

FONDS SOUVERAINS : QUELLE STRATÉGIE POUR LA FRANCE ?

ALAIN DEMAROLLE *

Les fonds souverains ne sont pas un phénomène nouveau. S'ils attirent aujourd'hui l'attention, c'est en raison de la conjonction de trois tendances :

- l'ampleur croissante de leurs actifs sous gestion (de 3 000 Md\$ aujourd'hui à plus de 10 000 Md\$ en 2013) ;
- la diversification rapide de ces actifs vers des prises de participation, qui peuvent être significatives, dans des sociétés étrangères cotées ;
- la création de fonds par de nouveaux États non membres de l'OCDE et aux ambitions géopolitiques affirmées, notamment la Russie et la Chine.

367

L'INÉLUCTABLE MONTÉE EN PUISSANCE DES FONDS SOUVERAINS : UN PHÉNOMÈNE QUI SUSCITE DES INTERROGATIONS LÉGITIMES MAIS DEMEURE FONDAMENTALEMENT POSITIF

La montée en puissance des fonds souverains est un phénomène irréversible. En effet, elle résulte de deux tendances lourdes : l'augmentation du prix des matières premières ; le caractère structurel d'excédents de balance courante. De même, l'apparition des fonds souverains comme investisseurs de premier plan et notamment comme actionnaires significatifs des grandes sociétés occidentales est la conséquence logique de la diversification de leurs actifs. L'enjeu pour la France est donc d'évaluer sans *a priori* ce phénomène, afin de tirer le meilleur parti,

* Inspecteur des finances, auteur du rapport sur les fonds souverains (mai 2008) pour le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Emploi.

Cet article s'appuie sur la synthèse de ce rapport.

pour son économie et ses entreprises, d'un processus qui n'en est encore qu'à ses débuts.

Par sa nouveauté, ce processus suscite des interrogations. Outre le questionnement sur la gouvernance et les objectifs de ces fonds, une inquiétude apparaît particulièrement légitime : celle du risque d'une prise de contrôle, directe ou larvée, d'entreprises considérées comme stratégiques par des investisseurs étrangers contrôlés par leur gouvernement national. Ce risque est au centre des polémiques qu'ont suscité des opérations récentes dans toutes les parties du monde : aux États-Unis (tentatives d'acquisition de Unocal par CNOOC et de sociétés portuaires par Dubaï Port World), en Europe (rumeurs d'offres de Gazprom sur Centrica et acquisition de 5 % d'EADS par VTB) tout comme en Asie-Pacifique (intérêt de Temasek pour Shin Corp. et de Chinalco pour BHP Billiton).

Face à ces interrogations, il faut rappeler que dans leur quasi-totalité, ces tentatives de prise de contrôle étaient le fait d'entreprises publiques et non de fonds souverains. Même si l'on peut distinguer parmi les fonds souverains entre les « gestionnaires de portefeuille » (ADIA, GPF Global, GIC) qui investissent principalement en fonction de critères d'allocation globaux et les « fonds d'investissement » (Mubadala, Temasek, QIA) qui font plus largement appel à des critères stratégiques, il reste que les fonds n'ont pas, contrairement aux entreprises, notamment publiques, les moyens de fonder un projet de contrôle industriel.

De ce point de vue, la création de fonds par des pays comme la Chine ou la Russie peut être considérée comme une évolution positive : de tels fonds sont en effet beaucoup moins susceptibles de servir de vecteur à des prises de contrôle industrielles que des entreprises publiques ; ils permettent de nouer un dialogue entre investisseurs et sociétés occidentales.

Les fonds souverains peuvent jouer un rôle positif au sein du système financier international pour les pays d'origine, comme pour les pays d'accueil. Leur perspective à long terme est en effet particulièrement bienvenue pour le financement d'investissements essentiels, tels que les infrastructures, et permet d'asseoir le développement des entreprises dans la durée. Ils constituent enfin un investisseur particulièrement précieux face à la crise financière actuelle. En témoignent leurs prises de participation dans de nombreuses institutions financières de premier plan.

LA FRANCE A DES ATOUTS SPÉCIFIQUES À FAIRE VALOIR FACE AUX FONDS SOUVERAINS

Le G7 a demandé au FMI et à l'OCDE de définir des bonnes pratiques qui seraient adoptées par les fonds souverains ainsi que par

les pays accueillant leurs investissements. Le FMI a ainsi présenté, lors de sa session d'automne 2008, des bonnes pratiques élaborées de concert avec les principaux fonds souverains. Cette démarche a bénéficié, à juste titre, du soutien de la France, conformément à la position européenne proposée par la Commission.

