

**Séminaire
Vie des affaires**

*organisé grâce aux parrains de l'École
de Paris :*

Algoé²
ANRT
CEA
Chaire "management de l'innovation"
de l'École polytechnique
Chambre de Commerce
et d'Industrie de Paris
CNES
Conseil Supérieur de l'Ordre
des Experts Comptables
Crédit Agricole SA
Danone
EADS
École des mines de Paris
Erdyn
ESCP Europe
ESSILOR
Fondation Charles Léopold Mayer
pour le Progrès de l'Homme
Fondation Crédit Coopératif
Fondation Roger Godino
France Télécom
FVA Management
Groupe ESSEC
HRA Pharma
HR VALLEY²
IDRH
IdVector¹
Institut d'entreprise
Kurt Salmon
La Fabrique de l'industrie
La Poste
Lafarge
Mairie de Paris
Ministère de la Culture
Ministère du Redressement productif,
direction générale de la compétitivité,
de l'industrie et des services
OCP SA
Reims Management School
Renault
Saint-Gobain
Schneider Electric Industries
SNCF
Thales
Total
UIMM
Unicancer
Ylios

¹ pour le séminaire
Ressources technologiques et innovation
² pour le séminaire Vie des affaires

(Liste au 1^{er} mars 2013)

**LES FONDS SOUVERAINS
ET L'ÉCONOMIE FRANÇAISE :
MARIAGE FORCÉ OU DE RAISON ?**

par

Benoît JOURJON
Ingénieur du Corps des Mines
Benoît MALAPERT
Ingénieur du Corps des Mines

Séance du 7 décembre 2012
Compte rendu rédigé par Pascal Lefebvre

En bref

Les fonds souverains suscitent de l'inquiétude et des interrogations, voire des fantasmes. Si l'Occident n'a subitement découvert qu'en 2007 leur existence, ils ne sont pourtant que les symptômes d'un phénomène en cours depuis le début des années 2000, à savoir le transfert massif de richesses des pays développés vers les pays émergents. Face à ces acteurs dont l'importance continuera à croître dans les années à venir, qui se comportent très souvent en investisseurs avisés, mais parfois de manière stratégique voire avec des intentions masquées, la France doit donc s'interroger sur son positionnement et sur les modes de partenariat qui peuvent être développés.

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse
des comptes rendus ; les idées restant de la seule responsabilité de leurs auteurs.
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

EXPOSÉ de Benoît JOURJON et Benoît MALAPERT

Un problème de riches ?

Les pays développés n'ont pris conscience que très récemment de l'existence des fonds souverains. Les recherches Google sur l'entrée "fonds souverains" ne permettent de trouver ni publication, ni article de presse sur ce thème avant 2007. Le pic que l'on observe dans les années qui suivent correspond aux débuts de la crise financière et aux premières prises de contrôle, très médiatisées, de banques anglo-saxonnes par des fonds souverains. C'est à ce moment-là que le monde occidental se réveille brutalement, réalisant que les richesses ont changé d'hémisphère. Car c'est bien de cela dont il s'agit : les fonds souverains ne sont que les symptômes d'un transfert massif des richesses des pays industrialisés vers les pays émergents.

Ces fonds s'alimentent à deux sources de revenus. Tout d'abord, les fonds chinois (et les fonds asiatiques de manière générale) tirent leur argent des excédents commerciaux persistants qu'ils dégagent. En contrepartie de ses exportations, la Chine reçoit des dollars. Avec ces réserves de change et pour ne pas revaloriser le yuan, les fonds chinois n'achètent pas de renminbi, préférant accumuler des bons du Trésor américains. Les estimations évaluent à 700 milliards de dollars le montant de ces bons détenus par la Chine sur ses 3 000 milliards de dollars de réserves. La création d'un fonds souverain ne répond alors qu'à une logique de valorisation de ces immenses réserves excédentaires à un taux plus favorable que les 1 % de rendement promis par le Trésor américain.

Le problème est le même pour les pays rentiers : en 2012, il est prévu que les pays du Golfe exportent pour plus de 800 milliards de dollars de pétrole. Avec l'envolée des cours des matières premières, en particulier énergétiques, il s'agit désormais pour eux de placer idéalement l'argent de leur rente et d'abonder le budget de l'État avec les intérêts dégagés. Le Qatar a ainsi exporté, en 2011, 98 milliards de dollars de produits pétroliers pour une population de deux cent mille citoyens qataris. À l'heure du tarissement de leurs ressources, ces pays dépensent certes un peu pour construire des stades climatisés dans le désert ou des îles artificielles, mais ils cherchent surtout à préparer leur avenir en développant des industries et en investissant. Sachant qu'il est prévu un doublement de la taille des fonds souverains, qui devraient passer de 4 000 à 5 000 milliards de dollars aujourd'hui à 10 000 milliards de dollars d'ici dix ans, on peut donc dire que ces fonds ne sont que la réponse à un problème de riches : comment placer au mieux son argent à l'étranger ?

Par sa balance commerciale très excédentaire, la Chine a accumulé massivement ses réserves de change et elle a acheté beaucoup de bons du Trésor américains ou européens, placements réputés peu risqués. Mais, depuis 2007, elle cherche surtout à obtenir de meilleurs rendements pour ses placements. À cet effet, elle a créé la China Investment Corporation (CIC), dotée d'une partie des réserves de change de la Banque centrale, afin qu'elle les investisse dans des actifs plus risqués : entreprises, immobilier, infrastructures, matières premières, etc.

