

Les scénarios de scission des banques

La question de la «scission» éventuelle d'EDF est née le 22 mars 2016 d'une audition d'Emmanuel Macron, alors Ministre de l'économie. Il évoquait : *«Quant à la régulation du prix du nucléaire, je ne l'exclus pas : c'est une voie intéressante pour le nouveau nucléaire ; c'est d'ailleurs celle qu'empruntent les Britanniques. Mais elle est difficile à envisager pour le parc historique, en raison des dérégulations qui nous ont été imposées. La solution d'une sortie d'EDF de la Bourse n'est pas privilégiée aujourd'hui. Je suis prêt à en examiner le principe, mais j'appelle votre attention sur le fait qu'elle n'aurait de sens que pour la partie «nucléaire France», et pas pour le reste d'EDF : elle impliquerait donc un démantèlement du groupe [...] Le statut d'objet coté du nucléaire français n'est pas satisfaisant [...] compte tenu des contraintes de production, du parc installé, de la régulation, de la fixation des tarifs par l'État et les liens incestueux entre l'État actionnaire, l'État régulateur et l'entreprise».*

La déclaration du Ministre révèle les ambiguïtés d'un scénario de scission. Il y est question pêle-mêle de réguler le prix du nucléaire en France, de retirer EDF de la cotation boursière, ou encore de surmonter les contradictions entre Etat régulateur et Etat actionnaire. Mais l'articulation de ces différents objectifs n'est pas claire, et leur lien avec un projet de scission n'est pas davantage explicité. De fait, si les «fuites» distillées dans la presse ont évoqué divers montages financiers, aucune n'a répondu à la question : à quoi servirait une scission d'EDF ?

Il importe avant tout de rappeler le contexte des déclarations d'Emmanuel Macron, début 2016 : une inquiétude grandissante quant à la situation financière d'EDF, la démission du directeur financier du groupe, qui alerte sur le niveau de la dette, la fièvre grandissante d'une partie des dirigeants et des administrateurs autour du projet Hinkley Point C ; le tout sur fond de difficultés industrielles et financières d'AREVA et de sauvetage par EDF, sur injonction de l'Etat. Ces inquiétants soubresauts avaient alors motivé l'audition du Ministre de l'économie par les députés.

On espérait donc, dans ce contexte, que le Ministre de l'économie désignerait clairement la cause principale des déséquilibres économiques et financiers de l'entreprise : le marché libéralisé de l'électricité mis en place par les directives européennes depuis 1996 n'est tout simplement pas adapté au secteur électrique et constitue une menace pour l'existence des opérateurs et pour la sécurité d'approvisionnement des consommateurs. Il est urgent de soustraire le parc nucléaire d'EDF aux effets dévastateurs de ces dérèglements. Les problèmes financiers que traverse l'entreprise ne trouveront aucune solution durable sans le retour à une forme de régulation des prix de vente de l'électricité nucléaire.

Si ces constats, depuis longtemps portés par la FNME CGT, font aujourd'hui l'unanimité, force est de constater qu'Emmanuel Macron mentionne l'éventualité d'une régulation des prix avec beaucoup de prudence, et en insistant avant tout sur les obstacles juridiques que soulèverait un tel projet. On notera aussi que les tarifs réglementés de vente pour les entreprises (tarifs «jaunes» et «verts») ont été supprimés sous le ministère d'Emmanuel Macron.

De fait, face à la crise de confiance menaçant la stabilité financière d'EDF, l'Etat s'est strictement borné à recapitaliser l'entreprise et à exiger en contrepartie un plan d'économies, portant notamment sur les effectifs. Emmanuel Macron a ainsi beau jeu de pointer les contradictions entre Etat régulateur et Etat actionnaire. Sous son ministère, l'Etat s'est strictement cantonné dans un rôle classique d'actionnaire, refusant d'assumer sa responsabilité de régulateur. Une énième occasion manquée pour le pouvoir politique.