Au-delà de ce soutien de principe, la France doit cependant définir plus précisément sa position, en tenant compte de deux données :

- en raison de l'insuffisance de notre épargne nationale, notamment libellée en actions, la France et ses entreprises ont structurellement besoin d'investisseurs étrangers de long terme. Nos grandes entreprises en ont pleinement conscience et développent, notamment dans le cadre de *road shows*, une politique de démarchage active des investisseurs étrangers, et notamment des principaux fonds souverains ;
- pour les fonds souverains, la France est une destination d'investissement parmi d'autres et nous sommes donc en compétition avec nos principaux partenaires pour attirer ces investisseurs.

Face aux fonds souverains, la France peut faire valoir trois atouts majeurs :

- des entreprises et des secteurs d'excellence correspondant particulièrement aux priorités d'investissement des fonds souverains : infrastructures, télécommunications, transports, services, par exemple ;
- un régime de contrôle des investissements étrangers, limité à des secteurs clairement définis, appliqué de façon mesurée et qui assure une forte sécurité juridique aux investisseurs, alors même que plusieurs de nos partenaires, notamment les États-Unis, ont choisi une orientation beaucoup plus restrictive ;
- l'absence de toute discrimination ou réglementation visant spécifiquement les fonds souverains, dans notre cadre réglementaire ou législatif ou en droit boursier.

369

ORIENTATIONS POUR LA STRATÉGIE DE LA FRANCE

Pour tirer le meilleur parti du développement des fonds souverains, la stratégie de la France doit reposer sur trois orientations :

- établir un dialogue confiant avec les fonds souverains ;
- favoriser un dialogue productif pour nos entreprises et notre économie ;
- fonder ce dialogue sur le principe de réciprocité.

Établir un dialogue confiant avec les fonds souverains

La principale faiblesse de la France, c'est sa perception : celle d'un pays encore réticent à accueillir les investisseurs financiers, notamment les fonds souverains. Cette perception ne correspond en rien à la

réalité de notre économie, pas plus qu'à notre cadre législatif et réglementaire.

Plutôt qu'une modification en profondeur de notre réglementation, la priorité est donc de définir clairement ce que nous attendons des fonds souverains, mais aussi ce que nous pouvons leur offrir.

Définir clairement nos attentes à l'égard des fonds souverains

Pour fonder ce dialogue de confiance, il faut - et il suffit - que les fonds souverains qui souhaitent investir en France s'engagent à nous éclairer sur trois points :

- quels sont leurs critères d'investissement ?
- quel est le rôle des autorités politiques dans la définition et la conduite de leur politique d'investissement ?
- quelle est leur conception de leur rôle d'actionnaire ?

Peu importent les modalités de communication ; ce qui est essentiel c'est que l'ensemble des parties prenantes puisse avoir sur ces trois points une vision claire de la position des fonds souverains.

Refuser tout traitement discriminatoire des fonds souverains

La France - ainsi qu'idéalement ses partenaires européens - devrait prendre un engagement simple : refuser toute discrimination à l'égard des fonds souverains en tant qu'investisseurs. Cet engagement aurait notamment deux conséquences pratiques :

- appliquer aux fonds souverains la même réglementation qu'aux autres investisseurs institutionnels et financiers, notamment les *hedge funds* et les fonds de *private equity* ;
- appliquer les règles de bonnes pratiques à l'égard des fonds souverains telles qu'elles seront définies par l'OCDE.

Formaliser nos engagements réciproques avec les fonds souverains

Devront être accueillis à Paris tous les fonds souverains qui souhaiteront s'associer à cette démarche. L'objectif est double : mettre fin au climat actuel d'interrogations réciproques et envoyer un signal fort d'accueil de ces investisseurs.

L'Union européenne devra bien évidemment être pleinement associée à cette démarche.

Favoriser un dialogue productif pour nos entreprises et notre économie

Promouvoir les secteurs d'investissement de long terme de l'économie française

La promotion de notre économie et de nos entreprises auprès des fonds souverains doit d'abord porter sur des secteurs d'investis-

sement de long terme, dans lesquels nous disposons d'une expertise particulière.