Pour acquérir ces outils et ces compétences, les fonds chinois, comme ceux des autres pays, font non seulement appel aux meilleurs spécialistes mondiaux de la finance formés à Londres ou à New York, mais ils développent aussi des compétences propres en interne. Adossés à de telles masses d'argent, on comprend que ces États aient parfois du mal à ne pas utiliser cette force de frappe de façon stratégique.

Les fonds souverains au service de la puissance

Il est très difficile de séparer les aspects financiers des fonds souverains des aspects stratégiques ou de rayonnement que les États, qui les détiennent, cherchent à obtenir. Certains de leurs investissements sont ainsi fortement teintés politiquement. Par exemple, la State

Administration of Foreign Exchange (SAFE), fonds souverain chinois qui gère les réserves de change du pays, a exigé, en contrepartie de ses achats de bons du Trésor du Costa Rica, une reconnaissance par ce pays de la Chine continentale. C'est le *New York Times* qui a révélé l'affaire, mettant ainsi à jour les aspects diplomatiques peu visibles de telles opérations.

On peut également citer le cas du Qatar, désormais bien connu en France. Cet émirat a choisi de bâtir une diplomatie basée sur l'influence, privilégiant le *soft power*, pour accroître son rayonnement international : achat du PSG en France, des grands magasins Harrods en Grande-Bretagne, achat d'actifs de renom dans le luxe ou l'immobilier de prestige comme l'hôtel Royal Monceau à Paris, etc. Cette stratégie complète une stratégie globale visant à disposer de médias influents, comme *Al Jazeera*, ou à organiser la Coupe du monde de football en 2020. Le fonds souverain n'est qu'une des pièces d'un vaste puzzle visant à créer une influence internationale qui permette à ce petit pays d'exister face aux grandes puissances et de se protéger de voisins fortement armés et à tendance belliciste.

En deuxième lieu, beaucoup de fonds souverains sont au service de pays en développement qui cherchent à créer des infrastructures, tels les pays du Golfe qui construisent à tout va aéroports, routes et villes nouvelles, ou qui ont des visées industrielles afin de préparer l'après pétrole. Mubadala, un des fonds souverains d'Abu Dhabi, se positionne ainsi en véritable bâtisseur et en chef d'orchestre de cette ambition industrielle.

Généralement, cela commence par une prise de participations dans des entreprises étrangères. Mubadala a ainsi acquis une part majoritaire de Global Foundries (ex-filiale production d'Advanced Micro Devices - AMD). Cela s'est poursuivi par la fusion avec le fabricant singapourien Chartered et la construction d'une usine aux Émirats arabes unis. Dans le domaine aéronautique, suite à la prise de participation dans Piaggio Aero, Abu Dhabi a mis progressivement en place des joint-ventures, avec European Aeronautic Defence and Space Company (EADS) en particulier, afin de développer la production locale et d'opérer des transferts de R&D. Cela passe également par la formation locale d'ingénieurs de niveau international, comme le master en microélectronique coenseigné avec le Massachusetts Institute of Technology (MIT) à Abu Dhabi, pour mettre la production au même niveau que celui des Occidentaux.

La sécurisation des approvisionnements

Un troisième rôle dévolu aux fonds souverains est la sécurisation des approvisionnements stratégiques. Les pays du Golfe sont de gros importateurs de produits agricoles et leurs fonds souverains jouent un rôle important en acquérant à l'étranger les terres agricoles nécessaires à l'alimentation de leur population. L'exemple le plus original est celui du Qatar et de son fonds souverain la Qatar Investment Authority (QIA) qui investit dans les productions agricoles, directement ou via sa filiale Hassad Food. QIA a ainsi acheté pour plusieurs milliards de dollars de terres arables à l'étranger, notamment au Vietnam et en Indonésie, ainsi que deux cent cinquante mille hectares en Australie. Le Qatar a également proposé au gouvernement kenyan de lui construire un port pour un montant de 2,5 milliards de dollars contre la location de quarante mille hectares de terres arables lui appartenant.

La Chine, très active sur les marchés des matières premières et des hydrocarbures, a également pris de multiples participations dans des entreprises occidentales du secteur des matières premières et de l'énergie. C'est le cas de GDF SUEZ, dont le fonds souverain chinois a pris 30 % de la filiale exploration et production. C'est également le cas au Canada, avec une participation au capital de Penn West Exploration qui exploite des mines de charbon, ou de l'entreprise minière Teck Resources, spécialisée dans la production de zinc, de cuivre et de charbon métallurgique ainsi que dans l'exploitation des sables bitumineux en Alberta, domaine qui intéresse particulièrement la Chine. Dans ces deux cas, une fois la participation acquise, le fonds souverain chinois a mis en place des coentreprises pour exploiter certaines mines en prenant des droits sur des actifs physiques au-delà d'une simple participation financière. Salué par le management de Teck, la présence du fonds chinois lui ouvre ainsi le

marché du : « *plus grand consommateur au monde de ses produits* ». La Chine a également pris une participation dans la compagnie canadienne South Gobi Energy Resources qui se consacre à la prospection et l'exploitation du charbon, et concentre une grande partie de ses activités dans le désert de Gobi, au sud de la Mongolie. On peut enfin citer l'exemple de Noble Group Ltd, une société de négoce de matières premières basée à Hong Kong et cotée à Singapour, dans laquelle la Chine a pris une participation de 15 % pour 850 millions de dollars.