Les analystes financiers, toujours à l'affût des scénarios pouvant alimenter la spéculation sur le titre EDF, se sont néanmoins emparés de l'idée d'une scission de l'entreprise. Cependant, les ambiguïtés de l'ancien Ministre de

l'économie pouvaient nourrir des interprétations diverses. Les notes d'analystes pourraient ainsi être classées en deux écoles : certaines prônent une scission couplée à une régulation des prix du nucléaire, tandis que d'autres, inspirées par le modèle des groupes allemands (RWE et E.ON) portent l'idée d'une restructuration «sèche», sans régulation des prix du nucléaire.

Le scénario Natixis

Les analystes de Natixis, JP. Morgan ou Oddo BHF reconnaissent la nécessité d'engager un chantier juridique de régulation des prix du nucléaire, ce qui constitue le fondement de leur analyse. Néanmoins, au-delà de ce constat partagé, leurs scénarios diffèrent.

Natixis semble privilégier l'idée d'une régulation étendue à la totalité de la production nucléaire (environ 400 TWh), c'est-à-dire au-delà des 100 TWh d'ARENH actuels. Un prix régulé de vente de 48 €/MWh (contre 42 €/MWh pour l'actuel ARENH) serait nécessaire pour couvrir les coûts.

En pratique, cette régulation prendrait la forme du «modèle italien». Nous comprenons par là qu'un acheteur unique acquerrait la production nucléaire à un prix régulé et le revendrait aux fournisseurs.

Cependant, un tel dispositif serait qualifié d'aide d'Etat au regard du droit européen, et soumis à ce titre au contrôle de la commission européenne. Selon les analystes de Natixis, il faudrait donc séparer la production nucléaire en France des autres activités d'EDF. Natixis imagine sur cette base la création d'une entité «France Nucléaire», qui passerait à 100 % dans le giron de l'Etat. La société EDF SA, qui continuerait de porter les autres activités du groupe, resterait, elle, cotée.

Dans cette perspective, il serait nécessaire de séparer les activités de commercialisation et les activités de production du parc nucléaire. La direction commerciale d'EDF acquerrait donc de l'électricité auprès de «France Nucléaire» aux mêmes conditions que les fournisseurs concurrents. Les tarifs réglementés de vente deviendraient ainsi caducs.

Au plan financier, la régulation des prix confèrerait à France Nucléaire un profil d'emprunteur sûr, avec une forte capacité d'endettement. Natixis propose donc que «France Nucléaire» reprenne une grande partie de la dette actuelle d'EDF SA. Observons que ce transfert nécessite l'accord des détenteurs d'obligations. Dans le scénario le plus favorable, France Nucléaire pourrait reprendre 16 Mds € de dette, ce qui laisserait au nouveau EDF SA avec une dette de 21,6 Mds €.

D'autre part, le nouveau EDF SA n'aurait plus à souffrir de l'exposition du parc nucléaire aux prix des marchés de gros de l'électricité. Ainsi, avec une dette allégée et un profil de risque amélioré, EDF SA recouvrerait une forte capacité d'investissement.

L'amélioration du profil financier d'EDF SA se traduirait par une revalorisation du titre comprise (dans les scénarios les plus probables) entre +65 et +95 %. L'Etat pourrait ainsi céder 8 % du capital de l'entreprise et réaliser un produit de l'ordre de 4 à 5 Mds €.

Ce scénario laisse perplexe à plus d'un titre. D'abord, le modèle de régulation proposé («à l'italienne») paraît confus et peu adapté à la problématique du nucléaire français.

D'autre part, l'idée qu'un renforcement de la régulation implique obligatoirement une scission est éminemment contestable. Du reste, d'autres analystes financiers ne partagent pas ce point de vue. Cet enjeu paraît davantage politique (capacité de la France à faire accepter ses choix par la commission et les Etats membres) que juridique (le droit européen n'interdit pas des formes de régulation du secteur électrique).