Elle pourrait également porter sur des domaines encore insuffisamment couverts par les marchés : énergies renouvelables, fonds propres des PME. Le dispositif France Investissement, qui associe acteurs publics et privés pour financer le développement et la croissance de nos PME pourrait ainsi être ouvert aux fonds souverains.

Enfin, la Caisse des dépôts a développé un positionnement historique unique d'investisseur de long terme sur le marché français. Elle peut donc offrir des opportunités de partenariat aux investisseurs publics étrangers. La Caisse des dépôts pourra ainsi, en développant un réseau d'investisseurs de long terme, comprenant des fonds souverains, favoriser l'investissement productif en France.

Renforcer notre politique d'influence à l'égard des fonds souverains

La France dispose de nombreux professionnels de la finance à la compétence internationalement reconnue. Alors que les fonds souverains se dotent de structures de conseil et de gouvernance internes, il faut activement promouvoir la participation de professionnels français à ces structures. Des organisations telles que Paris Europlace peuvent jouer un rôle majeur dans cette mobilisation.

371

Fonder ce dialogue sur le principe de réciprocité au niveau national comme au niveau communautaire

L'ouverture aux fonds souverains ne signifie pas que la France doive renoncer à la nécessaire protection de nos intérêts stratégiques, tout en refusant toute discrimination à l'égard des fonds souverains. Pour cela, l'orientation fondamentale doit être l'application du principe de réciprocité s'agissant de l'ouverture à nos investisseurs de la réglementation des investissements étrangers et de la réglementation applicable aux prises de contrôle.

Cette orientation doit notamment être retenue pour permettre la mise en œuvre effective du droit fondamental de la France à s'opposer à toute prise de contrôle qui mettrait en jeu nos intérêts stratégiques nationaux. Il apparaît que cela peut très largement être le cas dans le cadre du droit existant.

Promouvoir le principe de réciprocité pour l'accès des investissements français et européens dans les pays d'origine des fonds souverains

La contrepartie de l'ouverture, c'est l'accès de nos entreprises aux pays d'origine des fonds souverains. Le principe de réciprocité ne signifie pas l'identité. Il implique cependant que des progrès significatifs

soient enregistrés, s'agissant du régime des investissements étrangers dans ces pays. La situation actuelle n'est pas satisfaisante pour un grand nombre de pays. Cette asymétrie doit être corrigée. Un des objectifs de la présidence française de l'Union européenne doit donc être des progrès significatifs dans les négociations commerciales en cours, notamment avec le Conseil de coopération des États arabes du Golfe, la Chine et la Russie.

Fonder toute réglementation européenne des investissements étrangers par secteur sur le principe de réciprocité

Face au développement des fonds souverains, deux scénarios doivent être écartés : celui d'une réglementation *ad hoc* visant spécifiquement ce type d'investisseurs ; celui d'une refonte du régime français des investissements étrangers, qui apparaît proportionné et adapté. La mise en place d'un dispositif européen de contrôle des investissements étrangers conférant un large pouvoir discrétionnaire à une autorité spécifique ne recueillera pas, par ailleurs, de consensus communautaire.

Par contre, il peut être légitime d'ouvrir la réflexion sur la définition de secteurs stratégiques au niveau européen pour lesquels une réglementation spécifique des investissements étrangers doit être adoptée : certains de nos partenaires ont ainsi notamment évoqué l'énergie ou encore les infrastructures.

372

La France doit être ouverte à cette réflexion à condition que toute nouvelle réglementation européenne se fonde sur le principe de réciprocité : l'accès des investissements étrangers dans tel ou tel secteur sera conditionné à l'accès réciproque des investissements communautaires. Ainsi pourront être garantis, sans discrimination, des progrès symétriques dans l'ouverture aux investissements étrangers.

Appliquer pleinement le principe de réciprocité en droit boursier

La France a fait le choix de retenir la clause de réciprocité lors de la transposition de la directive communautaire sur les OPA. Cela signifie qu'en cas de tentative de prise de contrôle, la société cible est en mesure de prendre les mesures de défense adaptées dès lors que la société - ou le fonds - qui vise à prendre le contrôle n'offre pas les mêmes garanties en termes de gouvernance.

Cette réglementation est applicable aux fonds souverains, comme à l'ensemble des investisseurs. Il peut donc y être recouru face à des tentatives de prise de contrôle, dans le cas où son application serait légitime.

Si des modifications plus ciblées de notre droit boursier étaient nécessaires, il conviendrait de les examiner à l'aune de ces deux principes : la réciprocité, et l'absence de toute discrimination entre investisseurs.