en bourse, l'Etat décide une nouvelle fois de mettre à profit la tendance favorable aux « *utilities* ». Le 30 novembre 2007, un avis de la Commission des participations des transferts (« **CPT** »), fondé sur les analyses des banques présentatrices, estime que « *la valeur d'EDF ne saurait être inférieure à 79 euros par action, soit globalement à environ 144 milliards d'euros* ». Pour aboutir à cette conclusion, la CPT se base sur trois paramètres :

- (i) la durée des vies des centrales nucléaires, sans pour autant anticiper les problématiques de maintenance aux travers du « *grand carénage* »;
- (ii) la hausse du prix à long terme de l'électricité ; et
- (iii) **l'évolution du régime tarifaire vers une convergence des tarifs réglementés de vente et des prix du marché de gros.**

² Discours de Dominique de Villepin, Signature du contrat de service public avec EDF, 24 octobre 2005.

³ 4 septembre 2007, article Les Echos.

⁴ 7 novembre 2008, article Les Echos, « Vente de titres EDF ».

Cette « *convergence* » avait pour effet de minorer le poids financier des prix contraints (tels les TRVE ou EXELTIUM) pour les comptes d'EDF. Dès lors, il était raisonnable selon la CPT de prédire un avenir radieux à l'entreprise. Ces considérations permettaient en réalité à l'Etat de céder :

- (i) début décembre 2007, 45 millions d'actions à un prix de 82,5 euros par actions ;
- (ii) puis, dans le cadre d'une offre réservée aux salariés et anciens salariés, réalisée en application de la réglementation, 3,1 millions d'actions à 66 euros à des souscripteurs qui croyaient ainsi obtenir une « *offre avantageuse pour tous* » selon les termes mêmes du guide de l'Offre 2008. La suite s'est toutefois avérée beaucoup moins « *avantageuse* » avec une chute constante du cours de l'action jusqu'à un plus bas historique de 7,84 euros avant l'annonce de la première ministre Elisabeth Borne.

Dans un rapport de 2015, la Cour des Comptes résumait bien la stratégie de l'Etat actionnaire d'EDF durant les premières années d'existence de la société anonyme :

« La préoccupation majeure de l'Etat 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.⁵ ».

1.3. Une tarification fixée au détriment des capacités d'investissement d'EDF

En 2007, l'ouverture à la concurrence initiée en 1999 est achevée : le dernier segment de consommateurs, à savoir les résidentiels, peuvent désormais choisir de se fournir auprès des nouveaux concurrents d'EDF. Dès avant cette date, plusieurs entreprises, attirées par des tarifs attractifs de la part des fournisseurs alternatifs, avaient déjà fait valoir leur « *éligibilité* ». Selon les directives européennes, elles ne pouvaient pas revenir aux tarifs réglementés proposés par l'opérateur historique. Malheureusement pour elles, elles ont subi un « *retournement* » des cours et les tarifs réglementés « *vert* » et « *jaune* » proposés par EDF et dédiés aux entreprises les plus énergivores se sont avérés plus intéressants que les offres de marché. Afin de préserver la compétitivité des industries électro-intensives, le Gouvernement a décidé de créer une nouvelle catégorie de tarif temporaire appelée Tarifs Réglementés Transitoires d'Ajustement du Marché (« **TARTAM** ») permettant aux fournisseurs alternatifs de proposer à leurs clients un tarif garanti par l'Etat (prix TRVE majoré de 10 à 23% selon les profils de consommateur). Les fournisseurs étaient bien évidemment compensés de leurs efforts par l'Etat grâce aux recettes issues :

- (i) de la Contribution sur le Service Public d'Electricité (« **CSPE** »), taxe spéciale initialement dédiée à compenser le coût des obligations de service public imposées à EDF ; et
- (ii) d'une imposition due par les principaux producteurs d'électricité hydraulique et nucléaire, dont EDF était ainsi le plus important contributeur.

⁵ Rapport particulier S 2015-1442 de novembre 2015.

La Commission européenne y a vu un détournement des directives européennes de libéralisation et surtout une aide d'Etat illégale en faveur de ses bénéficiaires. Le 13 juin 2007, elle ouvrait donc une procédure formelle d'examen pour violation des articles 107 et suivant du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (« **TFUE** ») relatifs aux aides d'Etat. La Commission visait non seulement le TARTAM mais également les TRVE « *jaune* » et « *vert* » proposés aux professionnels dotés d'un raccordement de plus de 36 KVa.

La convergence des tarifs, postulat de base ayant permis à l'Etat de justifier la cession d'actions exceptionnelle de 2008, n'était donc qu'un vœu pieux. L'écart entre les tarifs réglementés et les prix du marché de gros a au contraire conduit l'Etat à mettre en place des dispositifs (i) illégaux et (ii) très dispendieux pour EDF. Le TARTAM a coûté à lui seul 2 milliards d'euros entre 2006 et 2010.

Le 15 juillet 2009, le Président directeur général Pierre Gadonneix décide d'alerter la représentation nationale sur la situation du parc de production, en particulier nucléaire, qui nécessite des opérations de maintenance importantes. Devant la Commission des affaires sociales, il se prononce pour une augmentation de 20% des TRVE sur 3 ans. Il initie un bras de fer entre la Commission de Régulation de l'Energie, les fournisseurs alternatifs et l'Etat sur le niveau des tarifs qui dure depuis lors, souvent au détriment d'EDF.

En effet, les gouvernements successifs ont toujours refusé d'accéder aux demandes d'EDF d'augmenter significativement les TRVE pour restaurer les finances de l'entreprise et lui permettre de mener à bien des investissements structurels pourtant vitaux :

- (i) en 2011, le premier ministre François Fillon propose une hausse de 1,7% des tarifs, soit inférieure à l'inflation ;
- (ii) en 2013, malgré une pression de la Commission de Régulation de l'Energie qui conseille à l'Etat d'augmenter les tarifs de 9,6% et fait miroiter le risque de recours des fournisseurs alternatifs contre les arrêtés pouvant entraîner des hausses rétroactives, le Président François Hollande rechigne à décider de les réviser. Il sera toutefois contraint de le faire et son ministre de l'Energie annoncera finalement une hausse de 15% échelonnée sur 3 ans ;
- (iii) en 2014, le Conseil d'Etat annule l'arrêté tarifaire augmentant de seulement 2% les TRVE entre le 23 juillet 2012 et le 31 juillet 2013⁶. Malgré les hausses rétroactives tant redoutées, la Ministre de l'Energie Ségolène Royal décide d'annuler les deux augmentations successives qui auraient du avoir lieu le 1^{er} aout 2014 et le 1^{er} aout 2015. L'arrêté du 30 octobre 2014 qui devait tenir compte des hausses rétroactives fut lui aussi invalidé par les juridictions administratives en 2016⁷, aboutissant à une situation gênante à la fois (i) pour EDF aux

⁶ CE, 11 avril 2014, ANODE, n° 365219.

⁷ CE, 15 juin 2016, ANODE, n° 383722.

finances de plus en plus fragiles et (ii) pour les consommateurs qui se trouvaient face à un « mur de rattrapage ».

EDF a donc subi les atermoiements de l'Etat sur la fixation du niveau des tarifs et l'agressivité contentieuse des fournisseurs alternatifs qui ont tous deux contribué à instaurer une politique tarifaire illisible car émaillée de décisions illégales et de hausses rétroactives. La Cour des Comptes résume une fois de plus bien l'évolution tarifaire de ces années 2010 dans son rapport du 25 janvier 2017 sur « l'Etat actionnaire » :

« 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.

