

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2019 - A.C. - 1 du 7 octobre 2019

relatif à la contrepartie financière due par La Française des Jeux en application de l'article 17 de l'ordonnance du 2 octobre 2019

La Commission,

Vu la lettre en date du 12 septembre 2019 par laquelle le ministre de l'économie et des finances a saisi la Commission en vue de la mise sur le marché d'une partie significative du capital de la société La Française des Jeux ;

Vu la loi n°2010-476 du 12 mai 2010 relative à l'ouverture à la concurrence et à la régulation du secteur des jeux d'argent et de hasard en ligne ;

Vu la loi n°2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, et en particulier ses articles 137 à 139 ;

Vu l'ordonnance n°2014-948 du 20 août 2014 modifiée relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique et le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de ladite ordonnance ;

Vu l'ordonnance n°2019-1015 du 2 octobre 2019 réformant la régulation des jeux d'argent et de hasard, notamment son article 17 ;

Vu le décret n°78-1067 du 9 novembre 1978 modifié relatif à l'organisation et à l'exploitation des jeux de loterie autorisés par l'article 136 de la loi du 31 mai 1933 et par l'article 48 de la loi n° 94-1163 du 29 décembre 1994 ;

Vu le décret n°85-390 du 1er avril 1985 relatif à l'organisation et à l'exploitation des jeux de pronostics sportifs autorisés par l'article 42 de la loi de finances pour 1985 ;

Vu la convention du 29 décembre 1978 conclue entre l'Etat et la société La Française des Jeux, modifiée le 9 mars 2006 ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat en date du 13 septembre 2019 et son complément du 16 septembre 2019 ;

Vu le rapport des banques conseils de l'Etat adressé à la Commission le 11 septembre 2019 et sa version finale complétée le 4 octobre 2019 ;

Vu les trois notes du conseil juridique de l'Etat, le cabinet Weil, adressées à la Commission les 11 et 16 septembre et 4 octobre 2019 respectivement ;

Vu la note de présentation de La Française des Jeux remise par la société en séance à la Commission le 13 septembre 2019 ;

Vu les documents rendus publics par La Française des Jeux et en particulier :

- le communiqué de presse du 17 avril 2019 sur les résultats de l'exercice 2018 ;
- le rapport intégré 2018 ;
- le communiqué de presse du 25 juillet 2019 sur l'activité du premier semestre 2019 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 9 septembre 2019 :

- le ministre de l'économie et des finances représenté par M. Charles SARRAZIN, directeur de participations à l'Agence des participations de l'Etat (APE), et Mme Stéphanie PETARD, assisté de sa banque conseil, Lazard, représentée par M. Charles-Henry GAULTIER, Managing Director ;

- le 13 septembre 2019 successivement :

1- le ministre de l'économie et des finances représenté par M. Martin VIAL, commissaire aux participations de l'Etat, directeur général de l'APE, M. Charles SARRAZIN, M. Jérémie GUE, M. Emmanuel BOSSIERE, M. Aurélien RIVIERE et Mme Stéphanie PETARD, assisté

- de ses banques conseils

- . BNP Paribas représentée par MM. Christophe JALINOT, Igor DONNIO et Jean-Pascal TORTEL, banquiers ;
- . Goldman Sachs représentée par Mme Anne BIZIEN, banquier ;
- . Société générale représentée par M. Damien IENTILE, banquier ;
- . Citi représentée par M. Olivier PASSIEUX, banquier ;
- . Lazard, représentée par M. Maxime NORDIN, banquier ;

- de son conseil juridique, le cabinet Weil, représenté par Maître Frédéric SALAT-BAROUX, avocat à la Cour ;

2- la société La Française des Jeux représentée par Mme Stéphane PALLEZ, présidente-directrice générale, M. Pascal CHAFFARD et M. Stéphane LABARRE, assistée de sa banque conseil, Rothschild, représentée par MM. Eric de LA CROIX VAUBOIS et Nicolas BONNAULT, associés-gérants, et Emmanuel GUILLEMET ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 12 septembre 2019, le ministre de l'économie et des finances a saisi la Commission, en vue de la mise sur le marché d'une partie significative du capital de la société La Française des Jeux. Cette saisine précise que :