En outre, le schéma de scission envisagé est pour le moins radical. Il ne s'agit pas d'une simple filialisation d'activités. On comprend que France Nucléaire et le nouvel EDF n'auraient plus aucun lien en capital ; autrement dit, France Nucléaire ne serait ni une filiale ni la société-mère du nouvel EDF.

Ce schéma est en partie dicté par une contrainte que s'imposent les auteurs du scénario : retirer le parc nucléaire de la cote boursière. Les analystes de Natixis épousent ainsi sans réserve la thèse avancée par Emmanuel Macron en 2016, selon laquelle «le statut d'objet coté du nucléaire français n'est pas satisfaisant». Il faut ici comprendre que les investisseurs boursiers ne montreraient plus d'appétence pour le nucléaire, ce qui poserait des problèmes de financement à l'entreprise.

Mais cette thèse est fautive. La désaffection de la bourse pour le nucléaire est en grande partie conjoncturelle, liée à la chute des prix de l'électricité sur les marchés de gros. Du reste, la remontée actuelle de ces prix a déjà entraîné un retour des spéculateurs et une hausse du cours de l'action EDF. Il est également significatif que l'augmentation de capital de mars 2017 ait été souscrite en totalité. La part réservée aux actionnaires minoritaires a même été sursouscrite. Ce succès a démenti, a posteriori, l'affirmation d'Emmanuel Macron.

D'autre part, il est évident que dans un scénario de régulation des prix tel que celui porté par Natixis, le nucléaire français retrouverait immédiatement les faveurs des investisseurs. Ces derniers montrent en effet une forte appétence pour les activités régulées. Ces activités, dès lors qu'elles sont livrées à la finance, offrent en effet des opportunités de placement peu risqués et rémunérateurs. Le raisonnement de Natixis est ici aberrant : on ne peut pas à la fois porter un scénario de régulation du nucléaire et affirmer que bourse et nucléaire sont irréciliables.

Il va sans dire que la FNME CGT n'a jamais été partisane de livrer EDF à la spéculation. Mais il serait scandaleux que l'on tronçonne l'entreprise au prétexte (fallacieux) que les spéculateurs sont rebutés le nucléaire.

Enfin, les analystes de Natixis commettent des contresens stratégiques majeurs. De façon générale, toute forme de scission juridique risque d'entraîner des désoptimisations opérationnelles,

car le modèle stratégique d'EDF continue, malgré les vicissitudes de la libéralisation, de reposer sur l'intégration de ses différentes activités. Plus spécifiquement, le choix de dénouer tous les liens capitalistiques qui unissent le parc nucléaire français à Framatome et aux activités nucléaires en Grande Bretagne constituerait un revirement stratégique incompréhensible. En appelant EDF au secours de Framatome (ex-AREVA NP) en 2016, l'Etat a défendu le choix industriel et commercial d'une filière intégrée, avec une ingénierie (Framatome) adossée à un exploitant (parcs nucléaires français et anglais) et un chef de file unique. Alors même que le chantier de réorganisation de la filière nucléaire est en cours, un revirement de ce type pourrait bien lui porter un ultime coup de poignard.

Les scénarios JP. Morgan et Oddo BHF

Les analystes de JP. Morgan partagent, avec ceux de Natixis, l'idée qu'une «re-régulation» du nucléaire (afin de pallier les défauts actuels de l'ARENH) serait nécessaire.

En revanche, selon eux, la scission ne serait pas une condition nécessaire pour que la régulation soit acceptée par les instances européennes. Les analystes fondent cette opinion sur le fait que le parc nucléaire français deviendra de plus en plus indispensable à l'équilibre du réseau électrique européen, au fur et à mesure que les EnR intermittentes vont poursuivre leur développement. La France tiendrait là un argument de poids pour faire admettre aux autres Etats de l'UE le principe d'une révision de la régulation économique du nucléaire.

