

FLEXIBILITÉ ET OUVERTURE AU SERVICE DE LA SÉCURITÉ ÉCONOMIQUE ?



*Interview de Anne Drif,
Journaliste, Les Echos*

Les Echos

*Numéro spécial conçu, préparé et réalisé par Marina Guérassimova et les Professeurs David Chekroun, Gilles Pillet (ESCP Business School)
Interview réalisée avec le concours de Alix Stephann et Adriano Bobo-Fantoli, étudiants de l'option Law & Business à ESCP Business School*

Dans les procédures de contrôle des investissements étrangers, qui sont éminemment politiques et liées à la souveraineté, les journalistes sont des acteurs essentiels pour faire remonter les informations vers le grand public. Ils interviennent au moment où les différents éléments sont révélés et deviennent du ressort du domaine public. Le journaliste a donc un rôle crucial pour rendre apparent ce qui auparavant était inconnu, sans mettre en danger l'anonymat de ses sources et tout en garantissant la véracité de l'information transmise et dans toute la mesure possible l'équilibre des points de vue.

Anne Drif, vous êtes journaliste économique aux Echos, et l'une des personnes les plus lues sur la question par les professionnels. Comment décririez-vous votre position et votre manière de faire lorsque vous abordez la question du contrôle des investissements étrangers en France ? Comment faites-vous face à tous les enjeux : à la fois politiques, économiques, juridiques et de discrétion ?

Anne Drif : Avant tout, il faut rappeler pourquoi la question des investissements étrangers en France (IEF) est aujourd'hui au centre de l'attention. Nous sommes en ce moment très touchés par différents facteurs conjoncturels,

à commencer par la crise Covid, qui exacerbe la sensibilité liée aux IEF et les inquiétudes de prédation dans la sphère publique. Sur celle-ci se greffe l'enjeu des Présidentielles de 2022 : c'est un terrain politique pour les promoteurs d'un patriotisme économique, mais aussi des extrêmes, qui dans l'opposition, peuvent pointer des défaillances contre la majorité.

La question IEF a toujours été dans le débat public, au rythme des grands enjeux de fusions-acquisitions (GE, Danone). Mais le momentum politique associé à une crise économique profonde fait remonter aujourd'hui cette question clef.

Nous avons vécu des périodes – notamment après la crise de 2008 - pendant lesquelles on ne s'était même pas posé la question : le pays avait besoin d'investissements et les banques avaient besoin de fonds.

L'équilibre entre les besoins de capitaux, la situation électorale en France, le contexte géopolitique est en réalité constamment remis en cause. En témoigne la perception du « risque » associé à la nationalité des investisseurs. Par exemple, on s'émouvait en 2015 de ce que le Qatar achète le PSG, prenne des parts dans LVMH ou Vivendi. Ce n'est plus dans le débat public. Que les fortunes qataries rachètent des marques de luxe n'est plus un enjeu. Pour les acquéreurs chinois, c'est la tendance inverse. Personne ne s'est ému du rachat de SGD Pharma, Sandro-Maje ou Baccarat par des investisseurs chinois, capables de payer le prix fort, voire d'être perçus en sauveur. Le sujet Baccarat est seulement réapparu dans la presse en 2020, lorsque la cristallerie fut placée sous administration provisoire après la liquidation judiciaire de FFC. Et que dire des investisseurs américains, premiers acquéreurs en Europe et en France. Après l'affaire GE/Alstom, les acquisitions américaines, notamment de fonds, n'ont plus déclenché de controverse. Avec la mandature de Trump, le contexte perçu de guerre économique, les sensibilités ont été à nouveau exacerbées. Au-delà du veto de Photonis, Elsan, le deuxième groupe hospitalier français a été amené à accueillir un noyau français.

Vous décrivez une évolution au sein de laquelle l'équilibre entre des éléments conjoncturels est précaire et systématiquement remis en cause. Mais n'y a-t-il pas eu un moment précis où s'est produit un basculement politique ?