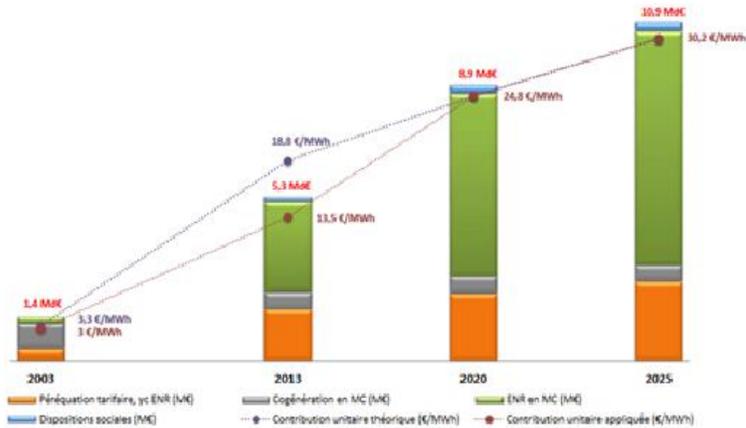
Ainsi, l'État a cherché en général à limiter le prix de l'électricité au profit des consommateurs, sans tenir suffisamment compte des besoins à venir du renouvellement du parc, et allant jusqu'à déroger aux règles de fixation des tarifs prévues par les textes. Au cours de la période analysée, les pouvoirs 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. (...) 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 % ».

1.4. L'absence de couverture des obligations de service public par la CSPE

En 2004, une taxe spéciale fut créée pour compenser les surcoûts liés aux obligations de service public (« OSP ») imposées par l'Etat à EDF : la CSPE. Elle avait pour objet de financer des politiques publiques très diverses : la péréquation tarifaire avec l'aide aux zones non interconnectés, certains dispositifs sociaux et surtout le développement des énergies renouvelables.

Toutefois, l'Etat s'est très rapidement retrouvé débordé par l'explosion des coûts liées à ces OSP, due essentiellement à l'augmentation importante des parcs photovoltaïques et éoliens. En octobre 2014, la Commission de régulation de l'énergie (la « CRE ») illustre cette inadéquation entre dépenses et recettes par un diagramme très éclairant indiquant le niveau de CSPE théorique qui aurait permis de couvrir les politiques publiques et celui appliqué.

Evolution des charges et de la contribution unitaire entre 2003 et 2025



À fin 2012, le déficit de compensation supporté par EDF depuis 2002 s'élevait à 3.523 millions d'euros. La dette de l'entreprise était donc creusée pendant toute ces années par **le refus de l'Etat d'adapter la CSPE aux besoins de financements des politiques publiques prises en charge**. Si aujourd'hui, cette dette a été quasiment intégralement remboursée, elle a été fortement préjudiciable aux finances d'EDF.

Ce refus est d'autant plus scandaleux que l'Etat octroyait à l'époque de larges exonérations aux consommateurs énergivores qui étaient exemptés de la payer. Or, ces exonérations ont été considérées par la autorités européennes comme des aides illégales et incompatibles. Leurs bénéficiaires ont donc dû en rembourser une partie à l'Etat à la suite d'une décision de la Commission de 2018⁸.

Par ailleurs, la version originale de la CSPE - applicable entre 2004 et 2015 - a été déclarée quelques années après sa réforme de 2016, contraire aux directives européennes d'harmonisation sur les accises⁹. Un contentieux de masse s'est cristallisé avec plus de 15 000 recours qui ont été finalement confiés au président de la CRE.

Une nouvelle fois, des décisions de l'Etat illégales avaient mis en difficulté l'entreprise.

1.5. Les décisions contestables s'agissant des projets d'infrastructures et de la politique d'achat d'actif

⁸ Décision n° 2019/767 de la Commission du 31 juillet 2018 concernant l'aide d'État SA.36511 (2014/C) (ex 2013/NN) mise à exécution par la France du plafonnement de la CSPE.

⁹ CE, 3 décembre 2018, Messier, n°399115.

Depuis 2012, EDF a subi les décisions erratiques du Gouvernement français sur sa stratégie de politique générale du nucléaire.

En premier lieu, EDF a été appelée au chevet d'AREVA pour former une équipe de France du nucléaire et maximiser les chances du groupe à l'étranger. Cette perspective n'avait pas les faveurs des dirigeants d'EDF. En mars 2015, le Président Jean-Bernard Levy précisait qu' « *aucun projet n'est à l'ordre du jour avec le spécialiste du nucléaire. EDF veille simplement à l' « efficacité opérationnelle » de sa relation avec AREVA* ».

Comme le précise un article des échos du 26 mars 2015, le prédécesseur du Président Lévy, Henri Proglio, rejetait toute intégration verticale avec son fournisseur, jugeant notamment que l'opération serait « *haut des marchés* »

C'est toutefois ce qu'a décidé le gouvernement lorsqu'il enjoignit EDF de venir au secours d'AREVA. Le 3 juin 2005, l'annonce d'un rapprochement « afin de mettre en commun, dans une société dédiée, leurs activités de conception, de gestion de projets et de commercialisation des réacteurs neufs » a entraîné une chute du titre de 5,7 points contre 0,3 pour le CAC 40 et 2,7 pour l'indice sectoriel européen.

Jusqu'au 22 décembre 2017 et l'officialisation de la prise de participation d'EDF à hauteur de 75,5% du capital de New NP sur la base d'une valorisation ajustée de 2,47 milliards d'euros (pour 100% du capital), l'action EDF a pâti de ces décisions.

De même, la « *fermeture de Fessenheim* » a constitué un naufrage industriel provoqué par la volonté de l'Etat de satisfaire des demandes purement politiques. La centrale de Fessenheim aurait tout à fait pu fonctionner jusqu'en 2040. L'indemnisation pour EDF du manque à gagner lié à cette fermeture a été complètement sous-évaluée par rapport aux niveaux du prix de l'électricité depuis 2021. Ainsi, la fermeture anticipée du réacteur n° 2 le 30 juin 2020 au lieu de fin août 2022 aurait dû valoir à EDF 1,158 milliards d'euros.

Sur la centrale nucléaire « *Hinkley Point C* » au Royaume-Uni, il était insensé pour EDF de financer sa partie uniquement sur ses fonds propres à hauteur de 17 milliards. C'est pourtant la décision qu'a prise à l'époque le Ministre de l'économie Emmanuel Macron.

1.6. L'Accès Régulé à l'Electricité Nucléaire Historique (« ARENH »), le fardeau réglementaire d'EDF

Pour élucider le contentieux communautaire relatif à la compatibilité du TARTAM et des TRVE « *jaune* » et « *vert* » avec le droit européen des aides d'Etat, l'Etat a proposé un dispositif ayant pour

finalité d'inciter les fournisseurs alternatifs à développer leurs propres moyens de production et ainsi dynamiser la concurrence sur le nouveau marché de détail de l'électricité.

Ce dispositif a été dénommé « *Accès Régulé à l'Electricité Nucléaire Historique* ».

Intronisé par la loi NOME de 2010¹⁰, il oblige EDF à réserver en principe 25% de sa production nucléaire, soit 100 TWh, à ses concurrents pour un prix fixe de 42 euros par MWh. Il a été validé par l'article 2 de la décision de la Commission européenne mettant fin au contentieux sur le TARTAM et les TRVE « *jaune* » et « *vert* » du 12 juin 2012¹¹. Il constitue même **une condition de compatibilité** de ces deux régimes d'aides illégaux :

« La France met en place un dispositif d'accès régulé à l'énergie nucléaire historique produite par les installations existantes, 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 »

Comme le prévoit cette disposition, le prix de 42 euros n'était pas gravé dans le marbre et pouvait évoluer à condition que la Commission valide une mesure fixant la méthode de calcul reflétant « *les conditions économiques de production d'électricité* ». Toutefois, cette mesure n'a jamais été notifiée, au grand dam d'EDF qui avait estimé qu'en raison des opérations de maintenance des centrales et du grand carénage permettant d'allonger leur durée de vie, il était légitime d'augmenter le prix de l'ARENH significativement. La Cour des Comptes a également milité dans ce sens, estimant que le cours de production avait atteint en 2013 59,6 euros du MWh¹².