Toutes ces participations peuvent être acquises via de nombreux véhicules, constituant une nébuleuse d'acteurs financiers. Ainsi, la SAFE est une émanation de la banque centrale chinoise qui gère les réserves de change. La SAFE dote la CIC qui est le fonds souverain chinois officiel et qui prend la plupart des participations que l'on connaît. Le CIC contrôle ensuite Central Hujin, qui est la holding des grandes banques d'état chinoises (ICBC, Bank of China, China Development Bank, Agricultural Bank of China, China Construction Bank) qui prennent aussi bien des participations à l'étranger que dans les entreprises publiques chinoises qui, elles-mêmes, prennent des participations dans les entreprises occidentales. Pour une même entreprise, comme l'australienne Rio Tinto, la participation chinoise à son capital peut aussi bien être prise directement par la SAFE que par Aluminium Corporation of China (Chinalco). Il arrive aussi que ces entités prennent des participations dans des fonds spécifiques, moins visibles. Ainsi, ICBC détient 20 % de Standard Bank, la plus grande banque sud-africaine, avec qui elle a créé un fonds commun de *private equity*, le Fonds de développement Chine-Afrique, destiné à investir dans les matières premières en Afrique.

Il existe donc de multiples moyens pour un État d'exercer sa souveraineté, via des fonds souverains ou via des entreprises publiques. Au final, le fonds souverain est presque le visage aimable de l'exercice de cette souveraineté, laissant aux entreprises publiques le soin de mettre en œuvre des stratégies de contrôle plus marquées et des transferts technologiques.

Face à ces acteurs dont l'importance continuera à croître dans les années à venir, qui se comportent très souvent en investisseurs avisés, mais parfois de manière stratégique, voire avec des intentions masquées, la France doit s'interroger sur son positionnement et sur les modes de partenariat qui peuvent être développés.

Tentation protectionniste et régulations

Face aux fonds souverains, les États et les opinions publiques n'ont réagi que depuis le début des années 2000 alors que certains fonds souverains, comme celui du Koweït, ont été initiés dès 1953. Ce n'est donc que récemment que ce phénomène est devenu visible avec deux tentatives de rachat d'entreprises américaines par des entreprises publiques.

Aux États-Unis, l'entreprise publique chinoise China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) a d'abord lancé, en juin 2005, une offre publique d'achat de 18,5 milliards de dollars sur Unocal, entreprise pétrolière américaine possédant par ailleurs des terres rares parmi ses actifs. Le Congrès américain a alors saisi le président George W. Bush, en raison des menaces qu'une telle transaction ferait peser sur la sécurité nationale. Devant la bronca du Congrès et les réactions hostiles de l'opinion publique, CNOOC a préféré abandonner l'opération avant même que le Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS), l'organisme de contrôle américain, ne rende son avis, estimant que les efforts du Congrès pour retarder ou bloquer l'opération aient été « *regrettables et injustifiés* ».

En mars 2006, Dubaï Ports World (DP World), troisième opérateur portuaire mondial détenu par le fonds souverain de Dubaï, a racheté la société britannique P&O, opérateur contrôlant six ports américains (New York, Newark, Philadelphie, Baltimore, Miami et La Nouvelle-Orléans). Dans le contexte de la lutte contre le terrorisme qui a suivi les attentats du 11 septembre, le Congrès américain a alors exprimé son opposition à voir ces ports américains gérés par des autorités des pays du Golfe, malgré l'approbation de l'opération de rachat par le CFIUS et le soutien public de la Maison Blanche. L'affaire est devenue un tel sujet de

polémique à l'échelle nationale que DP World a préféré céder de lui-même la gestion des activités portuaires américaines alors en sa possession.

Ces deux exemples montrent la très forte influence politique du pouvoir législatif américain, capable d'empêcher ou d'annuler une prise de participation dans des entreprises américaines en passant outre l'avis des autorités en charge du contrôle de ce type de transaction.

Les fonds souverains ont donc réalisé l'urgence qu'il y avait à favoriser l'acceptabilité de leurs investissements par les pays récipiendaires et la nécessité de construire, avec ces derniers, dans la transparence, un cadre réglementaire susceptible de rassurer les diverses parties prenantes. C'est dans ce contexte qu'a été formé en 2008, sous l'égide du Fonds monétaire international (FMI) et la coprésidence d'un dirigeant d'Abu Dhabi, un groupe de travail international réunissant une vingtaine de fonds souverains, dont les travaux ont abouti à la publication d'un ensemble de vingt-quatre principes et pratiques généralement acceptés, les GAPP (*Generally Accepted Principles and Practices*) également connus sous le nom de principes de Santiago.

Selon le directeur général adjoint du FMI, John Lipsky, les GAPP visent à : « *préserver la libre circulation des investissements transfrontaliers ainsi que la transparence et la stabilité des systèmes financiers.* » Bien qu'il s'agisse d'un cadre non contraignant, il est dans l'intérêt des fonds souverains de les adopter, afin « *d'atténuer les préoccupations, contribuant ainsi à réduire le risque de mesures protectionnistes contre leurs investissements et de restrictions sur les flux de capitaux internationaux.* » Ces principes abordent les thèmes suivants : le cadre juridique ; les objectifs et la coordination avec les politiques macroéconomiques ; le cadre institutionnel et les structures de gouvernance des fonds ; les dispositifs de gestion des investissements et des risques. Les principales règles concernent la transparence de ces fonds, le respect de la communication de l'information financière selon les règles du pays hôte, la non-discrimination à l'égard des fonds souverains, la libre circulation des capitaux prônée par les institutions internationales, et le fait que les investissements doivent uniquement être déterminés par des raisons économiques, point majeur mais difficile à vérifier.