« Il est prévu que le projet d'ordonnance réformant la régulation des jeux d'argent et de hasard, qui doit être prise en application de l'article 137-IV de la loi n° 2019-486 susvisée, confie à votre Commission la mission d'émettre un avis sur l'indemnité qui sera due par la société en

contrepartie de l'octroi par la loi des droits exclusifs pour une durée de 25 ans et de l'évolution des conditions d'exploitation de ces droits, tels que disposent les articles 137 et 138 de cette loi. J'ai l'honneur de saisir votre Commission de cette opération et plus spécifiquement des éléments de calcul de l'indemnité. »

L'article 17 de l'ordonnance du 2 octobre 2019 susvisée, publiée au Journal officiel du 3 octobre 2019, dispose ainsi que :

« La société La Française des jeux s'acquitte, avant le 30 juin 2020, d'un versement à l'Etat en contrepartie de l'octroi, pour les durées fixées à l'article 15 de la présente ordonnance, des droits exclusifs mentionnés aux articles L. 322-8 et L. 322-14 du code de la sécurité intérieure dans leur rédaction issue de la présente ordonnance. Le montant de ce versement est fixé, après avis conforme de la Commission des participations et des transferts, dans le cahier des charges prévu à l'article 16. L'avis de la Commission des participations et des transferts est rendu public à la date de la publication du décret en Conseil d'Etat approuvant le cahier des charges. »

II.- La société La Française des Jeux (ou FDJ) est issue de la création en 1978 de la Société de la Loterie Nationale et du Loto National, société d'économie mixte, qui a pris son nom actuel en 1991.

Le capital de la FDJ est actuellement réparti comme suit :

- Etat : 72%,
- Union des Blessés de la Face et de la Tête (UBFT) : 9,2%,
- Salariés : 5%,
- Fédération Maginot : 4,2%,
- Confédération Nationale des Buralistes de France : 2%,
- Autres (dont la société IDSUD : 2,6%) : 7,6%.

La société s'est vue confier par l'Etat l'organisation et l'exploitation à titre exclusif des jeux suivants :

-les jeux de loterie, y compris par voie de communications électroniques, en application de l'article 17 du décret du 9 novembre 1978 susvisé, qui dispose que :

« L'organisation et l'exploitation de ces jeux sont confiées à une entreprise publique constituée sous forme de société anonyme. Les statuts de cette société dénommée La Française des jeux sont approuvés par le ministre chargé du budget et le ministre chargé de l'économie et des finances. »

- les jeux de pronostics sportifs, en application de l'article 18 du décret du 1er avril 1985 qui dispose que :

« L'organisation et l'exploitation des jeux de pronostics sportifs sont confiés à la société mentionnée à l'article 17 du décret n° 78-1067 du 9 novembre 1978 relatif à l'organisation et à l'exploitation des jeux de loterie autorisés par l'article 136 de la loi du 31 mai 1933. »

La loi n° 2010-476 du 12 mai 2010 relative à l'ouverture à la concurrence et à la régulation du secteur des jeux d'argent et de hasard en ligne a ouvert à la concurrence les paris sportifs en ligne, et restreint de ce fait les droits exclusifs détenus par la FDJ aux seuls paris sportifs effectués dans les réseaux physiques.

La loi du 22 mai 2019 susvisée (dite « loi PACTE ») a réformé le régime des jeux de hasard. Son article 137 définit l'étendue des jeux dont l'exploitation est confiée à FDJ et autorise le transfert au secteur privé de la société dans les termes suivants :

« I.- L'exploitation des jeux de loterie commercialisés en réseau physique de distribution et en ligne ainsi que des jeux de pronostics sportifs commercialisés en réseau physique de distribution est confiée pour une durée limitée à une personne morale unique faisant l'objet d'un contrôle étroit de l'Etat.

II.- La société La Française des jeux est désignée comme la personne morale unique mentionnée au I du présent article à compter de la publication de la présente loi. [...]

III.- Le transfert au secteur privé de la majorité du capital de la société La Française des jeux est autorisé. Le décret décidant le transfert au secteur privé de la majorité du capital de la société La Française des jeux entre en vigueur après le dépôt du projet de loi de ratification de l'ordonnance mentionnée au IV du présent article.