Anne Drif : Effectivement, c'est conjoncturel, mais une rupture s'est quand même produite avec le dossier Alstom : dans un environnement compétitif exacerbé, touchant au nucléaire, de sanctions extraterritoriales jusqu'à l'emprisonnement de cadres d'Alstom..... Les stratégies des acteurs sont devenues nettement plus claires, leurs motifs plus transparents, en termes de prédation. De fait, si le décret Montebourg n'a pas eu d'effet sur le rachat par GE, les chiffres montrent qu'ensuite les contrôles de Bercy ont été multipliés par cinq.

La bascule reste donc permanente et s'opère en fonction de l'environnement économique, des besoins en capitaux, des enjeux électoraux, de la nationalité des investisseurs... Des sauveurs peuvent se transformer très vite en prédateurs et vice-versa. Mais il est vrai que depuis l'affaire Alstom, la prise de conscience des risques économiques, sociaux et politiques semble persister.

Au niveau européen, le virage a eu lieu l'an dernier. Trump et la guerre économique sino-américaine sur fond de crise - avec la tentative de mainmise américaine sur la pépite de la lutte anti-covid Curevac - ont précipité cette bascule. Jusqu'à présent, on défendait la liberté d'investissement à tout prix et on favorisait dans certains cas les investissements étrangers pour éviter la constitution de monopoles en Europe. La communication de Margrethe Vestager en mars 2020, appelant les membres de l'Union à se doter de mécanisme de contrôle, a constitué un tournant dans la doctrine européenne. Il y a eu des répercussions au sein des Etats, y compris en France.

Pendant longtemps, le discours que l'on entendait à Bercy était que les contrôles ne pouvaient pas aller plus loin, que l'on ne pouvait pas opposer de refus ni durcir les règles, parce qu'existait le risque d'être retoqué par Bruxelles. Aujourd'hui, ce type d'affirmation paraît obsolète. Et puis, il y a la mise en œuvre du nouveau mécanisme, assez inédit de coopération entre Etats membres.

En interrogeant des fonds étrangers (Américains ou Chinois notamment), on s'aperçoit que leur perception des contrôles dans leur pays d'origine est plus rigide et plus strict. En comparaison, le contrôle français n'a-t-il pas été vu pendant des années comme une passoire ?

Anne Drif : En effet. Mais était-il possible de faire autrement ? En France, il y a un déficit de capitaux. Il n'existe pas de très grand fonds d'investissement français, à quelques exceptions, et leur spectre est plus européen que franco-français. Ce ne sont pas des bras de l'Etat.

Dans de nombreux cas, la place financière n'offre pas d'alternative et n'a pas la profondeur suffisante pour constituer une alternative à des investisseurs étrangers, ou alors l'entrepreneur exige au contraire un nouvel actionnaire étranger pour s'exporter. Le cas du cyber est patent aujourd'hui.

Il y a donc des contrôles, certes de plus en plus forts, mais le marché français reste de fait assez ouvert.

Et qu'en est-il de l'alternative des golden shares, de la participation des autorités françaises, de la BPI, etc. ? S'agit-il de vraies alternatives à ces participations étrangères ?

Anne Drif : L'intervention de la BPI comme « palliatif » public ne me semble plus pouvoir être perçue comme une solution. Par le passé, elle a eu beau rentrer au capital, il s'est agi de parts minoritaires et sans droit de veto. Dans cette optique proprement dite, ce fut donc assez inefficace. La BPI a investi dans plusieurs entreprises, dont certaines ont mal tourné, ... dans d'autres il y a eu des tensions internes.

Par exemple, dans le cas Verallia, le fonds acheteur Apollo Global Management voulait rajouter de la dette, et remonter du dividende. Il y a eu une passe d'armes avec le management car la responsabilité personnelle du dirigeant était de fait engagée. Or, à ma connaissance, la BPI n'est pas visiblement intervenue pour soutenir le dirigeant, elle n'a pas fait de contre-pressions. Elle apparaissait, et de facto peut être à tort encore, comme un levier stratégique assez faible.

Le cas Photonis l'an dernier en est un autre exemple. On ne connaît pas la stratégie exacte de la puissance publique, qui a sûrement beaucoup fluctué. Mais l'idée si elle a existé de rendre l'opération économiquement inintéressante pour l'acquéreur américain, faute de pouvoir instaurer un « proxy board » ou de disposer de moyen de veto efficaces, n'a pas vraiment porté ses fruits. L'entrée de la BPI en tant qu'actionnaire minoritaire, bénéficiaire d'un taux de rendement garanti, n'était pas susceptible dans tous les cas de dissuader l'investisseur américain qui s'est par la suite retourné vers l'acheteur. Notre droit économique ne nous permet pas, à tort ou à raison, d'aller aussi loin qu'aux États-Unis dans la constitution de « Blackbox ». Une chose est sûre : nous ne sommes pas dans le même environnement juridique.

En clair, si l'intention est de se servir de la BPI, pour adresser avant tout un message politique aux parties prenantes, c'est devenu un levier, à mon sens, peu crédible et qui n'est plus audible.

Le traitement du contrôle des IEF est-il spécifique ou bien comparable au contrôle de concentration ? Y a-t-il un traitement différent, lié à la question de l'attractivité, de la souveraineté ou du patriotisme économique, qui peut – dans certains cas - apparaître comme irrationnel ?

Anne Drif : Il paraît assez spécifique. Le contrôle de concentration implique des règles assez claires en fonction du périmètre de marché. Quant au contrôle des IEF, on est plutôt dans quelque chose de flou et non maîtrisable avec une grille de lecture binaire. Il ne suffit pas de « tick in the box », car il y a cet aspect géopolitique. La perception de cet « aléa » est cependant variable selon les pays. Longtemps en France, la dimension politique n'a pas été assumée. On a voulu faire considérer ce contrôle à l'extérieur comme un contrôle purement technique, avec des règles. Un veto public a toujours été un tabou absolu et l'est encore aujourd'hui. Mais le contexte électoral a semble-t-il fait sauter cette réserve, et le ministre n'a pas hésité à se prononcer contre avant même le début d'une opération...

Dans le cas Carrefour / Couche Tard, d'après certains spécialistes, la base technique motivant le veto était assez

faible. En ce sens, le contrôle des IEF prend une dimension plus politique, même si celle-ci reste présentée comme technique à l'étranger, justement pour rester sur cette ligne de crête où l'on veut rester attractif aux investissements étrangers. Seul l'avenir, une fois l'élection présidentielle passée, nous dira s'il y a eu momentanément un effet de loupe ou si l'approche politique est désormais davantage assumée.

Cela étant, une convergence entre les deux types de contrôle, concurrentiel et IEF, n'est pas à exclure. Au niveau européen, depuis le rejet de la fusion Alstom Siemens, on décèle aujourd'hui une approche plus politique du contrôle des concentrations, car la chaîne de contrôle de l'acquéreur, notamment lié à un Etat étranger, peut justifier semble-t-il un refus.

En France, il semble y avoir eu une tentative d'une approche des concentrations, plus politique, en tout cas plus seulement économique mais social, après l'intervention du ministre de l'Economie contre une décision de l'Autorité de la concurrence. Une certaine convergence semble s'être dessinée, mais pour l'heure encore très subtile.

Pour le contrôle des concentrations, il y a du contentieux, des recours, des discussions très publiques. A l'inverse, le contrôle des IEF est complètement discrétionnaire. Dans ce contexte, comment arrivez-vous à traiter de ces questions en amont ? Avec quel type d'acteurs êtes-vous en contact sur ces sujets ?

Anne Drif : Il n'existe pas de catégorie d'acteurs en ce domaine qui par nature devrait toujours communiquer. Les intérêts sont très divergents. Certaines personnes auraient intérêt à faire connaître, à contredire ou à s'opposer à telle décision. Mais quand bien même, leur ligne est de ne pas apparaître. Ils n'ont de fait aucune certitude sur l'effet escompté. En théorie, le terreau politique actuel devrait les y inciter. Mais on observe aussi des cas inverses.