À l'échelle européenne, une tentative d'approche unifiée des fonds souverains a été tentée mais l'Union européenne (UE), qui s'aligne sur les positions de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et du FMI, laisse à chacun de ses membres la possibilité d'établir ses propres règles. Les positions des différents pays sont donc marquées par des différences sensibles.

En Allemagne, après une période de tension entre la chancelière Angela Merkel et la Confédération fédérale de l'industrie (BDI, Bundesverband der Deutschen Industrie), réfractaire à toute disposition protectionniste, une loi est venue, en 2009, étendre la portée du texte de 2004 aux secteurs dits sensibles : le ministère de l'Économie peut désormais s'opposer à toute prise de participation supérieure à 25 % (en capital ou droits de vote) par un acteur non européen, dès lors que « *l'ordre et la sécurité publique* » seraient menacés. Aucune liste officielle des secteurs protégés n'a été établie mais il est clair que les secteurs de l'énergie, des télécommunications et des infrastructures sont visés par ce texte.

Il est important de mentionner également l'exemple de ce qu'on appelle la "loi Volkswagen". Adoptée en 1960 à l'occasion de la privatisation du fabricant automobile, elle limite à 20 % les droits de vote de tout actionnaire, quelle que soit sa part au capital du fabricant automobile. Ce dispositif visait à permettre au Land de Basse Saxe, autrefois premier actionnaire de Volkswagen, de conserver un droit de veto sur les décisions stratégiques de l'entreprise. Un premier arrêt de la Cour de justice de l'Union européenne, en 2007, a déclaré cette loi non conforme au droit européen. Constatant le non-respect de cet arrêt par l'Allemagne, la Commission européenne a formé un nouveau recours (avec astreintes journalières) contre l'Allemagne en novembre 2011. Il faut dire que depuis 1960, le capital de Volkswagen, comme celui des autres constructeurs allemands, a bien évolué. Les fonds souverains ont pris des participations importantes dans Volkswagen, Daimler et Porsche, ce qui n'est sans doute pas étranger à la réticence de l'Allemagne à abroger sa loi Volkswagen.

QIA détenait ainsi, au 31 décembre 2011, 16,4 % de Volkswagen et 10 % de Porsche, lui-même actionnaire majoritaire de Volkswagen. Daimler a quant à lui, dans son capital, les fonds souverains du Koweït (KIA) pour 7,4 %, et d'Abu Dhabi (Aabar Investments), pour 9,4 %.

Au Royaume-Uni, la réglementation est peu développée et la plupart des cas de refus d'investissement se font par la dissuasion, comme cela a été le cas lorsque Gazprom a voulu racheter un distributeur de gaz britannique. Il existe, depuis 2002, un *Entreprise Act* qui permet à l'État d'intervenir si une entreprise présente un intérêt public mais, globalement, la culture libérale anglo-saxonne privilégie d'autres voies que la voie réglementaire, sachant que la City abrite par ailleurs de nombreux fonds souverains.

Depuis plusieurs mois, le Premier ministre conservateur, David Cameron, et son ministre des Finances, George Osborne, multiplient les appels du pied à la Chine, répétant à son intention que leur pays est « *totalelement ouvert aux investissements étrangers* ». C'est là une manière de se démarquer de capitales comme Washington ou Paris, où des voix hostiles se sont fait entendre sur les visées du fonds souverain chinois CIC. Les dirigeants britanniques espèrent quant à eux que la Chine aidera au financement du programme de grands travaux de 30 milliards de livres, lancé récemment pour donner un coup de fouet à l'économie. Leur offensive de charme a donné ce mois-ci un premier résultat concret, sans susciter de réserves : le CIC a acquis, pour un montant non divulgué, 8,6 % du distributeur d'eau Thames Water, qui compte quatorze millions de clients en Angleterre.

Quelle régulation en France ?

La France a mis en place une procédure de contrôle des investissements étrangers par le décret du 30 décembre 2005. À son origine, ce décret, dit "bouclier anti OPA", ne visait aucunement les fonds souverains. Il a en effet été rédigé suite aux rumeurs de rachat de Danone par PepsiCo en 2005. Largement critiqué par l'UE à l'époque, il semble que la position de celle-ci ait évolué sur ce point. Ce décret fixe onze secteurs pour lesquels une autorisation du ministre en charge de l'Économie est requise, en cas d'investissement d'un acteur extra-européen au capital d'une entreprise relevant de l'un de ces secteurs. Sont notamment concernés : la sécurité publique, l'armement, la sécurité des systèmes d'information, les technologies classées secret-défense. Des textes spécifiques régissent en outre le secteur de la presse.

Pour tomber sous le coup du décret de 2005, une telle opération concernant une entreprise dont le siège social se situe en France doit aboutir à :

- sa prise de contrôle, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ;
- l'acquisition, directement ou indirectement, de tout ou partie d'une de ses branches d'activité ;
- la détention directe ou indirecte de plus de 33,33 % de son capital ou de ses droits de vote.