Opérationnellement, le mécanisme de l'ARENH est relativement simple. Chaque fournisseur alternatif doit, à récurrence infra-annuelle, notifier à la CRE le volume d'électricité nucléaire dont il souhaite disposer.

¹⁰ Loi n° 2010-1488 du 7 décembre 2010 portant nouvelle organisation du marché de l'électricité.

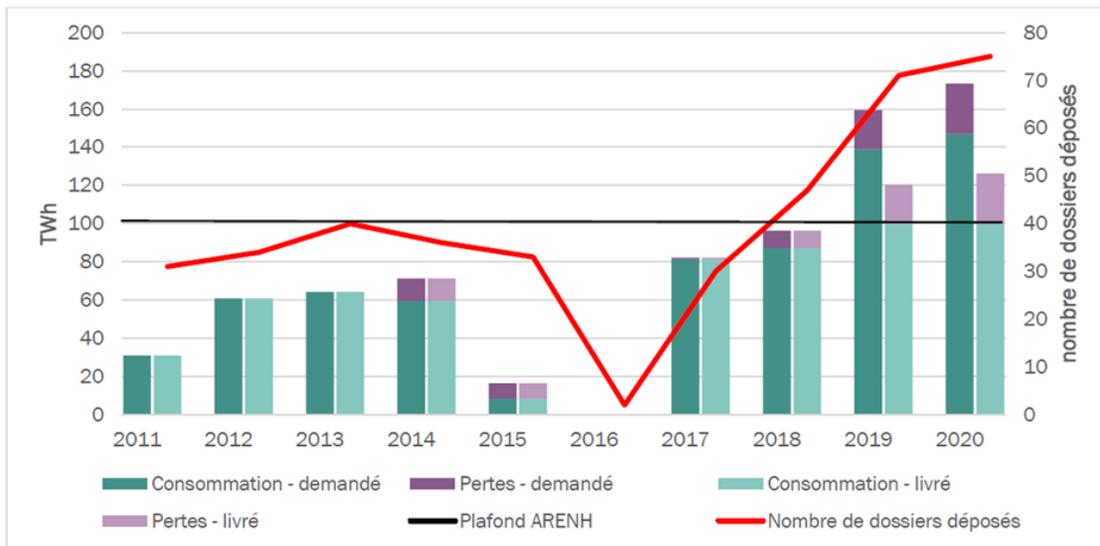
¹¹ Décision de la Commission européenne SA.2198 du 12 juin 2012 relative au tarifs réglementés de vente d'électricité.

¹² Cour des comptes, « le coût de production de l'électricité nucléaire en France », mai 2014.

L'article L. 336-1 du code de l'énergie précise ainsi que ce mécanisme est ouvert « à tous les opérateurs fournissant des consommateurs finaux résidant sur le territoire métropolitain continental ou des gestionnaires de réseaux pour leurs pertes ».

Les premières années de fonctionnement, le dispositif ne connut qu'un succès relatif, en raison notamment des prix raisonnables de l'électricité sur le marché de gros. En 2016, la demande d'ARENH par les fournisseurs alternatifs fut même nulle.

Evolution de l'ARENH depuis sa création en 2011



En 2020, les fournisseurs alternatifs qui s'étaient engagés à acheter pour l'année 2020 de l'électricité à EDF au moment du guichet de novembre 2019 se sont finalement rétractés et ont essayé de se délier de leur engagement. La chute du cours de l'électricité sur les marchés de gros avait eu pour conséquence de rendre l'ARENH inattentif.

Cette « asymétrie » propre au dispositif contribue d'autant plus à affaiblir les finances d'EDF. Les bénéficiaires de l'ARENH n'ont en effet plus recours au dispositif lorsque le prix du marché de gros passe en dessous de 42 euros du MWh. Conscient de cet écueil, un rapport parlementaire d'une députée de la majorité proposait de compenser EDF en cas de baisse du prix de gros :

« En revanche, dans l'hypothèse où le prix de marché est plus faible que le prix fixé, EDF percevrait tout de même le montant déterminé par le nouveau dispositif, grâce à un mécanisme de compensation de la différence entre le prix de vente sur le marché et le tarif de référence. Le nouveau dispositif représenterait ainsi également un prix plancher de vente

par l'entreprise EDF de l'énergie nucléaire produite. La nouvelle régulation deviendrait dès lors symétrique »¹³.

Malheureusement, l'entreprise attend toujours ces mesures de compensation.

Par ailleurs, depuis 2021 et la reprise économique, le prix de l'électricité sur les marchés est monté en flèche. Cette tendance s'est même empirée avec la crise ukrainienne.

Parallèlement, la production du parc nucléaire s'est fortement dégradée en raison :

- (i) des travaux de maintenance dits « *grand carénage* », reportés en raison de la crise du CoVID-19 ;
- (ii) des phénomènes de « *corrosions sous contrainte* », imprévisibles et inédits.

Alors même que la production optimale atteint en général 400 TWh, les dernières prévisions pour 2022 sont assez sombres pour l'entreprise : moins de 300 TWh.

Malgré cette dégradation du productible, l'Etat a, contre toute attente, annoncé le 13 janvier 2022 que le volume global de l'ARENH pour 2022 serait augmenté de 20 TWh, passant ainsi de 100 à 120 TWh pour la première fois depuis 2011.

Cette décision est d'autant plus incompréhensible que la secrétaire d'Etat Bérange Abba avait nié toute velléité du Gouvernement d'augmenter le volume de l'ARENH dans le cadre d'une réponse à une question parlementaire en septembre 2021 :

*« Enfin, j'ai entendu des questions sur l'écrêtement de l'Arenh, avec un relèvement qui permettrait, certes, d'augmenter sa pondération dans le calcul des tarifs réglementés en 2022 ; mais une décision unilatérale présenterait également des risques juridiques trop importants à court terme et qui pourraient rendre cette décision inopérante. Le Gouvernement considère donc que cette solution n'est pas envisageable. Nous étudions des solutions complémentaires pour limiter, tout en restant dans le cadre légal, cette hausse des prix de l'électricité ».*¹⁴

La secrétaire d'Etat écartait cette solution en raison des « *risques juridiques* » qu'occasionnerait une « *décision unilatérale* » d'augmenter l'électricité nucléaire disponible dans le cadre du mécanisme de l'ARENH. On pouvait toutefois lire entre les lignes que le Gouvernement ne voulait pas mettre en exécution l'augmentation du plafond à 150 TWh sans obtenir au préalable l'aval de la Commission européenne.

¹³ Rapport d'information n° 4218 déposé par la Commission des affaires européennes sur l'évolution du cadre juridique européen applicable à la production d'électricité, présenté par Sabine Thillaye.

¹⁴ Réponse du Secrétariat d'Etat auprès de la ministre de la transition écologique, chargé de la biodiversité publiée dans le JO Sénat du 23/09/2021 - page 8174.

Cette annonce était d'autant plus surprenante qu'EDF, en raison de la dégradation de son parc nucléaire, avait déjà vendu en décembre 2021 l'ensemble de sa production pour 2022 et ne disposait plus de « *réserve d'électricité* » à dédier à une augmentation de l'ARENH. Le Gouvernement confirma pourtant sa décision et prit le 11 mars 2022 un décret et plusieurs arrêtés d'application visant à augmenter de manière temporaire l'ARENH pour l'année 2022.

Dès lors, les actionnaires salariés, représentés par les conseils de surveillances des deux FCPE « *Actions EDF* » et « *ORS* » ainsi que les trois principales associations que sont « *Energie en actions* », EAS et l'ADAS, décidèrent de contester devant le Conseil d'Etat le décret du 11 mars 2022 et ses arrêtés d'application. La procédure est pendante devant le Conseil d'Etat.

Par ailleurs, cette augmentation de l'ARENH s'est avérée être un échec cuisant pour le Gouvernement. En effet, les bénéficiaires de cette nouvelle aide ont tout de même dû se délester d'un nombre important de clients, à l'image du fournisseur espagnole Iberdrola qui a résilié 14 000 contrats. Depuis la fin de l'été, EDF revendique le retour de 100 000 consommateurs par mois qui reviennent au TRVE¹⁵.

1.7. Conclusion sur les décisions de l'Initiateur prises contre l'intérêt social d'EDF

Dès lors que l'Etat maintenait sa double casquette de régulateur ayant pour mission supposée de « *favoriser la concurrence* » sur le marché de fourniture de l'électricité et d'actionnaire principale d'EDF, ses décisions ont nécessairement eu pour conséquence de porter atteinte à l'intérêt social de l'entreprise et, *in fine*, à son cours de bourse.

Toutefois, en choisissant de ne pas choisir et de rester ainsi dans cet « *état schizophrénique* », l'Etat a failli dans ces deux missions :

- (i) d'une part, il a enchaîné les décisions illégales en commettant des violations caractérisées du droit européen et de ses propres règles internes de régulation que le Parlement lui avait fixé. Or, les résultats de cette régulation défailante sont très faibles dans la mesure où les fournisseurs alternatifs n'ont pas développé leurs propres moyens de production et sont restés « *au crochet* » d'EDF via le mécanisme de l'ARENH ;
- (ii) d'autre part, alors même que l'Etat avait annoncé un futur radieux à EDF et à ses premiers actionnaires lors de l'augmentation de capital de 2005 et de la cession d'actions de 2008, l'entreprise n'a cessé d'être fragilisée par des décisions inefficaces qui n'ont contribué ni à baisser le prix de l'électricité de manière pérenne, ni à contribuer à la transition écologique (au travers notamment de la diversification des moyens de production par les fournisseurs alternatifs).

¹⁵ https://www.bfmtv.com/economie/entreprises/energie/electricite-edf-revendique-le-retour-de-100-000-clients-particuliers-par-mois-depuis-aout_AV-202210100289.html

Cette issue était pourtant prévisible et a d'ailleurs été anticipé par certains analystes clairvoyants. Ainsi, dès 2014, Kepler-Cheuvreux, spécialisée dans le conseil en gestion d'actifs, émettait une analyse très pertinente sur EDF :

« Nous pensons que les tarifs pratiqués ne suffiront pas à compenser les investissements prévus sur la période 2014-2018. De plus, nous ne pensons pas que le groupe sera capable de combler le déficit, car il est soumis à un risque politique significatif : les intérêts du gouvernement (davantage du côté des consommateurs-électeurs) et du groupe ne sont pas alignés sur le long terme, comme en témoigne le récent renoncement du gouvernement à la hausse annoncée des tarifs »

C'est à l'aune de ce contexte, entièrement passé sous silence, qu'il convient d'analyser le Projet de Note d'Information établi par l'Etat français qui ne respecte pas selon nous la réglementation applicable aux offres publiques

2. La violation des principes directeurs des offres publiques

L'article L. 433-1, I, du code monétaire et financier dispose : *« Afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les règles relatives aux offres publiques portant sur des instruments financiers émis par une société dont le siège social est établi en France et qui sont admis aux négociations sur un marché français ».*

L'article 231-3 du règlement général de l'AMF dispose en conséquence : *« En vue d'un déroulement ordonné des opérations au mieux des intérêts des investisseurs et du marché, toutes les personnes concernées par une offre doivent respecter le libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées par l'offre, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition ».*

Ces principes sont également rappelés dans la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 sur les offres publiques (dite « **Directive OPA** ») :

(i) à l'article 3 pour le principe de l'égalité de traitement des actionnaires :

« tous les détenteurs de titres de la société visée qui appartiennent à la même catégorie doivent bénéficier d'un traitement équivalent »

(ii) à l'article 8 pour les principes de transparence et d'intégrité du marché :

« Les Etats membres veillent à ce qu'une offre soit rendue publique de façon à assurer la transparence et l'intégrité du marché des titres de la société visée, de l'offrant ou de toute

autre société concernée par l'offre, afin d'éviter notamment la publication ou la diffusion d'informations fausses ou trompeuses ».

Ces principes, d'ordre public, imposent par conséquent à l'Initiateur de traiter l'ensemble des actionnaires de manière identique (y compris en terme d'information) et de communiquer au marché de manière exacte, précise et sincère.

Or, le contenu du Projet de Note d'Information élude un certain nombre d'informations primordiales, alors qu'une description plus complète et plus précise de ces éléments serait déterminante pour permettre aux actionnaires minoritaires d'EDF de se prononcer en connaissance de cause quant à l'apport de leurs actions à l'Offre.

2.1. Sur la demande indemnitaire d'EDF contre l'État

Absence de communication des informations pertinentes

La demande indemnitaire d'EDF contre l'État est évoquée dans les sections 1.4 (« *Recours engagé contre l'Initiateur par EDF* ») et 3.1.5 (« *Élément postérieur à l'annonce de la transaction et non reflété dans la valorisation* ») du Projet de Note d'Information. Les éléments décrits se limitent à un exposé sommaire de la demande d'EDF (*i.e.* le retrait du dispositif d'attribution complémentaire de 20 TWh d'électricité vendue à prix réglementé au titre du dispositif de l'ARENH) et au montant de la demande indemnitaire (*i.e.* 8,34 milliards d'euros).

Alors que le montant de cette demande indemnitaire est significatif, puisqu'il représente en effet, sur la base de la fourchette de valorisation d'EDF comprise entre 104,7 et 119,7 milliards d'euros, un pourcentage compris entre 7% et 8%, le Projet de Note d'Information est particulièrement lacunaire sur ce sujet.

Les actionnaires minoritaires d'EDF et le marché ne disposent d'aucune information pertinente sur cette demande indemnitaire, alors qu'ils doivent être informés (i) du rationnel et de(s) fondement(s) juridique(s) de cette demande indemnitaire, (ii) d'une présentation (même synthétique) des positions respectives de l'État et d'EDF, (iii) d'une indication quant aux chances de succès du recours (a minima du point de vue de l'État, lui-même Initiateur de l'Offre), ainsi que (iv) des conséquences (pour l'État et pour EDF) d'une éventuelle annulation de ce dispositif.

En écartant la prise en compte d'une demande indemnitaire pourtant valorisée par les Établissements Présentateurs à plus de 10% du prix de l'Offre (1,48 euros par action EDF, pour un prix d'Offre de 12 euros par action EDF) sans en donner aucune justification, les actionnaires minoritaires n'ont dès lors aucune possibilité d'apprécier les chances de prospérer des demandes formulées par la société cible elle-même.

Il par ailleurs assez surprenant de constater que la présentation de cette demande indemnitaires de plus de 8 milliards d'euros faite en section 3.1.5 (« *Elément postérieur à l'annonce de la transaction et non reflété dans la valorisation* ») du Projet de Note d'Information (seulement deux paragraphes) fait l'objet d'un développement quasi-équivalent pour en revanche dégrader l'éventuel impact de la demande.