Par exemple, s'agissant des laboratoires Cerba, qui vont passer de fonds à fonds (de canadien-suisse à un fonds suédois), les médias ne l'ont appris qu'une fois signées les négociations exclusives. Habituellement les opérations de Private Equity sont parfaitement assumées, et dans le cas présent il s'agissait d'un changement de contrôle d'international à européen. Mais les vendeurs ont contacté un nombre restreint d'acheteurs afin de rester volontairement sous les radars, depuis l'affaire Couche Tard/Carrefour, car les pouvoirs publics auraient pu s'y opposer, à tort ou à raison, étant donné que le sujet des tests Covid pouvait être jugé sensible.

Comment les opérateurs qui ont intérêt à communiquer vous contactent-ils ?

Anne Drif : Il n'y a pas de canal de communication, ni de responsable des sources désigné, c'est pourquoi j'essaie de parler de cas concrets plutôt que de généraliser. Tout dépend du type d'entreprise, de sa taille, de son envie de faire partie du débat public.

Photonis, par exemple, aurait bien pu rester sous les radars. Le choix de l'Américain Teledyne était complètement assumé et approuvé par l'ensemble des parties prenantes dans l'Exécutif et aussi chez certains visiblement côté Ministère de la Défense. Mais c'est un paysage mouvant où les intérêts peuvent être assez variables, y compris au sein de la puissance publique.

De prime abord, les opérateurs ne sont pas forcément volontaires pour donner les informations, sauf cas exceptionnel. C'est imprévisible.

Les cas de changement de contrôle lors de restructurations financières sont particuliers. Je pense à des cas comme Vallourec ou Europcar. Dans de nombreux cas, passer sous contrôle étranger (de hedge funds, par exemple) n'émeut personne : il n'y a pas d'instrumentalisation politique car c'est parfois la seule alternative à la faillite. Les experts n'ont aucune velléité de communication, à l'exception de cas d'affrontements manifestes entre les parties financières où d'autres options peuvent exister.

Les acteurs sont nombreux et chacun poursuit ses intérêts. Au milieu de tous ces acteurs, avez-vous parfois le sentiment d'être instrumentalisée ? Remarque-t-on l'apparition de nouveaux acteurs sur ces questions, comme les syndicats dans quelques affaires sensibles ?

Anne Drif : Les syndicats font partie des interlocuteurs récurrents. Il est vrai que dans les cas d'acquisitions étrangères ils sont les seuls à mettre en avant souvent les risques sociaux associés, plus que la direction de l'entreprise. Mais ils ne sont pas plus des interlocuteurs que les autres parties prenantes. Et à mon sens, ils ne doivent pas l'être en soi. En tant que journaliste, on est forcément conscient de tentatives permanentes d'instrumentalisation par différents intérêts. C'est notre rôle et notre objectif que de garder une approche équilibrée.

Je me demande toujours quel est l'intérêt qui pousse à partager tel ou tel élément, mais il est toujours possible qu'on ne parvienne pas à l'identifier.

Le garde-fou consiste justement à s'adresser à une multitude de parties prenantes, pour accéder à leurs lectures possibles et garder un équilibre, surtout sur des sujets aussi politiques que les investissements étrangers. En fonction

des configurations et des types d'entreprises concernées, ces intérêts peuvent se positionner de façon radicalement différente... Chacun essaie de rester sous le couvert des aspects techniques et de gommer les aspérités politiques qui sont pourtant au cœur de ces dossiers. Même au sein du politique, il peut y avoir plusieurs lectures de ces changements de contrôle.

Avoir le maximum d'échos permet d'assurer un certain équilibre, mais en tant que média on est toujours exposé au risque d'un biais qui consiste souvent à exacerber les aspects de prédation, d'atteinte à la sécurité économique, car c'est plus facile et plus rentable pour un journal d'aller dans cette voie-là.

De l'extérieur, on remarque que le dispositif législatif et réglementaire est peu éclairé par la littérature doctrinale et qu'on dispose de peu de données sur leur application. Quelles sont selon vous les grilles de lecture possible du contrôle français des investissements étrangers ? Pouvez-vous comparer le cas de la France à ce qui se passe à l'étranger ?