Les fonds souverains ne s'opposent pas nécessairement à la présence d'une réglementation définissant les limites dans lesquelles ils peuvent opérer. Cette dernière peut au contraire être de nature à les rassurer en clarifiant les règles du jeu. Cette position est d'autant plus audible que les pays dont sont issus les fonds souverains sont généralement très dirigistes et protègent eux-mêmes des pans entiers de leurs économies. Un cadre législatif clair et transparent participe donc à la création d'un climat des affaires propice aux investissements étrangers. Le rapport Demarolle sur les fonds souverains, remis en 2008 à la ministre de l'Économie Christine Lagarde, dressait ainsi un bilan positif du régime des investissements étrangers en place : « *Au total, le bilan pourrait difficilement être plus satisfaisant puisqu'aucun investissement n'a été rejeté et que tous les engagements demandés ont été acceptés par les investisseurs. Il faut, là encore, noter qu'aucun interlocuteur n'a formulé de critique ni sur le principe même de cette réglementation, ni sur son application.* »

Lorsqu'il s'adresse à de tels interlocuteurs, l'État doit donc adopter un discours éminemment diplomatique et politique. Certaines erreurs ont été commises à l'époque de la crise de 2007, quand les plus hautes autorités ont parlé de « *prédateurs du monde* » à leur égard, propos malencontreux qui ont pu créer une prévention des dirigeants des fonds souverains à l'égard de la France, la création d'un Fonds stratégique d'investissement (FSI) ayant, de plus, été présentée comme une mesure de défense à l'encontre des fonds souverains. De même, l'absence des autorités françaises a été remarquée lors des grandes conférences internationales réunissant des fonds souverains. Le gouvernement français a cependant tenté de corriger quelque peu sa position en lançant un partenariat FSI-Mubadala, ou encore en favorisant les investissements du Qatar en France.

La crédibilité de la France, ainsi que son attractivité, se joueront donc désormais, non pas en termes de législation mais sur sa capacité à définir et porter, au plus haut niveau de l'État, une position claire et cohérente, à développer la communication avec ces fonds et à proposer des partenariats innovants en matière d'entreprises et d'infrastructures.

Fonds souverains et entreprises françaises : quels partenariats ?

S'il doit certes y avoir une action politique vis-à-vis des fonds souverains, l'État ne peut pas tout et ne pourra pas s'impliquer sur chaque dossier individuellement ; cela n'est d'ailleurs pas souhaitable. C'est en définitive aux entreprises qu'il revient de prendre l'initiative et d'établir, sans être naïves, les conditions d'un partenariat avantageux avec les fonds souverains.

À ce jour, la plupart des participations prises en France, l'ont été par le Qatar. C'est le cas pour Lagardère dans lequel le Qatar détient 12,8 % du capital, pour Veolia, avec 5 %, ou pour Vinci, avec 5,6 %, à chaque fois par le biais de Qatari Diar, filiale de QIA. Dans ces trois cas, le Qatar a souhaité participer à la gouvernance de l'entreprise et dispose d'un siège d'administrateur. Chez Areva, *Kuweït Investment Authority* détient 4,8 % du capital, mais n'est pas représenté au conseil d'administration. Quant à Total, Qatar Holdings en détient 2 % et la SAFE 2 % également, sans représentant. Enfin, Emirates International Investment Company (EIIC - Abu Dhabi) détient 2,8 % du capital de Vivendi (un administrateur) et le fonds souverain chinois CIC détient désormais 30 % du capital de GDF SUEZ et nomme 30 % des administrateurs. Ce sont là des participations très significatives qui ont d'ores et déjà été prises dans les grandes entreprises françaises et qui montrent que la France est attractive pour les fonds souverains dont elle est le troisième pays d'accueil en Europe.

Globalement, en France, les grandes entreprises sont demandeuses et les besoins d'investisseurs en capital sont importants. Mais cette appétence dépend bien souvent des dirigeants ! Pour certains, les fonds souverains sont les meilleurs actionnaires, derrière les salariés. D'autres se méfient, mais souvent les dirigeants n'ont pas le choix et doivent accepter tous les investisseurs qui viennent dans le respect de la réglementation, la loi ne distinguant pas un investisseur étatique d'un autre investisseur. La vraie question est alors celle de la gouvernance : le fonds souverain va-t-il gérer sa participation de façon active (*hands on*) en siégeant au conseil d'administration comme Mudabala, ou *hands off*, en se contentant de sa seule participation financière comme le fait l'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), qui se refuse par principe à être actif, quand bien même il pourrait prétendre à des sièges au conseil d'administration du fait du montant de son investissement ?

Le principal bénéfice, pour l'entreprise qui accepte la présence d'un fonds souverain dans son capital, est de disposer d'un actionnaire de long terme plus en adéquation, que les investisseurs classiques, beaucoup plus volatils, à l'horizon de temps d'un industriel et permet de stabiliser son capital, la rendant ainsi moins vulnérable à une prise de contrôle hostile. Cela permet ensuite un apport contracyclique de capitaux qui, en période de crise financière, compense en partie la frilosité des investisseurs. C'est également l'opportunité d'une ouverture à de nouveaux marchés protégés, une voie vers plus de réciprocité en matière

commerciale et des possibilités de création de joint-ventures, le fonds souverain accompagnant ces opportunités de croissance par son apport en capital. Cela bénéficie en retour au fonds souverain qui prend des participations dans des entreprises auxquelles il assurera des débouchés commerciaux dans son pays d'origine.

