



DÉCRYPTAGE

(Temps de lecture 3 min)



INFO

22/10/2019

INFORMATION SALARIÉS ET RETRAITÉS

Le mirage du spin-off d'EDF pour booster le cours de Bourse

Par William Viry-Allemoz, Secrétaire général de la CFE Énergies
Tribune parue le 21 octobre dans le journal Les Échos

À en croire les réactions du marché à l'annonce du report du projet HERCULE, le salut boursier d'EDF passerait indubitablement par une séparation de ses activités, autrement appelé spin-off. Or, pour qui connaît les différents acteurs du système, internes et externes au groupe EDF, et leurs interactions, l'analyse tend à démontrer le contraire.

LE POINT DE VUE

de William Viry-Allemoz

Le mirage du spin-off d'EDF pour booster le cours de Bourse

Le président du groupe EDF a adressé à ses cadres dirigeants un message leur annonçant un décalage du projet Hercule. Le lendemain, le cours de Bourse d'EDF a baissé pour atteindre, selon une dépêche de presse qui a attiré mon attention, son plus bas cours depuis deux ans.

Ainsi, pour les marchés qui ont sanctionné le titre EDF dans la séance boursière du vendredi 4 octobre 2019, le salut boursier d'EDF passerait donc indubitablement par une séparation de ses activités, autrement appelé spin-off, probablement inspiré par les travaux de Cusatis, Miles et Woolridge publiés en 1994 dans le « Journal of Applied Corporate Finance » sous le titre « Some New Evidence That Spinoffs Create Value ». Or, il faut rappeler que l'État détient 83,7 % d'EDF et que le mouvement boursier n'a porté que sur 0,1 % du capital total. La volatilité du titre est donc à relativiser du fait de l'étroitesse du flottant, qui, plus largement, ne permet pas de faire du cours de Bourse un critère objectif d'appréciation de la valeur de l'entreprise.

L'intérêt du spin-off pour obtenir deux bilans distincts résiste assez peu à la consolidation des comptes, qui interviendra puisque « EDF bleu » détiendra, dans un premier temps, 100 % d'« EDF vert » et en sera toujours l'actionnaire majoritaire, selon les défenseurs du projet, interdisant de facto la déconsolidation, notamment d'une partie de la dette qui serait opportunément transférée dans « EDF vert ».

Le seul intérêt du projet est donc financier : capter le cash issu de la distribution d'électricité sur la base du tarif fixé par la Commission de régulation de l'énergie (CRE) pour financer les activités de services mais surtout celles des énergies renouvelables. Or, comme l'ont montré les débats lors du récent congrès de la Fédération nationale des collectivités concédantes et régies (FNCCR), ce schéma présente des risques majeurs pour EDF, liés aux inquiétudes des élus qui ont été exprimées sur la place d'Enedis dans « EDF vert » et la structure du capital d'« EDF vert ». Ce schéma est-il vraiment compatible avec l'esprit des directives européennes sur la séparation des activités de réseau et de commercialisation ?

L'étroitesse du flottant d'EDF ne permet pas de faire du cours de Bourse un critère objectif d'appréciation de la valeur de l'entreprise.

La valorisation d'« EDF vert » repose essentiellement sur celle d'Enedis, qui est assise sur le monopole dont il dispose aujourd'hui de par la loi. Qui dit contrat de concession rappelle que les réseaux de distribution sont ab initio publics et n'appartiennent pas à Enedis mais aux collectivités locales. Même si Enedis est le concessionnaire obligé des collectivités locales, ce modèle très par-

ticulier en Europe est-il sans risque ? Non, car à en croire la motion adoptée au congrès de la FNCCR, les collectivités locales pourraient être tentées de s'interroger sur le modèle d'organisation de la distribution selon la structure du capital d'« EDF vert ». Aussi, tabler sur une valorisation à long terme d'Enedis pour booster la valeur d'« EDF vert » est une fausse bonne solution d'autant plus que les élus pourraient alors dire à EDF : « I want my money back » si cet argent sert à des projets hors de France.

Ce projet de séparation des activités n'améliorerait pas la performance opérationnelle ni la gouvernance des entreprises. Ce n'est pas en créant deux boîtes, bleue et verte, que les centrales nucléaires produiraient plus ou que le réseau de distribution acheminera plus d'électrons.

Ainsi, en prenant en compte les risques réglementaire et connessal, les enjeux politiques, et sans oublier l'urgence climatique, le vrai projet doit être de transformer EDF en bras armé de l'État pour mettre en œuvre son objectif de neutralité carbone d'ici à 2050. En effet, les financements nécessaires n'auront pas la rentabilité attendue par le marché sans subventionnement massif des pouvoirs publics. Alors comment imaginer raisonnablement que ce projet de spin-off puisse booster le cours de Bourse d'EDF ?

William Viry-Allemoz est secrétaire général de la CFE-CGC Énergies.

boursière du vendredi 4 octobre 2019, le salut boursier d'EDF passerait donc indubitablement par une séparation de ses activités, autrement appelé spin-off, probablement inspiré par les travaux de Cusatis, Miles et Woolridge publiés en 1994 dans le Journal of applied corporate finance sous le nom « Some new evidence that spinoffs create value ». Or, il faut rappeler que l'État détient 83,7 % d'EDF et que le mouvement boursier n'a porté sur 0,1 % du capital total. La volatilité du titre est donc à relativiser du fait de l'étroitesse du flottant qui, plus largement, ne permet pas de faire du cours de bourse un critère objectif d'appréciation de la valeur de l'entreprise.

L'intérêt du spin-off pour obtenir deux bilans distincts résiste assez peu à la consolidation des comptes qui interviendra puisque « EDF Bleu » détiendra, dans un premier temps 100 % de « EDF Vert » et en sera toujours, l'actionnaire majoritaire, selon les défenseurs du projet, interdisant de facto la déconsolidation, notamment d'une partie de la dette qui serait opportunément transférée dans « EDF Vert ».

L'ALLIANCE CFE UNSA ÉNERGIES,
100 % LIBRES... 100 % VOUS !

CFE ÉNERGIES
UNSA ÉNERGIE
www.cfe-energies.com
www.unsa-energie.fr



Le seul intérêt du projet est donc financier : capter le cash issu de la distribution d'électricité sur la base du tarif fixé par la Commission de Régulation de l'Énergie (CRE) pour financer les activités de services mais surtout celles des énergies renouvelables.

Or, comme l'ont montré les débats lors du récent congrès de la Fédération Nationale des Collectivités Concédantes et Régies (FNCCR), ce schéma présente des risques majeurs pour EDF, liés aux inquiétudes des élus qui ont été exprimées sur la place d'Enedis dans « EDF Vert » et la structure du capital d'EDF Vert. Or ce schéma est-il vraiment compatible avec l'esprit des directives européennes sur la séparation des activités de réseau et de commercialisation ?

La valorisation de « EDF Vert » reposerait essentiellement sur Enedis qui est assise sur le monopole dont elle dispose aujourd'hui de par la loi. Qui dit contrat de concession rappelle que les réseaux de distribution sont ab initio publics et n'appartiennent pas à Enedis mais aux collectivités locales. Même si Enedis est le concessionnaire obligé des collectivités locales, ce modèle très particulier en Europe est-il sans risque ? Non, car à en croire la motion adoptée au congrès de la FNCCR, les collectivités locales pourraient être tentées de s'interroger sur le modèle d'organisation de la distribution selon la structure du capital d'EDF Vert. Aussi, tabler sur une valorisation à long terme d'Enedis pour booster la valeur de « EDF Vert » est une fausse bonne solution d'autant plus que les élus pourraient alors dire à EDF « *I want my money back* » si cet argent sert à des projets hors de France.

SPIN-OFF



Ce projet de séparation des activités n'améliorerait pas la performance opérationnelle, ni la gouvernance des entreprises. Ce n'est pas en créant deux boîtes bleue et verte que les centrales nucléaires produiront plus ou que le réseau de distribution acheminera plus d'électrons.

Ainsi, en prenant en compte les risques régulateur et concessif, les enjeux politiques, et sans oublier l'urgence climatique, le vrai projet doit être de transformer EDF en bras armé de l'État pour mettre en œuvre son objectif de neutralité carbone d'ici 2050. En effet les financements nécessaires n'auront pas la rentabilité attendue par le marché sans subventionnement massif des pouvoirs publics, alors comment imaginer raisonnablement que ce projet de spin-off puisse booster le cours de bourse d'EDF ?

**« EDF est notre avenir,
préservons-la ! ».**