Dès lors que l'Initiateur est partie à cette demande indemnitaires, il détient nécessairement l'ensemble des informations pertinentes, tant en terme de description et conséquences du contentieux, que d'impact sur la valorisation d'EDF. Or, ces informations n'ont pas été communiquées aux autres actionnaires et au marché à l'occasion de la mise à disposition du Projet de Note d'Information.

Il ne fait guère de doutes que l'Initiateur a certainement un intérêt à ne pas se prononcer sur les chances de succès de cette demande indemnitaires : dans la mesure où une détention capitalistique à 100% à l'issue d'une procédure de retrait obligatoire rendrait assez neutre pour l'État de devoir verser une quelconque indemnité à EDF et permettrait même une opération de recapitalisation. Mais c'est précisément ce dont il faut **protéger tous les actionnaires minoritaires**, et ce qui justifie qu'ils soient en droit d'obtenir toutes les informations dont ils ont besoin pour apprécier si un éventuel succès de ce recours contre l'Initiateur leur permettrait – légitimement – d'obtenir un prix par action EDF supérieur au prix par action proposé par l'Initiateur dans le contexte de l'Offre.

Nous relèverons en outre que (i) le recours contentieux d'EDF a été déposé le 9 août 2022, soit près de deux mois avant le dépôt du Projet de Note d'Information, le 4 octobre 2022, et (ii) que le Projet de Note d'Information indique expressément que cette démarche « *ne constitu[e] pas une surprise* » ce qui suppose donc qu'elle aurait pu (dû) faire l'objet d'une description détaillée dans la documentation d'Offre, et être prise en compte dans la valorisation.

Rappel des faits

Les actionnaires salariés, étant partie prenante à ce recours, souhaitent au contraire de l'Initiateur faire valoir les chances élevées de succès de la demande et ainsi rappeler les éléments essentiels qui devraient être portés à la connaissance des actionnaires minoritaires.

Comme il a été mentionné ci-avant, le décret du 11 mars 2022 a été pris pour augmenter le volume d'ARENH et ainsi venir en aide aux fournisseurs alternatifs, ces derniers s'étant mis en danger tous seuls par la hausse soudaine du prix sur le marché de gros. En effet, malgré les promesses de constitution de leurs propres moyens de production, les concurrents d'EDF ne se sont pas absolument pas protégés contre une augmentation du cours de l'électricité en investissant dans leurs propres moyens de production. En restant pendant 10 ans de simples « *traders sur-subsidés* », ils sont donc les premiers responsables de la flambée des prix.

La hausse de 20 TWh d'ARENH était sensée les protéger et réduire leur part d'approvisionnement sur le marché de gros (leur production restant quasi-nulle).

Toutefois, les décisions réglementaires prises en hâte dans le cadre de cette augmentation sont entachées de nombreuses illégalités, notamment :

- (i) **En premier lieu**, les actionnaires salariés considèrent que les décisions réglementaires augmentant l'ARENH de 20 TWh ne sont en réalité qu'un transfert financier de 4,2 milliards d'euros d'EDF vers les fournisseurs alternatifs. Ces décisions n'augmentent pas la part d'électricité nucléaire dédié à l'ARENH que l'entreprise produit à l'aide de ses centrales puisque la vente de la production 2022 a été faite sur la base d'un volume d'ARENH de 100 TWh. Ne disposant pas de 20 TWh, dans un contexte de fortes tensions sur la production, ces décisions, prises en toute connaissance de cause, ont conduit simplement et nécessairement à mettre en place un mécanisme d'achat/revente complètement étranger au dispositif d'origine. Dès lors, ces décisions sont vectrice d'une aide d'Etat nouvelle qui ne peut s'incorporer dans la décision de la Commission européenne du 12 juin 2012 et qui nécessite une notification préalable en vertu de l'article 108§3 du TFUE. **L'absence de notification préalable rend le dispositif illégal.**
- (ii) **En deuxième lieu**, même à considérer que le mécanisme prévu par ces décisions rentre dans l'économie générale de l'ARENH, le dépassement du plafond de 100 TWh fixé par la décision de la Commission européenne du 12 juin 2012 viole l'autorité de la chose décidée et l'article 108§3 du TFUE. En effet, il ressort d'une jurisprudence constante des juridictions communautaires que les conditions de compatibilité d'une décision d'aide d'Etat ne peuvent être modifiées de manière unilatérale par un Etat-membre sans porter atteinte à ladite décision et au traité (TUE, 20 septembre 2011, Région autonome de Sardaigne, T-394/08, T-408/08, T-453/08 et T-454/08, point 181). Il est tout à fait satisfaisant d'observer que l'Etat, dans le cadre de sa note d'information, est sur la même ligne que les actionnaires salariés sur ce point. En effet, comme il sera développé *infra*, **l'Etat considère que la modification des éléments caractéristiques de l'ARENH fixés par la décision de la Commission européenne nécessite une autorisation préalable de cette dernière que l'Etat n'a pas cru bon de solliciter.**
- (iii) **En troisième lieu**, dans la mesure où le mécanisme issu de ces décisions ne mobilise pas d'électricité nucléaire supplémentaire, **il ne peut être conforme aux dispositions législatives encadrant l'ARENH sur lesquelles il se base pour autant, et notamment l'article L. 336-1 du code de l'énergie.**
- (iv) **En quatrième lieu**, les décisions attaquées mettent en place un mécanisme d'achat/revente sanctionnable pénalement en vertu de l'article L. 442-5 du code de commerce qui interdit la

revente à perte. En effet, selon l'article 5 du décret du 11 mars 2022, EDF est en principe obligé d'acheter sur le marché de l'électricité qu'il revend par la suite 46,2 euros pour finalement le racheter 256,98 euros. Or, **une décision administrative ne peut placer une personne morale ou physique dans une situation de commettre un délit pénal.**

- (v) **En cinquième lieu**, les décisions attaquées sont **contraires à la liberté d'entreprendre**. En effet, il ressort de la décision du Conseil Constitutionnel sur le projet de loi Climat-Energie de 2019 que le pouvoir réglementaire, lorsqu'il fixe le prix ARENH, doit prendre en compte les conditions économiques de la production de l'électricité nucléaire. En l'espèce, le mécanisme d'achat/revente mis en place a pour conséquence d'opérer un transfert financier net de 4,2 milliards d'euros vers les fournisseurs alternatifs. Or, c'est exactement cette somme que ces derniers versent à EDF pour acquérir les « *100 TWh historique* » issu du dispositif initial. Si l'on fait le bilan du mécanisme de l'ARENH pour l'année 2022 en tenant compte des décisions contestées, on s'aperçoit que ce sont en réalité 100 TWh qui ont été fournis aux fournisseurs alternatifs pour zéro euro, soit un prix inacceptable au vu de la dégradation de la production nucléaire d'EDF. Ces décisions contestées devront donc être annulées sur ce motif.

Il est tout autant remarquable qu'alors que l'Etat français savait pertinemment qu'il lui était nécessaire de procéder à une notification préalable, l'absence d'autorisation de la Commission Européenne rendant le dispositif illégal, l'Etat a décidé (i) de mettre en place ce dispositif sans notification préalable et (ii) de passer sous silence dans sa communication du 13 janvier 2022 le risque que la Commission Européenne refuse le dispositif pour augmenter la portée politique de sa déclaration. Cela faisant, l'Etat a précipité la mise en place d'un mécanisme vraisemblablement illégal et surtout fait chuter de près de 20% le cours de l'action EDF.

Cette chute paraît évidente sur le graphique ci-dessous, où l'on voit bien que l'action plonge au moment des annonces du Gouvernement.



Conclusions

En faisant le choix de ne pas décrire cette demande indemnitare et son fondement dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur :

- (i) porte atteinte à l'égalité d'information des actionnaires, dans la mesure où il dispose lui-même de l'ensemble des éléments d'information relatifs à cette demande, en tant que défendeur à cette demande indemnitare ;
- (ii) porte atteinte à la transparence du marché, dans la mesure où le marché ne dispose pas de l'ensemble de l'information disponible sur l'Offre.

À titre d'illustration, l'on peut rappeler que dans le cadre de l'offre publique déposée par la société coréenne CSLI sur les actions de la société Systran¹⁶ en 2014, un litige existant entre la société Systran et la Commission européenne avait fait l'objet d'une description détaillée dans le Projet de Note d'Information déposé par l'Initiateur, permettant ainsi aux actionnaires minoritaires de Systran de faire leur propre analyse sur la valorisation proposée par l'Initiateur dans le contexte de ce contentieux.

Il convient de souligner que les chances de succès se sont accentuées avec l'annonce du Gouvernement de revenir au plafond de 100 TWh pour 2023. Cette décision, prétendument fondée sur des raisons financières, apparaît en réalité beaucoup plus confortable pour l'exécutif car il s'évite de nouveaux contentieux en cascade basés sur le défaut d'autorisation de la Commission européenne.

L'appréciation des éléments financiers de cette demande figure dans le Rapport de l'Expert.

¹⁶ Déclarée conforme par l'AMF le 27 mai 2014 : AMF, déc. n° 214C0914 du 27 mai 2014, Systran.

2.2. Sur les projets de cessions d'actifs d'EDF

Le Projet de Note d'Information indique en section 1.2.1 (« *Stratégie et politiques industrielle, commerciale et financière de la Société* ») que « *l'Initiateur a l'intention de poursuivre le plan de cessions d'actifs à hauteur d'environ 3 milliards d'euros entre 2022 et 2024, annoncé par la Société le 18 février 2022* ».

Si le Projet de Note d'Information est imprécis quant aux actifs concernés, et renvoie à la communication publique faite par EDF pour le montant estimé des produits résultant de ces cessions d'actifs, l'on ne peut que constater – à nouveau – un manque d'information du marché et des actionnaires minoritaires d'EDF.

En effet, ont été publiés récemment :

- (i) une information du journal italien *Milano Finanza* faisant état de l'intérêt de plusieurs candidats pour l'acquisition des titres de la filiale italienne d'EDF (Edison S.p.A.) et mentionnant une valorisation d'Edison aux alentours de 9 milliards d'euros; et
- (ii) une information du journal brésilien *O Globo* faisant état d'un projet de cession des actifs brésiliens d'EDF, sans mentionner de valorisation à ce stade.

Il y a donc visiblement une incohérence entre les informations communiquées par l'Initiateur dans le Projet de Note d'Information et la réalité des projets de cessions d'actifs, incohérence d'autant plus préjudiciable pour les actionnaires minoritaires que les hypothèses de valorisation retenues par l'Initiateur sont basées sur le montant de 3 milliards d'euros annoncé par EDF en février de cette année, et aujourd'hui inexact.

Dans la mesure où l'Initiateur dispose d'un représentant au conseil d'administration d'EDF, il doit nécessairement être informé de l'avancée des projets de cessions d'actifs de la société cible et des valorisations extériorisées (ou a minima d'une estimation de ces valorisations). L'Initiateur se doit en conséquence d'informer les actionnaires minoritaires et le marché (i) de l'état d'avancement des projets de cession déjà initiés par EDF, et (ii) des valorisations estimées pour ces actifs, le cas échéant sur la base des analyses qui auraient été faites par d'éventuels conseils financiers externes.

En sous-valorisant dans le Projet de Note d'Information les produits pouvant résulter des cessions d'actifs à venir d'EDF, l'Initiateur porte atteinte aux principes d'égalité d'information des actionnaires et de transparence du marché.

L'appréciation des éléments financiers de cette demande figure dans le Rapport de l'Expert.

2.3. Sur la définition de la stratégie

Le Projet de Note d'Information indique en section 1.2.1 (« *Stratégie et politiques industrielle, commerciale et financière de la Société* ») qu'« [a]ucune décision n'a été prise à ce stade s'agissant de réformes du modèle d'affaires ou de l'organisation du Groupe » et se contente d'évoquer de manière assez vague « *plusieurs chantiers de long-terme* ».

La supposée absence de vision claire de l'Initiateur sur la stratégie future d'EDF et de ses filiales exclut *de facto* la prise en compte des perspectives futures d'EDF dans la valorisation. Cela alors même que le président de la République a annoncé le 10 février 2022 dans son discours de Belfort une stratégie très claire et précise visant à lancer un programme de construction de 6 EPR2 et 8 EPR2 additionnelles. Or, les perspectives d'activité de la société doivent être intégrées dans l'évaluation des actions de la société cible, ainsi que l'AMF l'avait rappelé dans l'offre publique de retrait déposée par la société S.A.I.P. sur les actions de la société Buffalo Grill en 2006. Dans le cadre de ce précédent, l'AMF avait refusé de déclarer conforme un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire en considérant qu'il n'était « *pas possible, en l'état, d'établir que l'évaluation des actions BUFFALO GRILL intègre totalement en compte les perspectives d'activité de la société* »¹⁷.

En restant évasif sur la stratégie à long-terme d'EDF et ses perspectives de développement futur, l'Initiateur porte atteinte aux principes d'égalité d'information des actionnaires et de transparence du marché.

2.4. Sur l'absence d'objectifs financiers et de trajectoire financière de l'entreprise

On peut enfin souligner que l'Initiateur profite d'un contexte où l'entreprise a supprimé toute communication d'objectifs financiers et de trajectoire financière, ce qui va pénaliser les actionnaires minoritaires d'EDF, et notamment les personnes physiques (qui n'ont pas accès aux rapports d'analystes financiers « action » ou « obligation », en vue de pouvoir se prononcer en connaissance de cause, sur les évaluations de l'Initiateur (notamment celle liée à la somme des parties, où aucune trajectoire financière n'est présentée), et celles de l'expert indépendant.

3. La violation des règles relatives à l'évaluation multicritères

Selon l'article 231-21 du règlement général de l'AMF, « [p]our apprécier la conformité du projet d'offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables, l'AMF examine : [...] 5° dans les cas prévus à l'article 261-1, les conditions financières de l'offre, au regard notamment du rapport de l'expert indépendant et de l'avis motivé du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou, dans le cas d'une société étrangère, de l'organe compétent ».

¹⁷ AMF, déc. n° 206C0546 du 22 mars 2006, Buffalo Grill.

L'article L. 433-4, II, du code monétaire et financier a opté pour une approche multicritères en énonçant : « *Selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'indemnisation est égale, par titre, au prix proposé lors de la dernière offre ou, le cas échéant, au résultat de l'évaluation effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs et tient compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité* ».

Au cas présent, l'évaluation faite par l'Initiateur dans le Projet de Note d'Information ne respecte pas la réglementation applicable à l'évaluation multicritères, à plusieurs titres.

L'Initiateur, sans réellement justifier son choix, ne retient que trois méthodes (le cours de Bourse, les objectifs de cours des analystes financiers et la valorisation par la somme des parties) et écarte les méthodes liées aux perspectives futures et aux comparables.