De fait, le schéma de re-régulation envisagé par JP. Morgan est nettement moins lourd que le «modèle italien» prôné par Natixis et pourrait être qualifié de réforme de l'ARENH a minima :

- Le volume actuel d'ARENH de 100 TWh serait conservé ; la régulation du prix de vente ne serait donc pas appliquée à l'ensemble de la production nucléaire, contrairement au scénario de Natixis. Il faut souligner que dans cette hypothèse, le parc nucléaire resterait partiellement exposé au risque de prix du marché de gros de l'électricité.

- Le prix de vente régulé du nucléaire serait rehaussé à 50-60 €/MWh (contre 42 €/MWh pour l'ARENH) et déterminé selon une approche «base d'actifs régulée» analogue à celle appliquée aux réseaux.
- La régulation deviendrait «symétrique». Cela pourrait, par exemple, consister en un système de «contract for difference» analogue à celui de Hinkley Point : EDF vendrait 100 TWh d'électricité d'origine nucléaire sur les marchés de gros, et l'entreprise percevrait ou verserait, pour chaque MWh vendu, un montant correspondant à l'écart, positif ou négatif, entre le prix cible (régulé) et le prix du marché de gros. Ce scénario de régulation a également la faveur d'Oddo BHF.
- Enfin, si une scission venait à briser la solidarité financière entre le nucléaire et les activités génératrices d'excédents financiers, cela fragiliserait le financement du parc. Il deviendrait alors d'autant plus impératif de changer le modèle économique du nucléaire.

JP. Morgan estime que son scénario de «re-régulation» du nucléaire porterait le cours de l'action EDF à un niveau compris entre 20 et 30 €, soit une hausse de 32 % à 103 % par rapport au cours constaté à la date de rédaction de la note (15,13 € au 28 septembre 2018).

Les scénarios de JP. Morgan et Oddo BHF présentent un double intérêt :

Nous comprenons par ailleurs que ce dispositif n'impliquerait pas nécessairement la disparition des tarifs réglementés de vente pour les clients particuliers.

Les analystes de JP. Morgan et Oddo BHF estiment néanmoins qu'une scission d'EDF serait créatrice de valeur pour les actionnaires, mais à condition de renforcer la régulation des prix du nucléaire. Ce point de vue est notamment étayé par les considérations suivantes :

- La thèse de la «décote de holding» : la solidarité financière entre les différentes activités du groupe ne permet pas de maximiser la valeur de chacune. Il est possible que les surplus financiers dégagés par certaines activités servent à couvrir les besoins d'activités peu profitables, au lieu d'être dirigés vers des investissements plus lucratifs ou de nourrir les dividendes.
- En outre, selon JP. Morgan, le fait d'isoler le parc nucléaire dans une société distincte contribuerait à faire la transparence sur ses équilibres économiques et financiers. Cela militerait pour une régulation correctement calibrée, permettant au parc nucléaire de couvrir ses coûts réels (ce qui n'est pas le cas de l'ARENH).
- Ils affirment avec force que le redressement financier d'EDF ne peut être envisagé sans le retour à une forme de régulation économique du nucléaire, afin de pallier la défaillance du marché libéralisé de l'électricité.
- Contrairement à Natixis, ces analystes ne conditionnent pas obligatoirement la régulation du nucléaire à un démantèlement du groupe. Ils considèrent à juste titre que cette question est bien davantage politique que juridique. Le droit européen, en soi, n'est pas incompatible avec l'existence de tarifs et de prix réglementés, de «contracts for difference» à l'anglaise ou autres acheteurs uniques à l'italienne. Il appartient donc aux représentants de l'Etat français de résister à la volonté de la commission de démanteler EDF et de faire entendre aux autres Etats membres qu'il y va de la sécurité d'approvisionnement européenne.

En revanche, ils prônent une scission de l'entreprise répondant à une logique bien connue des spéculateurs : le découpage de l'entreprise créerait de la valeur actionnariale (c'est la thèse de l'annulation de la «décote de holding»).

Mais ce «coup financier» ne constitue pas un projet industriel. Comme nous l'avons indiqué, la performance industrielle d'EDF tient à l'intégration de ses différentes activités.