Anne Drif : A mon sens c'est la lecture politique qui prime. Les aspects techniques sont interprétés, manipulés, articulés en fonction de ce que veut en faire le politique à l'origine. Est-ce un dossier sensible ou pas, y a-t-il telle base électorale, quels sont les ministères impliqués ... ? Les lectures peuvent varier selon les ministères impliqués (voire au sein même du ministère).

S'agissant de l'étranger, la perception est, vue d'ici, celle d'une approche politique plus uniforme, assumée et non technique, comme aux Etats-Unis, en Chine, ou d'autres Etats européens, sur les risques (ou les opportunités) liés à la nationalité de l'investisseur. Mais les mêmes tensions au sein de l'appareil d'Etat doivent évidemment exister.

Comment expliquez vous le refus de communiquer ? Est ce par crainte de révéler une stratégie ?

Anne Drif : Fondamentalement, je ne pense pas qu'il y ait des stratégies. A moins qu'il n'y ait une alternative évidente ou jugée nécessaire à l'investisseur étranger, tant que le politique n'est pas au pied du mur quant à l'engagement à prendre, cela reste dans un flou d'intérêts divergents sans ligne véritablement assumée. Tant qu'il n'y a pas d'emballage politique, on reste dans la sphère technique. Je ne suis pas certaine qu'on puisse affirmer qu'il y ait même une stratégie au sein d'un ministère, au sein d'un gouvernement, et encore moins au sein d'un exécutif et de l'État. Finalement, cette stratégie se dessine seulement lorsque la décision devient nécessaire.

Le cas Photonis a été assez révélateur en ce sens : c'est devenu un sujet sur la place publique alors que l'Etat était associé et approuvait le processus depuis son déclenchement, et était donc sensé avoir validé une « stratégie ».

En quoi la façon dont on traite le contrôle des investissements étrangers en France est-elle différente de ce qui se pratique aux Etats-Unis ?

Anne Drif : Aux Etats-Unis, premier marché économique et du M&A mondial, le contrôle et son rôle stratégique est tellement assumé que ce n'est visiblement pas un sujet de débats. Il y a un CFIUS, un contrôle, probablement aussi fort qu'en Chine. Le politique l'assume complètement, ce qui n'est pas le cas en France, qui n'est certes pas dans la même position économique et n'est pas aussi certaine de son attractivité. On l'a observé sur Couche Tard, sur Photonis Sur Alstom, non plus la ligne n'était pas claire. Personne au sein de l'Etat n'exprimait clairement la position du gouvernement sur l'opération, si tant est qu'il n'y en ait eu qu'une seule. Alors qu'aux US, la ligne est assumée, même vis-à-vis de la Chine.

Pensez-vous qu'on puisse aller vers plus d'unification européenne, d'harmonisation du contrôle des investissements étrangers, pour avoir davantage de leviers ?

Anne Drif : Pour l'instant, nous observons, il me semble, plutôt un mouvement inverse, malgré les déclarations sur le mécanisme de coopération. Il y a malgré tout un recentrage au niveau national, la sécurité relevant de chaque Etat et ses enjeux exacerbés par le Covid.

Je serais prudente sur l'idée d'une solution européenne. Le sujet est trop sensible politiquement pour être piloté au niveau européen. Nous sommes sur le terrain de la souveraineté nationale. Il est difficile en ce domaine de détacher le pilotage des responsabilités.

Le cadre mis en place par l'UE a d'ailleurs plutôt encouragé les Etats à agir à leur échelle ; il les a libérés.

Le Covid, représentera-t-il une bascule dans le contrôle des investissements étrangers ? Certains domaines qui n'étaient pas stratégiques vont-ils le devenir ?

Anne Drif : Cette bascule, c'est vrai, va de pair avec la fragilisation du contexte économique. Les stratégies de prédation ont été présentées comme plus faciles et il y a eu une prise de conscience assez forte au niveau des pouvoirs publics. On a également perçu une crainte liée à la baisse possible de la valeur des cibles.