Pour les fonds souverains, le choix sera d'abord déterminé par l'arbitrage entre rentabilité et risque, dans une perspective de plus-value à long terme. Certains n'hésitent pas à profiter parfois d'un coup boursier pour réaliser de "bonnes affaires". Les fonds souverains sont ainsi de plus en plus présents en Asie, là où se trouve la croissance aujourd'hui, alors qu'ils affichent un désintérêt croissant pour l'Europe dans son ensemble. Ils cherchent également à nouer des partenariats avec des opérateurs de premier plan dans le domaine des *utilities* ou de l'énergie, susceptibles d'accompagner leur pays d'origine dans son développement. Ainsi, l'accord conclu entre GDF SUEZ et CIC, donne accès à ce dernier aux compétences d'un leader mondial de l'énergie et lui permet de développer son réseau et sa connaissance du secteur de l'énergie.

Les motivations des fonds souverains étant extrêmement hétérogènes, l'enjeu pour les entreprises françaises va alors être de savoir avec qui traiter. Les risques sont d'abord une entrave au processus normal de décision de l'entreprise en matière de stratégie ou de gestion : contrainte pour la délocalisation de moyens de production dans le pays du fonds souverain, par exemple, sans réel bénéfice pour l'entreprise. Les fonds souverains sont toutefois rarement le moyen utilisé pour procéder à ce type d'opération, les pays concernés préférant utiliser leurs entreprises publiques.

Le risque d'un investissement opportuniste peut être diminué en amont par un travail de l'entreprise avec les fonds souverains pour bien comprendre dans le détail leurs motivations, les possibilités de partenariats, leur mode de fonctionnement interne, etc., et développer avec eux un réel *affectio societatis*. La déclaration d'intention, prévue par l'Autorité des marchés financiers (AMF) pour les prises de participation de plus de 10 % dans les entreprises cotées, requiert de définir les objectifs en termes de détention du capital, de demande de postes d'administrateurs ou de stratégie mise en œuvre. Elle reste très formelle mais insuffisante pour garantir la transparence de la gouvernance.

Pour se prémunir de l'arrivée inopinée d'un fonds souverain à leur capital, les entreprises disposent cependant d'un moyen très simple : l'abaissement, dans leurs statuts, du seuil de franchissement à 5 % du capital, ce qui impose dès lors à l'investisseur de se déclarer à l'AMF. Pour sa participation dans Vinci, le Qatar a accepté que sa participation soit encadrée entre une borne haute et une borne basse : c'est là un autre moyen juridique de contrôler les fluctuations d'une participation au capital. On pourrait également s'appuyer sur le principe de réciprocité en droit boursier, qui s'applique bien aux fonds souverains et permet de prendre des mesures de protection si la société initiatrice ne présente pas les mêmes garanties en termes de gouvernance et est davantage protégée dans son pays d'origine. Mais, à notre connaissance, cette disposition, prévue dans la transposition en droit français de la directive communautaire OPA, n'a jamais été utilisée.

Le risque de prise de contrôle semble lointain car cela ne correspond pas à la logique des fonds souverains : ce ne sont pas des industriels et ils n'ont pas vocation à gérer des entreprises. La tentative de prise de contrôle de Cegelec par le Qatar s'est ainsi soldée par un échec. Le risque d'ingérence peut, quant à lui, être contrôlé par le nombre de postes d'administrateurs attribués à l'investisseur et qui résulte d'une négociation entre ce dernier et le conseil d'administration. Mais, in fine, c'est l'assemblée générale des actionnaires qui est compétente et peut décider d'attribuer des actions sans droit de vote.

Le financement d'infrastructures, une perspective intéressante ?

La France compte de nombreux leaders mondiaux dans toute une série de secteurs stratégiques : armement, aéronautique, espace, énergie, pharmacie, technologies de l'information et de la communication... mais ce sont là des infrastructures sensibles. En

revanche, les fonds souverains prêtent beaucoup d'attention aux grands projets d'infrastructure, qui présentent la caractéristique d'être moins sensibles car non délocalisables.

Pourquoi s'y intéressent-ils ?

Les fonds souverains sont toujours rassurés par des actifs tangibles, pourvoyeurs de cash flows réguliers et idéalement protégés contre l'inflation, ce qui est le cas quand leur tarif bénéficie d'un mécanisme d'indexation. De plus, ils sont bien souvent des monopoles naturels, donc sans risque de voir leur activité changer fondamentalement et jouissant de durées de concessions longues : jusqu'en 2080 pour le viaduc de Millau ou 2086 pour le tunnel sous la Manche.

Comment procèdent-ils concrètement ?

Les fonds souverains privilégient l'achat d'actifs matures (*brownfield*) pour bénéficier d'un *track record* (aéroport de Gatwick ou réseau d'eau londonien, par exemple) et en restant largement en retrait des projets innovants (*greenfield*). Ils investissent au capital de sociétés dont le principal actif est la concession ou le partenariat public-privé (PPP) et sont attentifs à saisir les opportunités dans les actifs européens bradés, comme le port du Pirée en Grèce.

Pourquoi les attirer ?

La France a de nombreux atouts pour attirer les fonds souverains : grande qualité de ses infrastructures, positionnement central en Europe, stabilité juridique. Par leur capacité financière, ils répondent aux besoins de financement des projets importants, non délocalisables (Grand Paris, renouvellement du parc électrique, etc.) et ce, sans que le fonds puisse interférer dans la gouvernance des entreprises puisqu'il ne s'agit que d'accords capitalistiques sur le projet lui-même et non sur le capital de l'entreprise mère. Cela permet également à l'entreprise de construire une première relation avec le fonds souverain qui pourra éventuellement prélude à d'autres opérations plus complexes. Vinci a ainsi créé une coentreprise dans le domaine de la construction, à parité avec le Qatar, qui lui ouvre désormais les marchés des pays du Golfe. Enfin, par décalage, cela permet de financer les projets innovants dont ils se détournent.