Mais ce «coup financier» ne constitue pas un projet industriel. Comme nous l'avons indiqué, la performance industrielle d'EDF tient à l'intégration de ses différentes activités. Il est de plus évident qu'un découpage de l'entreprise, même sous forme de filialisations, pourrait prélever à des formes de démantèlement plus radicales. La revalorisation des activités par annulation de la décote de conglomérat ne présente pas d'intérêt particulier pour l'Etat... à moins de procéder à des cessions (ce qu'envisagent Natixis ou UBS). Il manque une étape au scénario de JP. Morgan : la «vente à la découpe».

UBS

Nous mentionnerons pour finir un exemple de scénario entièrement centré sur la création de valeur actionnariale par la scission d'EDF, sans que l'hypothèse d'une régulation du nucléaire soit même évoquée. Le scénario d'UBS s'inspire de l'exemple de la scission de RWE en deux entités, cette opération étant présentée comme un succès. En 2016, le groupe allemand a filialisé ses activités de commercialisation d'énergie, de gestion des réseaux de distribution et d'énergies renouvelables. Ces métiers sont désormais portés par Innogy. Cette société a été introduite en bourse à hauteur de 23 %, et son deuxième actionnaire est le fonds d'investissement américain Blackrock.

UBS se contente de transposer ce schéma à EDF, en imaginant la création d'une filiale d'EDF («NewCo») qui serait introduite en bourse. Sur le modèle d'Innogy, NewCo regrouperait EDF Renouvelables, Dalkia (et, plus globalement, les services énergétiques), ENEDIS et la Direction Commerce.

20 % du capital de NewCo seraient introduits en bourse, à travers deux opérations :

- Cession de 10 % du capital de NewCo par EDF, cette opération rapportant à EDF près de 4 Mds €.
- Augmentation de capital de NewCo à hauteur de 10 %, réservée aux investisseurs. Cette émission rapporterait près de quatre 4 Mds € à NewCo.

Le groupe pourrait ainsi se désendetter de près de 8 Mds €, la trésorerie acquise étant répartie à parts égales entre EDF et sa nouvelle filiale.

D'autre part, en partie sur principe déjà évoqué de l'annulation de la décote de conglomérat, les titres d'EDF et de NewCo seraient revalorisés. La capitalisation boursière du groupe passerait de 27,7 à 42 Mds € (soit un gain de 14,3 Mds € ou +51,6 %).

Le scénario d'UBS, contrairement à celui de Natixis, prévoit de maximiser le transfert de dette vers NewCo afin de désendetter le parc nucléaire. Cette société étant jugée plus attractive pour les investisseurs, elle est en effet créditée d'une capacité d'endettement importante. Elle se verrait ainsi transférer 33,5 Mds € de dette nette. La société mère EDF ne conserverait de son côté que la dette hybride (10 Mds €). Cela serait supposé redonner des marges financières à EDF.

L'impasse de ce scénario est évidente : ce montage laisse entier le principal problème économique et financier d'EDF, à savoir l'exposition du parc nucléaire français au risque des prix du marché de gros de l'électricité. Un désendettement partiel d'EDF, tel qu'il est envisagé par UBS, n'apportera aucun remède durable aux déséquilibres financiers de l'entreprise tant que ce problème ne sera pas enfin pris à bras-le-corps.

D'autre part, valeur de modèle de l'opération RWE-Innogy est pour le moins discutable. Depuis 2016, la rentabilité d'Innogy n'a pas été à la hauteur des espérances initiales des investisseurs, ce qui a révélé les faiblesses de ce schéma financier et industriel. Le cours de l'action RWE en a subi la sanction.

Nous avons connu le passage de l'Etat tuteur à l'Etat actionnaire. On passerait avec le scénario UBS de l'Etat actionnaire à l'Etat spéculateur, prêt à vendre l'entreprise à la découpe pour réaliser un coup boursier sans horizon industriel, comme le ferait n'importe quel hedge fund.