IV.- Dans les conditions prévues à l'article 38 de la Constitution, le Gouvernement est habilité à prendre par voie d'ordonnance, dans un délai de six mois à compter de la publication de la présente loi, toute mesure relevant du domaine de la loi ayant pour objet :

1° De préciser le périmètre des droits exclusifs mentionnés au I, avec une définition juridique des catégories de jeux autorisés, et les contreparties dues par la personne morale unique mentionnée au même I au titre de leur octroi ;

2° De définir les conditions dans lesquelles sont exercés les droits exclusifs mentionnés au I, notamment la durée limitée d'exercice de ces droits, qui ne pourra excéder vingt-cinq ans ;

3° De définir les conditions d'organisation et d'exploitation des droits exclusifs mentionnés au I ainsi que les modalités du contrôle étroit sur la personne morale unique mentionnée au même I en prévoyant la conclusion d'une convention entre l'Etat et la personne morale unique mentionnée au dit I ou le respect par cette même personne d'un cahier des charges défini par l'Etat ; [...]

L'ordonnance du 2 octobre 2019 susvisée :

- à son article 7, insère, au sein du code de la sécurité intérieure, un article 322-8 qui dispose que : « l'exploitation des jeux de loterie commercialisés en réseau physique de distribution et en ligne, directement ou avec le concours de tiers autorisés ou agréés, est confiée à la personne morale unique mentionnée à l'article 137 de la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises faisant l'objet d'un contrôle étroit de l'Etat. » ;

- à son article 8 insère, au sein du même code, un article 322-14 qui dispose que : « l'exploitation des jeux de paris sportifs commercialisés en réseau physique de distribution est confiée pour une durée limitée à la personne morale unique mentionnée à l'article 137 de la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises faisant l'objet d'un contrôle étroit de l'Etat. » ;

- à son article 15 dispose que : « les droits exclusifs mentionnés aux articles L.322-8 et L.322-14 du code de la sécurité intérieure sont confiés à la société La Française des jeux pour une durée de 25 ans. » ;

- à son article 16 dispose que : « une convention conclue entre l'Etat et la société La Française des jeux et un cahier des charges défini par l'Etat sont approuvés par décret en Conseil d'Etat.

Comme exposé au point I du présent avis, son article 17 dispose que : « La société La Française des jeux s'acquitte, avant le 30 juin 2020, d'un versement à l'Etat en contrepartie

de l'octroi, pour les durées fixées à l'article 15 de la présente ordonnance, des droits exclusifs mentionnés aux articles L.322-8 et L.322-14 du code de la sécurité intérieure dans leur rédaction issue de la présente ordonnance. ».

III.- La société FDJ est le principal opérateur de jeux d'argent et de hasard en France et la deuxième loterie en Europe. Elle exerce à la fois les activités pour lesquelles elle est attributaire des droits exclusifs (loterie et jeux de paris sportifs commercialisés en réseau physique de distribution) et des activités ouvertes à la concurrence par la loi du 12 mai 2010 susvisée. Les données qui suivent sont exclusivement celles rendues publiques par la société.

En 2018, les mises ont au total atteint le montant de 15,8 milliards d'euros (en hausse de 4,4% par rapport à 2017). Elles se sont réparties par gamme de jeux comme suit :

- jeux de grattage (jeux « illiko » : Morpion, Banco, ...) : 7,7 milliards (soit 49%),
- jeux de tirage (Loto, Euromillions, Keno) : 5,1 milliards (32%),
- paris sportifs : 3 milliards (19%).

L'année a été caractérisée par la forte hausse des paris sportifs, la progression des jeux de grattage et le léger recul des jeux de loterie.

Avec un taux de retour aux joueurs de 67,6% (en hausse de 0,8 point), soit des gains des joueurs de 10,7 milliards d'euros, le produit brut des jeux s'est élevé à 5,12 milliards d'euros (+1,9%). Après prélèvements publics, le « revenu net des jeux » pour la FDJ s'est élevé à 1,77 milliard d'euros (+2,7%).

En ajoutant à ce montant les produits des autres activités, le chiffre d'affaires de l'exercice 2018 a été de 1,80 milliard d'euros, en hausse de 2,3% par rapport à 2017.

La FDJ a réalisé en 2018 un EBITDA (excédent brut d'exploitation) de 315 millions d'euros, stable par rapport à 2017 du fait en particulier de l'augmentation de la rémunération des détaillants. Le résultat net est de 170 millions, en baisse de 5,8%, le résultat financier ayant été impacté par l'évolution défavorable des marchés en fin d'année.

Au 31 décembre 2018, la FDJ présente une trésorerie nette de 841 millions d'euros (+4%).

Au titre des trois derniers exercices, le dividende par action a été fixé respectivement à 620 euros, à 650 euros et à 610 euros.