Comment les attirer ?

La récente et intéressante initiative de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) se base sur la nouvelle tendance des fonds souverains à se regrouper pour "chasser en meute". La CDC entend tirer parti de sa très bonne connaissance des projets en France et de sa forte légitimité sur le territoire français pour créer un fonds commun d'un milliard d'euros, auquel abonderaient plusieurs fonds souverains, chacun d'entre eux acquérant alors le droit d'investir en son nom propre et librement dans tout projet financé par le fonds commun. Il s'agit là d'un outil taillé sur mesure pour les attentes des fonds souverains et qui aurait avantage à se généraliser.

Une autre réponse consiste à offrir des taux avantageux ou fiscalement intéressants aux investisseurs internationaux. Les États-Unis ont ainsi créé les *Build America Bonds*, des obligations créées en 2009 lors de la crise pour doper le plan de relance américain en aidant les collectivités locales à financer leurs infrastructures. La Californie a ainsi émis des obligations à 4,8 % qui ont été portés à 7,4 % grâce à la subvention fédérale, ce qui a réduit le coût d'emprunt des collectivités, tout en élargissant le nombre de demandeurs (notamment internationaux) pour ce type de prêt. Le risque de projet reste porté par la communauté, l'investisseur restant uniquement exposé au risque de défaut de la collectivité locale. Cela implique que ce genre de projet soit largement défendu par le pouvoir politique auprès des fonds souverains et de leurs banques d'investissement, et qu'il leur donne l'image positive d'un État qui s'implique et apporte sa caution aux projets ainsi financés.

DÉBAT

Un intervenant : *Les règles internationales garantissent la liberté des investissements. C'est donc par le truchement des opinions publiques que l'on parvient à décourager tel ou tel investisseur de s'installer, à New York ou ici, mais c'est une arme à n'utiliser qu'avec prudence. Comment alors se protéger d'investisseurs jugés indésirables ou qui ne jouent pas toujours le jeu de la réciprocité ?*

Benoît Jourjon et Benoît Malapert : Les investissements des fonds souverains sont généralement des prises de participation financières très partielles, sans prises de contrôle significatives, et non des investissements industriels. Certains de ces pays, dans leur volonté de se développer, s'ouvrent aussi à nos investissements industriels et se développent dans le secteur des hydrocarbures, en s'efforçant de remonter dans la chaîne de valeur pour aller vers la pétrochimie. Abu Dhabi, de son côté, vient d'investir pour plus de 6 milliards de dollars dans une usine de semi-conducteurs gérée dans le cadre d'une coentreprise créée avec la société américaine AMD. Dans le secteur de l'aéronautique, l'émirat développe un centre de maintenance, en ayant acquis une expertise désormais importante dans ce domaine et se prépare, en lien avec Boeing et Airbus, à fabriquer certaines pièces de leurs avions.

Aujourd'hui, les prises de participation de ce type sont encore très limitées en nombre et en montant, en général inférieur à 5 %. Il est très difficile de faire de la prospective et de savoir jusqu'où iront les fonds souverains et quels seront les effets de ces montées au capital des sociétés visées. Deviendrons-nous les obligés des pays qui investissent chez nous ? Nous ne sommes encore qu'au tout début de l'histoire.

Int. : *Les tensions internes actuelles de ces différents pays, que ce soit la Chine ou les pays du Golfe, selon la façon dont elles se résoudront, n'auront-elles pas des conséquences fort différentes sur leurs possessions ?*

B. J. et B. M. : C'est tout particulièrement frappant à Abu Dhabi qui possède cinq fonds souverains : il y a celui qui est lié au ministère des hydrocarbures ou bien Mudabala, qui est lié au développement industriel, etc., chacun contrôlant deux ou trois filiales. À la tête de chacun des éléments de ce labyrinthe, vous trouvez ici un demi-frère, là un cousin et le reste à l'avenant. Dans ces pays, tout est entrelacé mais on y observe des luttes farouches pour le pouvoir, chacun, adossé à son fonds souverain, s'efforçant de gravir les échelons de leur système politique. Il en va de même, sans aucun doute, au sein du pouvoir chinois. Cependant, d'année en année, au fil des informations publiées, on constate une professionnalisation de plus en plus grande qui vise à rassurer sur les objectifs de chacun des investissements. Ce n'est cependant pas le cas dans les grandes entreprises publiques chinoises, beaucoup plus opaques, et l'on peut craindre qu'à l'avenir, certaines participations des fonds souverains puissent leur être transférées et perdent alors de leur relative transparence.

Int. : *Que se passe-t-il quand les entreprises, ou les États, sont aux abois et que les opinions publiques s'inquiètent ? Dans ces situations de panique, les précautions dont vous parlez ne risquent-elles pas de sauter ?*

B. J. et B. M. : Cegelec, qui était à vendre il y a quelques années, a été racheté par le fonds du Qatar qui voulait l'utiliser pour son propre développement. Cependant, l'émirat s'est vite rendu compte qu'un fonds souverain n'était pas capable de manager une entreprise industrielle. Ce n'est pas son métier. Il a donc rapidement revendu Cegelec à Vinci en contrepartie d'une entrée au capital de ce groupe. Gérer un actif industriel, le transformer, rapatrier des actifs, etc., tout cela est davantage le rôle dévolu aux entreprises d'État qui, elles, ont de vraies compétences pour le faire. En réalité, les fonds souverains ne sont guère intéressés par des entreprises en difficulté !