Parmi les méthodes retenues, celle des « *cours de bourses* » ne paraît vraiment pas approprié. En effet, le cours des douze derniers mois a été entaché par une chute brutale de l'action lors de la séance du 14 janvier 2022, soit le lendemain de l'annonce par le Gouvernement français d'une prétendue augmentation de l'ARENH de 20 TWh. Or, il s'est avérée que cette décision :

- N'a jamais été suivie des faits puisque le Gouvernement a finalement mis en place un mécanisme d'achat/revente d'électricité par le biais de décisions réglementaires en date du 11 et 12 mars 2022. Ce mécanisme est d'ailleurs illégal sur bien des aspects. C'est notamment ce qu'ont développé les actionnaires salariés dans le cadre d'un recours porté également par les syndicats et la société EDF elle-même.
- N'a jamais été validée par la Commission européenne, comme le devrait être toute modification d'une condition de compatibilité d'une aide autorisée au travers d'une notification (TUE, 20 Septembre 2011, Regione Autonomia di Sardegna, T-394/08, T-408/08, T-453/08 and T-454/08). Sur ce point, le Gouvernement ne s'est pas contenté d'omettre la procédure européenne, il a carrément menti à la représentation nationale en faisant croire qu'un « accord formel » de la Commission avait été obtenue alors même qu'il n'en était rien. La Commission européenne et surtout des représentants de l'Agence de Participation de l'Etat ont confirmé qu'aucun accord formel n'avait été accordée par la Commission européenne. Ce mensonge du Gouvernement a fait l'objet d'une plainte devant l'Autorité des Marchés Financiers de la part des actionnaires salariés.

Les raisons de la chute du cours de près de 25% le 14 janvier 2022 est à mettre essentiellement sur le compte de l'annonce de cette mesure d'augmentation de l'ARENH. Le cours de l'action ne s'est jamais rétabli par la suite et est resté aux alentours de 7,50 alors même qu'il était proche des 10 euros le 13 janvier au soir.

Il est dès lors illogique de prendre en compte les cours de bourse d'EDF entre fin 2021 et le 5 juillet 2022 (date de l'annonce de l'acquisition de 100% du capital) pour essayer de valoriser l'entreprise.

4. Demandes de vérification par l'AMF

Pour rappel, l'article L. 621-8-1 du code monétaire et financier prévoit : « *Pour délivrer le visa mentionné au III de l'article L. 621-8, l'Autorité des marchés financiers vérifie si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ».

À la lecture du Projet de Note d'Information, nous nous interrogeons sur la cohérence de plusieurs informations communiquées par l'Initiateur :

- (i) La section 1.3 du Projet de Note d'Information (« *Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre* ») décrit les principales stipulations d'une Convention de Dotation conclue entre l'Initiateur et l'EPIC Bpifrance, au titre de laquelle l'Initiateur et l'EPIC Bpifrance ont déclaré agir de concert. Or, le contenu de cette Convention de Dotation ne semble pas nécessairement refléter l'existence d'une véritable action de concert entre ses parties, notamment en l'absence d'accord entre les parties pour acquérir ou céder des droits de vote (seul l'EPIC Bpifrance s'interdit unilatéralement d'acquérir des actions EDF) et en l'absence d'accord de nature politique véritablement contraignant (seule existe une obligation de concertation préalable aux assemblées générales d'EDF, sans obligation d'aboutir à un accord, et avec la possibilité donnée unilatéralement à l'Initiateur de mettre fin à cette « action de concert » en cas de désaccord). Si les auteurs semblent s'accorder pour considérer que la présomption de concert prévue par l'article L. 233-10, II, 3° du code de commerce s'applique aux sociétés du secteur public sous le contrôle de l'État, il convient néanmoins de rappeler qu'il s'agit d'une présomption simple, qui peut donc être renversée par la preuve contraire. En l'occurrence, le fait que l'Offre n'a pas été déposée par les membres du concert, et que les membres de ce prétendu concert ne sont pas solidaires des obligations mises à la charge de l'Initiateur, semble un indice supplémentaire pour questionner la réalité de cette action de concert ;
- (ii) La section 2.10.1 du Projet de Note d'Information (« *Coûts de l'Offre* ») indique que le montant global des frais exposés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre est estimé à 500.000 euros (hors taxes), ce qui semble particulièrement sous-évalué, notamment eu égard à l'identité des conseils retenus par l'Initiateur (les banques Goldman Sachs et Société Générale, le cabinet d'avocats Cleary Gottlieb Steen & Hamilton qui conseille l'État, ainsi que le cabinet d'avocats Freshfields Bruckhaus Deringer qui conseille l'Agence des Participations de l'État, etc.). À titre de comparaison, les coûts de l'offre publique d'achat simplifiée déposée par BPCE sur les actions Natixis étaient estimés à 25 millions d'euros (hors taxes)

et les coûts de l'offre publique d'achat simplifiée déposée par Holdco II sur les actions Iliad étaient estimés à 12 millions d'euros (hors taxes) ;

- (iii) La section 3.1.2 I du Projet de Note d'Information indique que le rehaussement du prix de l'ARENH de 42 à 49,5 euros par MWh ne peut être pris en compte dans le cadre de la présente opération. Pour rappel, l'augmentation de 49,5 euros par MWh est issue d'un amendement parlementaire déposé par le groupe *Les Républicains* et votée par les oppositions contre l'avis du Gouvernement et de la rapporteure à l'Assemblée Nationale¹⁸. L'amendement était justifié par l'exposé des motifs suivant :

« Le montant du prix des volumes d'Arenh est aujourd'hui déterminé par la Commission de régulation de l'énergie (CRE). En 2021, il a été fixé à 42 €/MWh mais est désormais à 46,20 €/MWh depuis le 1er avril et jusqu'au 31er décembre 2022 pour compenser la hausse des coûts de production de l'énergie. Cependant, cette hausse temporaire ne permettra pas à EDF d'envisager le financement de nouveaux réacteurs nucléaire et fait peser encore un peu plus le risque de faillite sur l'entreprise, qui possède une dette de plus en plus exponentielle. Ce prix de vente ne reflète pas la réalité actuelle et le groupe Les Républicains propose donc de fixer, à partir du 1er janvier 2023, un prix minimum de vente à hauteur de 49,5€/mwh, qui fait écho au montant estimé par la Cour des Comptes il y a quelques années ».

Le relèvement à 49,5 euros s'appliquait donc à l'intégralité des volumes de l'ARENH à compter du 1^{er} janvier 2023. Aucune autre condition ne venait entraver cette augmentation. Le débat devant le Sénat est venu confirmer cette tendance. Dans un amendement proposé par le rapporteur Daniel Gremillet¹⁹, il était expressément spécifié dans l'exposé des motifs que le nouveau « seuil de prix » devait s'appliquer pour la totalité du volume de l'ARENH, et ce peu importe son niveau décidé par les autorités nationales :

« La commission des affaires économiques déplore depuis longtemps la faiblesse du prix de l'accès régulé à l'électricité nucléaire historique (Arenh). Elle approuve donc son relèvement, de 46,2 à 49,5€ par mégawattheure (MWh). Elle propose d'ailleurs de préciser le texte issu de l'Assemblée nationale, en appliquant ce prix à l'ensemble des volumes d'électricité attribués au titre de l'Arenh, rappelant à cet égard que le décret n°2022-342 du 11 mars 2022 n'a relevé ce prix que pour les 20 TWh additionnels ».

Le doute n'était donc plus permis et l'augmentation doit en principe s'appliquer dès le premier MWh d'ARENH.

¹⁸ Amendement n°425 du vendredi 15 juillet 2022 proposé par M. le député Thibault Bazin.

¹⁹ Amendement n° COM-232 du 25 juillet 2022 proposé par le rapporteur M. le sénateur Daniel Gremillet.

L'amendement n° COM-232 est venu par ailleurs conditionner l'entrée en vigueur de l'augmentation du prix de l'ARENH à la validation par la Commission européenne de cette modification (cf. *infra*).

Toutefois, comme il a été mentionné, aucune autre condition que l'obtention de cette autorisation des institutions communautaires n'a été prévue par le législateur, ni explicitement dans le texte, ni implicitement dans l'exposé des motifs des amendements adoptés.