Le sujet des délocalisations est d'ailleurs connexe. Les pouvoirs publics ont désormais une sensibilité plus forte vis-à-vis de ce sujet.

Et en effet, de nouveaux secteurs et sous-segments sont devenus stratégiques.

Certaines briques dans les chaînes de fabrication, qui n'étaient pas considérées comme relevant de secteurs sensibles, le sont aujourd'hui. Il y a une vigilance accrue de la part des pouvoirs publics car, lorsqu'il manque un maillon sur la chaîne d'approvisionnement et de fabrication, toute la production peut devenir défaillante. Ainsi, le champ des entreprises stratégiques prend des proportions démesurées avec la crise.

De votre point de vue, ces changements, l'émergence de certains secteurs, est-ce du long terme ?

Anne Drif : Non, je ne le pense pas, car la définition d'une entreprise stratégique varie et doit varier en fonction de l'environnement économique et sécuritaire, hormis peut-être dans le domaine très régalié de la défense nationale.

Est-ce plus facile de rentrer dans cette liste que d'en sortir ?

Anne Drif : A mon sens, en réalité, tout dépend de ce que l'on veut faire de cette liste.

Ce qui compte avant tout, c'est l'intention du politique plus que la liste en elle-même. Le politique veut surtout manifester sa vigilance, mais demeure prêt à discuter. A cet égard, un autre aspect important est celui des engagements qui restent de nature secrète. Peut-être faudrait-il qu'ils soient publics. Il faut s'interroger sur le droit à l'information des actionnaires par exemple.

Lorsqu'on nous explique qu'un "fleuron" de l'industrie française ne doit pas changer de mains, cela ne veut rien dire. Il n'y a pas de définition économique officielle.

Selon vous, les acteurs impliqués discutent-ils entre eux ?

Anne Drif : L'organisation se rapproche aujourd'hui de celle des opérations de M&A où les avocats travaillent en relation avec les communicants. Tout cela a changé d'ampleur, ils sont plus au fait des lobbyistes.

Pour en revenir plus largement à votre vision de votre rôle de journaliste dans le contrôle des investissements étrangers, considérez-vous qu'il y a un aspect pédagogique dans votre métier ? Cherchez-vous d'abord à rendre des thèmes assez techniques plus accessibles à vos lecteurs ?

Anne Drif : Nous écrivons différents types d'articles : certains sont très factuels, d'autres analysent de manière plus poussée les opérations.

Aux Échos, nous nous adressons à un lectorat déjà assez averti et non partisan.

La meilleure façon d'être pédagogique est de multiplier les sources et de rester assez neutre. On essaie de laisser le lecteur interpréter les faits en fonction de sa position dans l'environnement économique en réduisant au maximum notre biais personnel et journalistique.

C'est un exercice assez difficile car nous sommes le maillon qui rend les opérations publiques et peut potentiellement en faire un sujet politique. C'est un exercice difficile car les sources sont rares et - ne souhaitent pas être citées.

Chaque journaliste a son approche nationale. Pensez-vous dès lors qu'il y ait un biais français ?

Anne Drif : Je pense qu'implicitement oui, on ne peut pas totalement s'extraire de cette condition. Il s'agit d'être à la fois responsable de ce qu'on écrit en tant que journaliste économique d'un quotidien national, tout en

faisant partie d'un écosystème : on ne peut pas se détacher complètement des intérêts français. Mais il faut faire attention au « biais français », et ne pas verser en même temps dans une forme de nationalisme.

Le gage d'un équilibre c'est la multiplication des sources, et l'historique de l'investisseur.

Comment qualifieriez-vous l'opinion publique française ?

Anne Drif : Je ne parlerais pas d'une opinion publique mais plutôt d'une multitude d'opinions. Par exemple, un entrepreneur de la tech serait ravi de se faire racheter par un Américain plutôt que de vivoter en France, alors qu'un autre lecteur pourrait considérer cela comme un sujet d'inquiétude. La perception des IEF est de façon générale très connexe à l'opinion politique.