Int. : *En termes d'image, s'intéressent-ils à des institutions d'enseignement ?*

B. J. et B. M. : Des partenariats sont effectivement développés en matière d'enseignement et de formation, mais cette tâche est confiée à des institutions publiques spécialisées et n'est pas portée directement par les fonds souverains.

En revanche, dans le domaine de la santé, les pays du Golfe étant largement touchés par le diabète, un partenariat intéressant a été monté en 2008 par la Qatar Foundation avec l'Imperial College de Londres qui, en contrepartie du financement de ses laboratoires, s'est engagé à implanter au sein du Qatar Science & Technology Park, un centre de chirurgie robotique, et à mener conjointement des actions de recherche en matière de santé. Ces pays ont également développé beaucoup d'accords avec des établissements de santé américains pour ouvrir sur place des centres de soins de niveau international.

Int. : *Les fonds souverains ont-ils des objectifs de rendements pour leurs capitaux investis ?*

B. J. et B. M. : La plupart ont des objectifs à long terme, affichés officiellement dans leurs rapports annuels, à quinze ou vingt ans. Il y a cependant de grandes disparités. Ainsi, le fonds souverains chinois adopte des stratégies risquées, investissant très majoritairement en actions, et on a observé des performances très volatiles, avec parfois des rendements négatifs. En revanche, certains fonds, généralement moins politiques, ont des démarches plus prudentes. C'est le cas de l'ADIA ou du fonds souverain norvégien, les deux plus importants fonds souverains au monde, dont la politique est de diversifier au maximum leurs prises de participation. Leurs rendements ressemblent alors à ceux des fonds de pension américains et sont évidemment impactés par le contexte macroéconomique.

De son côté, le Chili utilise son discret fonds souverain, lié aux ressources minières du pays, comme un élément de stabilisation des cours du cuivre. Cela lui donne des contraintes de temps beaucoup plus courtes pour pouvoir répondre à l'évolution des marchés et il garde beaucoup de liquidités pour répondre à ces demandes de court terme.

Int. : *L'idée que la possession du capital donne le pouvoir me paraît fallacieuse. Il me semble que, plus que du pouvoir économique ou politique, ce que l'on veut acheter quand on devient riche dans ce monde, c'est du sens, de la beauté. Le vrai luxe, c'est de s'offrir le Louvre à Abu Dhabi, et tous les palaces parisiens sont désormais propriété de fonds souverains.*

B. J. et B. M. : Pendant la crise financière, on a vu une course à qui prendrait le contrôle de Morgan Stanley, d'UBS, etc. Chacun voulait avoir sa participation dans une maison prestigieuse. Dans le domaine du luxe, le Qatar a investi dans Harrods, à Londres, Porsche, Miramax ou le PSG. Des fonds chinois rachètent des entreprises européennes du secteur du luxe pour les promouvoir en Chine, voire de grands crus bordelais. Tout cela est, en effet, de l'achat de sens.

Int. : *Qu'en est-il des Russes ?*

B. J. et B. M. : C'est très opaque. Les difficultés financières qu'ils ont rencontrées il y a quelques années les ont obligés à retirer la moitié de l'argent qu'ils avaient placé dans leurs fonds souverains. Ils sont davantage présents par leurs entreprises publiques comme Gazprom.

Int. : *Quel rôle le FSI joue-t-il ? Est-ce le garant, le partenaire, l'ambassadeur des fonds souverains qu'il fédère ?*

B. J. et B. M. : En France, nous n'avons malheureusement pas d'excédents d'épargne ou d'exportations à recycler. Le FSI n'est donc pas l'équivalent d'un fonds souverain. Il y a bien eu, à l'échelle européenne, de nombreuses propositions pour voir s'il n'était pas opportun de mettre en commun des moyens afin d'acquérir des actifs stratégiques critiques dont l'Europe pourrait avoir besoin à l'avenir. Cela n'a, à ce jour, pas abouti.

Le FSI, qui n'a de participations qu'en France, est donc un outil politique et industriel destiné à pallier le relatif manque de capitaux susceptibles de s'investir dans des entreprises de taille moyenne ou intermédiaire. Son rôle est donc davantage celui d'un accompagnement

des investisseurs en France. Mais le fonds créé par le Qatar et la CDC montre que c'est cette dernière qui a repris la main sur ce point et que le FSI devrait se diluer dans la nouvelle banque publique d'investissement.

Plusieurs accords ont déjà été signés avec Mudabala ou la China Development Bank, mais peu de réalisations concrètes s'en sont suivies à ce jour. Il y a concrètement de grosses difficultés à trouver des opportunités sur lesquelles les deux parties tombent d'accord, que ce soit sur la taille du ticket d'investissement, souvent jugée trop faible par les fonds souverains étrangers, ou sur le choix même des actifs, les fonds souverains n'étant pas forcément intéressés par les mêmes que les acteurs français, surtout lorsqu'il s'agit d'entreprises en difficulté.

Présentation des orateurs :

Benoît Jourjon : ancien élève de l'École polytechnique, ingénieur du Corps des Mines ; il travaille au sein de la Direction régionale et interdépartementale de l'environnement et de l'énergie d'Île-de-France.

Benoît Malapert : ancien élève de l'École polytechnique, ingénieur du Corps des Mines, il travaille pour le ministère de l'Économie et des Finances, à l'Agence des participations de l'État.

Diffusion mars 2013