Or, le Projet de Note d'Information affirme ne pas tenir compte de l'augmentation du prix en raison d'une hypothétique condition qu'imposerait la Commission européenne lors de la validation de cette évolution de l'ARENH :

« Par ailleurs, il ne tient pas compte d'un éventuel rehaussement du prix de l'ARENH à 49,5 €/MWh voté par le Parlement en août 2022, son application restant à ce stade conditionnée à l'accord de la Commission européenne (conformément à l'article 2 de la décision SA.21918). A fortiori, l'éventuelle mise en œuvre d'un tel rehaussement dépendrait du calendrier de décision de la Commission, qui reste incertain. Si un tel rehaussement devait être accepté par la Commission, cette dernière pourrait l'accompagner d'une revue des autres paramètres du dispositif de l'ARENH, par exemple d'une hausse simultanée de son volume global maximal. A ce titre, l'impact d'un rehaussement du seul prix de l'ARENH ne saurait donc être pris en compte de manière isolée ».

Selon l'Initiateur, la Commission profiterait de sa saisine pour modifier également le volume global maximal défini par la décision de la Commission européenne. Ceci n'est pas sérieux.

L'augmentation du prix de l'ARENH a été maintes fois demandée par EDF mais également par des autorités indépendantes comme l'Autorité de la Concurrence ou la Cour des Comptes. Elle n'a pour objet que de tenir compte de l'évolution des conditions économiques de la production nucléaire française, notamment des phénomènes de corrosion sous contrainte et des travaux de maintenance qui constituent des coûts supplémentaires importants pour l'entreprise. Cette augmentation s'inscrit dans la droite ligne de la décision de la Commission du 12 juin 2012 et de la jurisprudence constitutionnelle française qui imposent au Gouvernement de faire corrélérer le prix à ces conditions économiques. Il est hautement improbable que la Commission européenne conditionne cette augmentation au rehaussement du plafond de 100 TWh, sauf à considérer qu'il existerait deux prix applicables à l'électricité nucléaire historique.

Par ailleurs, la Commission européenne est hostile à l'ARENH car elle considère qu'elle n'a pas rempli l'un de ses objectifs prioritaires, à savoir développer des moyens de production propres aux fournisseurs alternatifs pour éviter que ces derniers ne dépendent que du marché

de gros. Elle a verbalisé ce reproche dans le cadre d'une réponse à une question parlementaire de l'eurodéputé François-Xavier Bellamy : « [le mécanisme de l'ARENH] *n'a pas permis le développement des investissements dans les moyens de production de la part des concurrents de l'EDF, ce qui constitue une condition préalable indispensable à la création d'une concurrence accrue sur le marché de gros et à une concurrence durable sur le marché de détail* ». Il serait donc étonnant qu'elle milite en faveur d'un élargissement de ce mécanisme en validant une augmentation de son volume global maximal (ou en conditionnant une hausse du prix ARENH à une telle augmentation).

Dès lors, l'initiateur ne peut, sauf à méconnaître la réalité réglementaire qui encadre le mécanisme de l'ARENH, passer outre cette augmentation du prix voulue par la représentation nationale précisément pour atténuer son effet sur les finances et la capacité d'investissement d'EDF.

- (iv) Le Projet de Note d'Information est entaché d'une première incohérence flagrante sur la prise en compte du contentieux indemnitaire de 8,34 milliards et du recours contre les décisions actant de l'augmentation de 20 TWh de l'ARENH. En effet, l'Initiateur écarte clairement en page 61 la prise en compte de ce contentieux dans le cadre de la valorisation de la transaction. Pour justifier cette exclusion, il affirme qu'il « *n'est aujourd'hui pas prévisible tant sur le fond que sur son calendrier* » et que l'Etat ne souhaite pas « *émettre d'avis d'ordre juridique sur le bien-fondé de ce recours et de la demande indemnitaire, qui ne relève pas de leur compétence* ».

Or, l'Initiateur affirme que la modification des caractéristiques essentielles de l'ARENH, tels que le prix ou le volume global maximal, sont conditionnées à l'accord de la Commission européenne :

« *[l'augmentation du prix de l'ARENH] restant à ce stade conditionné à l'accord de la Commission européenne (conformément à l'article 2 de la décision SA.21918)* ».

L'Initiateur reconnaît donc que l'augmentation du prix de l'ARENH serait illégale si elle n'était pas validée par une décision explicite de la Commission européenne. Cette thèse est très exactement celle des actionnaires salariés et des syndicats dans le cadre du contentieux qui les oppose à l'Etat contre les décisions réglementaires du 11 mars 2022 qui augmentent l'ARENH de 20 TWh. En effet, comme il a été mentionné, l'un des arguments phares des requérants contre ces décisions est de considérer que ces dernières étaient illégales car elles ne respectaient pas l'autorité de la chose décidée de la décision SA.21918 de la Commission européenne du 11 juin 2012 sur les tarifs réglementés de vente d'électricité en modifiant unilatéralement les caractéristiques du mécanisme de l'ARENH. En adhérant aux thèses de ses contradicteurs, l'Initiateur commet un aveu extra-judiciaire qui l'oblige à valoriser la demande indemnitaire de 8,34 milliards d'euros à la valorisation.

- (v) L'Initiateur ne tient pas compte du recours indemnitaire engagé par EDF dans la valorisation de la transaction. Toutefois, dans le cadre d'une rencontre avec des représentants de l'Agence de Participation de l'Etat, il a été confirmé aux représentants des actionnaires salariés que les 8,34 milliards correspondant à la demande formulée par EDF avait déjà été prise en compte dans le cadre de la pré-offre du 19 juillet 2022. Il s'agit là d'une contradiction flagrante.

Les actionnaires salariés émettent cependant des doutes sur la crédibilité d'une telle prise en compte *ab initio* de la réclamation indemnitaire. L'Initiateur soutient dans le Projet de Note d'Information que la réclamation indemnitaire « *ne constituait pas une surprise* » dans la mesure où EDF avait déposé des recours gracieux contre les décisions actant de l'augmentation de 20 TWh de l'ARENH. Or, les recours gracieux en contestation de la légalité de ces décisions n'ont rien à voir avec la réclamation indemnitaire. Cette dernière n'était pas en germe dès le printemps 2022. A l'époque et *a fortiori* à la date du dépôt de la pré-offre, il était loin d'être acquis qu'une entreprise publique détenue à plus de 84% par l'Etat allait demander une indemnisation de 8,34 milliards d'euros à son principal actionnaire. Cette audace a d'ailleurs sans doute incité le Gouvernement à anticiper la réorganisation de l'équipe dirigeante d'EDF, avec la nomination prochaine de Luc Rémont en remplacement de Jean-Bernard Levy.

Nous demandons donc à l'AMF de se faire communiquer, dans le cadre de la revue par ses services de la conformité du projet d'Offre déposé par l'Initiateur, l'ensemble des éléments permettant de s'assurer de l'exactitude et de la cohérence des informations ci-dessus.

La problématique est particulièrement sensible en ce qui concerne l'existence ou non d'une action de concert entre l'Initiateur et l'EPIC Bpifrance, puisque l'absence de caractérisation d'une telle action de concert pourrait potentiellement impliquer que les actions détenues par l'EPIC Bpifrance doivent être visées par l'Offre.

Nous vous invitons à revoir avec attention les éléments qui précèdent en ce qu'ils ne permettent pas de considérer que le prix de l'Offre de 12 euros présente un caractère. Il ne paraît inenvisageable que l'expert indépendant, puis l'AMF, laisse prospérer l'Offre dans ces conditions.

Nous restons, avec nos conseils, à la disposition de chacun pour évoquer ensemble les éléments décrits par la présente.

Nous vous prions de recevoir Monsieur l'expert indépendant, l'expression de notre considération distinguée.

Martine Faure
Présidente du FCPE