Au cours du premier semestre 2019, la dynamique de croissance s'est accentuée, se traduisant par une progression des mises de 7% et du chiffre d'affaires de 5%, par rapport au premier semestre 2018.

Toutes les gammes de jeux ont progressé, spécialement les paris sportifs (+15%), mais aussi les jeux de grattage (+7,6%) et les jeux de tirage (+1,6%). Les mises numérisées (jeux en ligne et mises dématérialisées en point de vente) ont fortement progressé (+40%). Les mises dans le réseau physique ont augmenté de 5,7%.

IV.- En vue d'évaluer la contrepartie financière prévue à l'article 17 de l'ordonnance du 2 octobre 2019, la Commission a conduit ses travaux suivant une approche multicritères faisant appel aux méthodes objectives couramment pratiquées en matière d'évaluation.

Elle a disposé d'un rapport établi par les banques conseils de l'Etat : BNP Paribas, Citi, Goldman Sachs, Lazard et Société générale, et d'une analyse juridique conduite par le cabinet Weil. Les analyses menées par les banques visent à établir l'impact sur la valorisation de la FDJ de l'octroi des droits exclusifs dans le nouveau cadre résultant de la loi PACTE. Pour leurs travaux, les banques utilisent des plans d'affaires des activités sous droits exclusifs pré et post loi PACTE établis par la FDJ.

Les banques conseils observent que la valeur théorique de la contrepartie financière est la résultante nette d'impacts positifs et négatifs sur la valeur de la FDJ du régime mis en place en application de la loi PACTE :

- d'une part, un impact négatif lié à la limitation à 25 ans de la durée des droits exclusifs (par rapport à une durée illimitée dans le cadre précédent). Il est évalué par la perte de la valeur terminale à l'issue des 25 ans dans le cadre d'une valorisation DCF sur la base du plan d'affaires pré loi PACTE ;
- d'autre part, un impact positif lié à la sécurisation des droits exclusifs et du cadre fiscal aboutissant à un plan d'affaires moins risqué que dans l'ancien contexte. Il est évalué par les banques selon les deux méthodes décrites ci-dessous ;
- enfin, un impact négatif lié aux effets combinés du changement de fiscalité sur l'horizon du plan d'affaires et d'autres coûts additionnels supportés par la société dans le nouveau cadre (assurance et marketing). Il est directement évalué par comparaison des plans d'affaires pré et post loi PACTE.

Les banques conseils présentent deux méthodes d'évaluation de l'impact positif résultant de la sécurisation des droits exclusifs et du cadre fiscal :

a.- Méthode dite « par le plan d'affaires » :

Cette méthode cherche à approcher, selon la technique de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) et à taux d'actualisation constant (le coût du capital CMPC estimé à 6,93%), la différence de valeur de FDJ sur la base du plan d'affaires post loi PACTE et sur celle de son plan d'affaires pré loi PACTE affecté par plusieurs hypothèses de dégradation résultant de potentielles évolutions défavorables du cadre réglementaire et fiscal. L'éventail de scénarii obtenus et de soultes induites est ensuite confirmé et recentré par la méthode dite « de Monte-Carlo », permettant statistiquement de déterminer les scénarii ayant la probabilité d'occurrence la plus forte ;

b.- Méthode dite « par le CMPC » :

Cette méthode cherche, à la différence de la précédente, à approcher la différence de valeur induite par un écart entre les taux d'actualisation à plan d'affaires constant. Elle vise ainsi à mesurer l'impact de la sécurisation des droits exclusifs et du cadre fiscal de la FDJ. L'écart de taux d'actualisation est apprécié en comparant les CMPC de sociétés opérant dans un même secteur mais avec un niveau différent de sécurisation de leur cadre. Les banques étudient deux secteurs : celui des jeux, en comparant loteries et acteurs de paris et jeux en ligne, celui de l'énergie en comparant acteurs régulés et non-régulés. Les banques examinent ainsi les effets d'écarts de taux d'actualisation de 286, 309 et 483 points.

A la demande de la Commission, les banques conseils ont étudié une approche alternative fondée sur un scénario théorique, qui n'est pas celui retenu par la loi PACTE, selon lequel il aurait été mis fin à l'attribution sans durée limitée de droits exclusifs à la FDJ et une licence nouvelle lui aurait été attribuée. Les banques appuient les éléments de leur calcul de l'indemnité sur l'étude juridique du cabinet Weil. Elles comparent ainsi la valeur d'une licence nouvelle post loi PACTE selon la méthode DCF sur 25 ans et la perte indemnifiable que subirait la FDJ au titre de la révocation de l'attribution de droits exclusifs sans durée limitée. Pour le calcul de cette perte, les banques recourent également à la méthode DCF sur la base d'un plan d'affaires pré loi PACTE dégradé selon la méthode a. Elles envisagent, ensuite, une hypothèse de non compensation intégrale de cette perte, et appliquent à la base indemnifiable une décote de 0% à 10%.

Les banques présentent ainsi trois fourchettes de valorisation de la contrepartie financière :

- méthode a : 212-660 millions d'euros
- méthode b : 121-748 millions d'euros
- approche alternative : 222-554 millions d'euros.

V.- La Commission a examiné les éléments d'impact pris en compte par les banques et qui résultent de l'application des dispositions des articles 137 à 139 de la loi du 22 mai 2019 susvisée (loi PACTE) et des articles 15 à 24 de l'ordonnance du 2 octobre 2019 susvisée.

Elle estime que tous les éléments susceptibles d'avoir une influence significative sur le calcul de la contrepartie financière ont bien été pris en compte. Les deux éléments les plus importants pour ce calcul sont :

- la substitution d'une attribution par la loi de droits exclusifs pour une durée de 25 ans à une attribution antérieure par le règlement sans durée limitée, susceptible, en théorie du moins, d'être révoquée à tout moment. Ce changement induit pour la FDJ à la fois la perte de valeur de son plan d'affaires pré loi PACTE au-delà de 25 ans, mais une sécurisation des 25 premières années (qui se traduit par une prime de risque diminuée dans son coût du capital) ;
- la prévisibilité du cadre réglementaire (se traduisant en particulier par la création d'une autorité administrative indépendante) et fiscal qui induit pour la FDJ une sécurisation des conditions d'exploitation mais aussi certains coûts.

L'impact positif de la sécurisation de l'activité de la FDJ sur les 25 prochaines années est évalué directement par la méthode b développée dans le rapport des banques conseils. Il apparaît cependant que le résultat est extrêmement sensible au taux d'actualisation (le coût du capital) utilisé. A cet égard, la borne haute de l'écart de taux d'actualisation (483 points) paraît excessive tant au regard des exemples les plus comparables cités dans le rapport des banques que de l'expérience de la Commission dans des dossiers comparant, en particulier pour une même entreprise, des plans d'affaires affectés de niveaux de risque différents.

Les résultats de la méthode a paraissent incertains car les différents scénarii dépendent d'hypothèses dont la validité est difficile à apprécier, notamment en ce qui concerne l'extrapolation de l'évolution passée du « revenu net des jeux » pour la FDJ, qui ne peut être facilement appliquée faute d'analyse plus approfondie des contextes. La Commission relève, dans cette approche, la forte sensibilité des résultats présentés aux probabilités de baisse de rémunération de la FDJ, probabilités hypothétiques.

Dans ces conditions, la Commission a demandé aux banques conseils de développer une approche alternative se fondant sur une comparaison avec la situation théorique où l'Etat aurait mis fin à l'attribution des droits exclusifs sans durée limitée et où la FDJ aurait acquis une nouvelle licence. En vue de déterminer l'indemnité qu'aurait été susceptible de recevoir la FDJ au titre de la révocation de son attribution de droits sans durée limitée, une étude juridique a été réalisée par le cabinet Weil. Sans préjuger de ce qu'aurait été l'appréciation du juge administratif, cette étude aboutit à une conclusion qui a servi de base pour le calcul alternatif demandé par la Commission. Ce calcul rejoint en partie la méthode a en ce que les banques y intègrent des incertitudes sur le plan d'affaires avant la sécurisation (pré loi PACTE).

Sur ces bases, la Commission retient, tous éléments pris en compte, un surcroît de valorisation de 380 millions d'euros en faveur de la FDJ résultant de l'application des dispositions de la loi PACTE. Cette valorisation correspond notamment à une prime de taux d'actualisation d'environ 350 points de base par rapport à la situation antérieure.

VI.- Pour tous ces motifs, et au vu des documents qui lui ont été communiqués, la Commission évalue à 380 millions d'euros la valeur de la contrepartie financière dont le versement est prévu à l'article 17 de l'ordonnance du 2 octobre 2019.

Adopté dans la séance du 7 octobre 2019 où siégeaient M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, Mme Paquita MORELLET-STEINER, Mme Anne PERROT, M. Yvon RAAK et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER