



**HAL**  
open science

## Les fonds publics d'investissement stratégique à l'épreuve du contrôle européen des aides d'Etat

Hugues Bouthinon-Dumas, Frédéric Marty

### ► To cite this version:

Hugues Bouthinon-Dumas, Frédéric Marty. Les fonds publics d'investissement stratégique à l'épreuve du contrôle européen des aides d'Etat. Thierry Granier. Les fonds d'investissement, Lamy réflexe droit, pp.330-352, 2013. halshs-00909242

**HAL Id: halshs-00909242**

**<https://shs.hal.science/halshs-00909242>**

Submitted on 26 Nov 2013

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Version manuscrit auteurs d'un chapitre publié sous une forme complétée in  
Thierry GRANIER (dir.), *Droit des fonds d'investissement*, éditions Lamy Reflexe Droit, pp.  
330-352

**Les fonds publics d'investissement stratégique à l'épreuve du contrôle européen des  
aides d'Etat**

**Hugues Bouthinon-Dumas**  
ESSEC Business School  
Centre Européen de Droit et d'Economie

**Frédéric Marty**  
CNRS – Université de Nice Sophia-Antipolis  
GREDEG / OFCE (Sciences-Po)

**Introduction**

Les fonds publics d'investissement stratégique constituent une catégorie particulière de fonds d'investissement. D'une part, ils sont contrôlés par des entités publiques (Etat, collectivités territoriales ou autres organismes publics). D'autre part, ils sont investis d'une mission spécifique d'investissement dans des entreprises susceptibles de stimuler la compétitivité des économies nationales dans lesquelles ils interviennent. Les fonds publics d'investissement stratégique incarnent, ce faisant, une forme de renouvellement de l'action des Etats en matière de politique industrielle. En France, le modèle des fonds de ce type est le Fonds stratégique d'investissement (FSI) dont la création a été voulue et annoncée par le Président de la République Nicolas Sarkozy à l'occasion de son discours de Montrichard le 20 novembre 2008. Le FSI, qui a vocation à se fondre dans la Banque publique d'investissement (BPI), est constitué sous la forme d'une société anonyme détenue par la Caisse des dépôts et consignations (CDC) à hauteur de 51% et par l'Etat à hauteur de 49%. Il constituera l'exemple privilégié de notre étude, mais les développements qui vont suivre s'appliquent a priori à tous les fonds publics d'investissement stratégique. Le FSI n'est pas un cas isolé même si c'est celui qui a suscité le plus d'interrogations et d'attention de la part des autorités

européennes. Des fonds de ce type ont été constitués dans d'autres pays européens, comme le Strategic Investment Fund créé au Royaume Uni également en 2009<sup>1</sup>, où encore l'Irlande, pour laquelle le fonds doit également préfigurer une banque publique d'investissement.

Le FSI appartient à la catégorie des fonds d'investissement publics, comme les fonds souverains. Toutefois, les fonds publics d'investissement stratégique se distinguent des fonds souverains dans la mesure où ces derniers ont principalement pour mission d'investir les ressources financières considérables (issues notamment des exportations de matières premières et d'hydrocarbures et d'excédents commerciaux) dans une logique patrimoniale<sup>2</sup>. Par contraste, les fonds publics d'investissement stratégique poursuivent une logique de politique industrielle dans un contexte budgétaire généralement très tendu (dans le cas de la France, il est clair que le FSI a été constitué sur fond de pénurie des ressources financières publiques<sup>3</sup>). Pour autant, la distinction entre les fonds publics d'investissement stratégique, comme le FSI, et les fonds souverains, n'est pas toujours très nette. Les fonds souverains, en effet, peuvent être

---

1

TUC, *Developing UK Industrial Policy. Lessons from France*, décembre 2009, spéc. p. 23 (cf. <http://www.tuc.org.uk/extras/strategicinvestmentfund.pdf>).

2

Comme le relève le rapport Fourcade de juin 2011, le FSI, à l'inverse d'un fonds souverain, ne gère aucune ressource pérenne, ne dispose que d'un volume d'avoires très limité et voit son intervention limitée au seul territoire français. Cf. J.-P. Fourcade, *Les participations transférées au Fonds Stratégique d'Investissement*, Rapport d'information fait au nom de la Commission des Finances du Sénat, n°588, 8 juin 2011.

3

Pragmatiquement, alors même que ce n'était pas l'esprit des fonds public d'investissement, la dotation initiale du FSI a en partie pris la forme d'un apport en nature de participations déjà détenues dans le capital d'entreprises publiques, par l'Etat (8% d'Aéroport de Paris, 13,5% de France Télécom) et par la CDC (20% d'Eiffage, 25,7% d'Eutelsat Communications, 7,6% d'Accor, etc., ainsi que des participations dans des fonds de capital investissement). Cf. l'annexe au communiqué de presse du ministère de l'économie et des finances du 6 juillet 2009 sur les titres de participations transférés au FSI à compter du 15 juillet 2009.

animés aussi d'ambitions stratégiques, de nature politique ou économique (ce qui, d'ailleurs, ne va pas sans susciter des craintes<sup>4</sup>), alors que, de leur côté, les fonds publics d'investissement stratégiques doivent aussi être soucieux d'investir les fonds publics dans des projets économiquement rentables, et à ce titre, susceptibles de rapporter de l'argent à leurs actionnaires publics. La frontière entre les deux sous-catégories de fonds d'investissement publics peut donc se brouiller même si, dans la volonté affichée par les pouvoirs publics, la vocation du fonds stratégique d'investissement est très spécifique.

Le FSI est à la fois l'emblème et l'instrument d'un renouvellement de la politique industrielle de la France. Cette politique se différencie des modes d'intervention traditionnels de l'Etat dans l'économie. Elle participe de l'inflexion marquant le passage d'un Etat entrepreneur et ordonnateur à un « Etat stratège ». Il s'ensuit que si cette politique passe bien par des investissements publics dans les entreprises, elle n'en constitue pas moins une rupture avec les pratiques anciennes de contrôle pur et simple exercé par les pouvoirs publics sur les entreprises et de restructurations imposées des groupes français (politique parfois désignée sous l'expression de « mécano industriel »)<sup>5</sup>. L'action de l'Etat évolue : à la figure de la dépendance et de la tutelle se substitue une intervention banalisée dans sa forme. L'Etat intervient comme un actionnaire qui s'implique dans la gouvernance des sociétés dans lesquelles il détient des participations et qui veille à la préservation de ses intérêts patrimoniaux. La création de l'Agence des participations de l'Etat<sup>6</sup> témoigne de façon exemplaire de cette évolution. Mais il convient de souligner que la création du FSI s'inscrit dans une autre logique que celle

---

4

Cf. dans cet ouvrage les développements sur les fonds souverains, \*\*\*.

5 Notons, que la politique de l'Etat à l'égard du secteur public a d'ailleurs elle-même été modernisée. Les entreprises publiques délaissent les formes typiquement publiques, comme les établissements publics, pour adopter la forme de sociétés commerciales de droit privé comme les sociétés anonymes à actionnariat public. L'intervention publique épouse une logique dont les racines dans le cas français pourraient remonter au Rapport Nora de 1967.

Nora S., (1967), *Rapport sur la Gestion des Entreprises Publiques*, Assemblée Nationale, Paris.

6

Cf. <http://www.ape.minefi.gouv.fr>.

d'une gestion rationalisée des participations publiques dans le capital des entreprises demeurant publiques ou issues du secteur public (GDF-Suez, Aéroport de Paris, Safran...).

Les grandes lignes de la politique d'investissement du FSI ont été définies par le président de la République. La doctrine d'investissement du FSI a ensuite été précisée et régulièrement rappelée dans différents documents émanant du FSI<sup>7</sup>. La vocation du FSI est d'être « un investisseur minoritaire de moyen et long termes qui investit dans des projets rentables, dans les secteurs industriels et les services [et qui] investit dans des entreprises porteuses de compétitivité de l'économie ». Ainsi exprimée, la mission assignée au FSI se distingue nettement de celle d'un gestionnaire d'actifs, gérant au mieux les participations de l'Etat. La participation dans le capital n'est qu'un instrument au service d'une nouvelle politique industrielle visant à renforcer la compétitivité de l'économie française et à élever sa croissance potentielle à travers une action sur les structures économiques. Cette politique se déploie à travers des investissements réalisés dans des entreprises occupant une position stratégique dans le système productif français, en raison notamment des effets d'entraînement attendus, de la consolidation de filières ou du potentiel de développement d'entreprises innovantes. La logique du FSI apparaît ainsi plus proche de celle d'un fonds de capital-risque ou d'un fonds de *private equity* que d'un fonds de gestion d'une épargne investie en valeurs mobilières (si l'on peut rapprocher les fonds souverains des OPCVM). C'est d'ailleurs pourquoi le FSI investit volontiers dans le capital de sociétés qui n'ont pas vocation à faire partie du « secteur public », entendu dans son acception traditionnelle, conjointement avec d'autres investisseurs, français ou étrangers<sup>8</sup>.

---

7

Voir le document intitulé de façon très significative « La doctrine d'investissement du FSI » et les rapports d'activité du FSI, téléchargeables sur le site du fonds ([www.fonds-fsi.fr](http://www.fonds-fsi.fr)).

8

Cf. Rapport d'activité 2011 du FSI.

La spécificité de la politique d'investissement du FSI ne place pas *a priori* les investissements ainsi réalisés en dehors du champ du contrôle des institutions de l'Union européennes sur les aides d'Etat. Les concours financiers émanant directement ou indirectement de l'Etat, des collectivités publiques et des organismes qu'ils instituent, sont en effet susceptibles d'être considérés comme des mesures publiques pouvant créer des distorsions sur le marché européen. Le caractère potentiellement perturbateur des aides publiques aux entreprises a été identifié très tôt et le Traité de Rome de 1957 instituant la Communauté économique européenne comportait déjà des dispositions déclarant en principe les aides d'Etat incompatibles avec le marché commun, et n'admettant des dérogations au principe de prohibitions des aides d'Etat que sous le contrôle de la Commission, et dans des conditions prévues par le Traité (articles 92 et suivants du Traité instituant la CEE de 1957). Ces dispositions ont été reprises dans le Traité CE aux articles 87 et suivants et enfin dans le TFUE aux articles 107 et suivants.

Les fonds publics d'investissement stratégique comme le FSI se trouvent ainsi placés sous la contrainte tout à fait spécifique que fait peser le contrôle européen des aides d'Etat. Le cadre juridique applicable aux fonds d'investissement s'étend donc à cette branche typiquement européenne du droit de la concurrence<sup>9</sup>, dès lors que les fonds sont l'émanation des pouvoirs publics, disposent de ressources d'origine publique et qu'ils apportent leurs concours à des entreprises déterminées.

C'est précisément cette question qui a été posée lorsque le FSI a investi, par l'intermédiaire du Fonds de modernisation des équipementiers automobiles (FMEA), dans la société Trèves, un sous-traitant du secteur automobile<sup>10</sup>. La Commission

---

9

Le droit européen de la concurrence est le seul droit de la concurrence à comporter un volet contrôle des aides d'Etat, qui s'ajoutent au droit des pratiques anti-concurrentielles et au contrôle des concentrations, voire au droit de la concurrence déloyale, que connaissent aussi les législations nationales.

10

V. de Beaufort et A. Debru, « Aides d'Etat et crise économique : l'exemple du secteur automobile », in V. de Beaufort (dir.), *Entreprises stratégiques nationales et*

européenne a soupçonné que cet investissement puisse constituer une aide d'Etat<sup>11</sup>, avant de conclure dans sa décision du 20 avril 2011, qu'en l'espèce, les mesures en cause ne constituaient pas des aides d'Etat au sens de l'article 107, paragraphe 1, du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE)<sup>12</sup>.

Il importe donc de situer l'emprise exercée par le droit européen des aides d'Etat sur la politique des fonds publics d'investissement stratégique, entre deux situations extrêmes, à savoir une présomption irréfragable de licéité des investissements réalisés dans des entreprises par des fonds d'investissement publics et une interdiction inconditionnelle de toute participation des fonds publics au financement des entreprises. Plus précisément, il y a lieu de déterminer dans quelle mesure le droit européen des aides d'Etat est applicable aux fonds d'investissement publics à visée stratégique et dans quelle mesure leur action est soumise au contrôle de la Commission européenne au titre des aides d'Etat.

La confrontation de la politique du FSI au contrôle européen des aides d'Etat s'inscrit dans la problématique plus générale des contraintes que fait peser l'Union européenne sur les politiques économiques nationales. Le Traité de Maastricht a été à l'origine d'une sorte d'aliénation de la politique monétaire (confiée à des banques centrales indépendantes puis à un système européen centré sur la Banque centrale européenne qui a le monopole de la conduite de la politique monétaire dans la zone euro). Sur fond de crise des déficits et des dettes publiques, la politique budgétaire des

---

*modèles économiques européen*, Bruylant, 2012, p. 165 et s. ; dans le même ouvrage, voir aussi la contribution de D. Spector : « Focus sur les aides d'Etat : contrôle communautaire et logique industrielle », p. 155 et s.

11

Voir l'invitation à présenter des observations de la Commission, Aide d'Etat C 4/10, Aide présumée en faveur de l'entreprise Trèves, JOUE du 22 mai 2010, C 133, n°12.

12

Décision de la Commission du 20 avril 2011 concernant l'aide présumée en faveur de l'entreprise Trèves C 4/10 (ex NN 64/09) mise à exécution par la République française, JOUE du 19 octobre 2011, p. L274/1 et s.

Etats européens apparaît aujourd'hui fortement contrainte, tout particulièrement dans les pays comme la Grèce, l'Espagne, l'Italie, et dans une moindre mesure l'Irlande et la France. Dans ce contexte, se dessine la perspective d'un renforcement des contraintes pesant sur les politiques fiscales et sociales. La question est donc de savoir si la politique industrielle n'est pas elle-même étroitement limitée par le cadre européen. A cela s'ajoute le fait que l'on a pu considérer que c'était en réalité toutes les interventions des Etats actionnaires qui se trouvaient frappées de suspicion de la part des autorités européennes, comme l'a montré notamment la jurisprudence de la Cour européenne globalement hostile aux *golden shares*<sup>13</sup>, et ce, alors même que le Traité pose le principe de la neutralité du droit européen par rapport à la propriété privée ou publique des entreprises<sup>14</sup>. D'un autre côté, la crise actuelle appelle une intervention des puissances publiques et l'action des fonds publics d'investissement stratégique peut apparaître comme une réponse prometteuse aux défis du moment. Les institutions européennes n'ont d'ailleurs pas manqué de réviser leur doctrine à l'égard des différentes politiques économiques et des interventions publiques décidées pour faire face à la crise. C'est dans ce contexte que se pose la question de savoir si, et dans quelle mesure, les investissements publics réalisés par l'intermédiaires des fonds stratégiques peuvent échapper à la prohibition des aides d'Etats.

La question de la confrontation de l'action des fonds publics d'investissement stratégique et du droit européen des aides d'Etat se cristallise sur la notion d' « investisseur normal en économie de marché ». Elle définit, du point de vue du droit

---

13

Cf. H. Bouthinon-Dumas, « Les golden shares à l'épreuve du droit européen », in V. de Beaufort (dir.), *Entreprises stratégiques nationales et modèles économiques européen*, Bruylant, 2012, p. 85 et s. et H. Bouthinon-Dumas et A. Sotiropoulou, « Pour quelles raisons les privilèges des actionnaires publics fondés sur le droit des sociétés entravent-ils la liberté de circulation des capitaux ? Analyse critique de la jurisprudence sur les golden shares de seconde génération », *RDBF*, mai-juin 2009, p. 18 et s.

14

Article 345 : « Les traités ne préjugent en rien le régime de la propriété dans les États membres ».



européen, les limites dans lesquelles la nouvelle politique industrielle des Etats peut se déployer (I) et appelle une évaluation économique de la légitimité de cette contrainte sur la politique conduite à travers cette forme particulière de fonds d'investissement (II).

### I – La mise en œuvre du critère de l'investisseur privé en économie de marché appliqué à la politique des fonds publics d'investissement stratégique

L'application du droit européen est susceptible d'empêcher ou de limiter les investissements dans des entreprises réalisés par les fonds publics d'investissement stratégique. Cela tient à ce que ces investissements sont susceptibles d'être considérés comme des aides d'Etat. Ils ne peuvent donc échapper à cette qualification que s'ils respectent les conditions posés par le droit européen des aides d'Etat, en particulier la conformité au critère de l'investisseur privé en économie de marché (A). L'investissement du FSI dans l'entreprise Trèves fournit un remarquable exemple du contrôle exercé par la Commission sur ce type d'opération et donc sur la politique même de ce type de fonds d'investissement (B).

#### A/ La soumission des investissements des fonds publics d'investissement stratégique au critère de l'investisseur privé en économie de marché

Il convient tout d'abord de comprendre pourquoi les investissements de fonds comme le FSI sont susceptibles d'être interdits au titre des aides d'Etat, avant de voir que pour échapper à cette menace, la politique des fonds publics d'investissement stratégique doit essentiellement respecter le critère de l'investisseur privé en économie de marché.

L'article 107 du TFUE pose le principe de l'incompatibilité des aides d'Etat avec le marché européen : « *Sauf dérogations prévues par les traités, sont incompatibles avec le marché intérieur, dans la mesure où elles affectent les échanges entre États membres, les aides accordées par les États ou au moyen de ressources d'État sous quelque forme que ce soit qui faussent ou qui menacent de fausser la concurrence en favorisant certaines*

*entreprises ou certaines productions* »<sup>15</sup>. On remarquera que les termes employés par le traité sont très larges (« les aides accordés par les Etats ou au moyen de ressources d'Etat sous quelque forme que ce soit »). La doctrine élaborée par la Commission européenne, notamment dans ses lignes directrices et ses rapports sur la politique de la concurrence, et la jurisprudence de la Cour européenne laissent dans le champ d'application du droit européen des aides d'Etat un très grand nombre de mesures correspondant à des hypothèses variées (subventions publiques, exonérations fiscales ou sociales, subventions croisées...). Les concours financiers octroyés par l'Etat, les collectivités publiques, les organismes publics ou encore par les entités publiques ou privées qui en émanent<sup>16</sup>, sont clairement visés par cette disposition, quelle que soit leur forme : apports en capital, prêts, voire simplement des garanties accordés pour obtenir des crédits à des conditions plus favorables.

Les investissements des fonds publics dans le capital d'entreprises particulières sont susceptibles d'encourir le reproche d'être des aides d'Etat dans la mesure où ces opérations remplissent trois conditions posées par le droit européen des aides d'Etat<sup>17</sup>, à

---

15

La prohibition des aides d'Etat aux entreprises n'est toutefois pas un principe absolu puisque des dérogations sont prévues par le Traité lui-même. A côté des dérogations de plein droit prévues pour des interventions publiques dont la légitimité est présumée (comme les aides visant à secourir les personnes victimes d'une catastrophe naturelle), il existe des dérogations accordées par la Commission et une possibilité pour le Conseil d'admettre des aides d'Etat particulières, selon des procédures prévues par les articles 108 et 109 du TFUE.

16

Cf. CJCE, 17 mars 1993, aff. C-72/91 et C-73/91 *Sloman Neptun*, Rec. p. I-927 et CJCE30 novembre 1993, aff. C-189-91 *Petra Kirsammer-Hack*, Rec. p. I-6215.

17

La quatrième condition, commune à tout le droit européen de la concurrence, à savoir que la mesure ait une incidence sur le marché européen, ne pose guère de problème dans la mesure où une aide d'Etat est considérée comme constituant, par nature, une action affectant la concurrence et les échanges entre les Etats membres.

savoir que la mesure constitue un avantage pour celui qui en bénéficie, qu'elle soit imputable à un Etat et qu'elle soit spécifique.

La première condition est très aisément remplie : un investissement ou un concours financier est toujours considéré comme un avantage pour celui qui en bénéficie. Dès lors que le concours financier même assorti de contreparties (intérêts, garanties, etc.) et de contraintes (droit de regard du bailleur de fonds sur la stratégie et la gestion de l'entreprise financée) est accepté par le bénéficiaire, on n'imagine pas qu'une telle aide puisse ne pas être avantageuse.

Pour être qualifiée d'aide d'Etat, la mesure dont bénéficient les entreprises doit en outre être « octroyée par l'Etat ou au moyens de ressources de l'Etat ». La condition d'imputabilité est, elle aussi, aisément remplie. Les fonds d'investissement publics sont, par construction, placés sous le contrôle de l'Etat ou des collectivités locales ou régionales qui les ont institués, ou des organismes publics qui ont éventuellement été spécialement créés pour mettre en œuvre une politique d'investissement. Dans le cas du FSI, c'est l'Etat lui-même et la Caisse des dépôts, qui sont les seuls actionnaires du fonds. Or, la Caisse des dépôts, qui contrôle le FSI puisqu'elle détient 51% de son capital, est un organisme public dont le statut spécial et la mission singulière sont définis par l'article L. 518-2 du code monétaire et financier : « *La Caisse des dépôts et consignations est un établissement spécial [qui] remplit des missions d'intérêt général en appui des politiques publiques conduites par l'Etat et les collectivités territoriales et peut exercer des activités concurrentielles [et constitue avec ses filiales] un groupe public au service de l'intérêt général et du développement économique du pays* ». Le FSI a donc été abondé par des ressources financières d'origine publique, sachant que la jurisprudence européenne retient au même titre que les aides affectant le budget de l'Etat, les contributions financières qui ont indirectement une incidence sur la situation financière de l'Etat (à travers des entreprises publiques ou des organismes contrôlés par l'Etat).

Enfin, la politique d'investissement des fonds comme le FSI, est nécessairement sélective. Ces fonds investissent dans certaines entreprises, éventuellement en privilégiant des secteurs d'activités particuliers (comme l'automobile ou la filière bois). Il

n'entre pas dans la mission des fonds de ce type d'apporter des concours financiers indifféremment à toute une catégorie d'entreprises (les PME, les entreprises exportatrices, etc.), contrairement à d'autres organismes de financement comme la Coface, Oseo ou la future Banque publique d'investissement. Les prises de participation des fonds publics d'investissement stratégique ne sont donc *a priori* jamais des « mesures générales » échappant pour cette raison au régime des aides d'Etat.

Pour ces raisons, la question de la qualification des investissements des fonds publics d'investissement stratégique au regard de la catégorie des aides d'Etat se pose sérieusement. Etant donné le caractère potentiellement très compréhensif de la notion d'aides d'Etat visé par le traité, les institutions européennes ont été amenées à préciser leur position sur les aides publiques accordées aux entreprises. Dans cette perspective, s'est imposé le critère de « l'opérateur normal en économie de marché » pour discriminer parmi les interventions publiques, celles qui sont assimilables aux interventions de n'importe quels acteurs économiques (et donc non susceptibles de créer des distorsions sur le marché), et celles qui s'écartent des pratiques ordinaires des acteurs économiques (et qui donc pourraient perturber le marché intérieur).

Conformément à l'article 345 du Traité, l'intervention directe de l'Etat dans l'économie est pleinement admise. Ainsi, un acteur public doit pouvoir investir dans les mêmes conditions qu'un acteur privé au regard des règles européennes. L'investissement de fonds publics est donc toujours possible et ne saurait être considéré comme constituant une aide publique dès lors que l'investissement se fait dans des conditions de risque et de rentabilité équivalentes à celles qu'exigent les opérateurs privés. A l'inverse, dès lors que les perspectives de rentabilité de l'investissement sont faibles ou très incertaines, l'encadrement des aides publiques s'applique. En d'autres termes, le critère de l'investisseur privé en économie de marché permet aux entités publiques d'intervenir librement dans le jeu économique, à condition que leurs actions ne créent pas d'avantages susceptibles de distordre les conditions de concurrence au

profit des entreprises récipiendaires<sup>18</sup>. Tant que l'intervention se fait dans des conditions qui seraient acceptables pour un investisseur ou un créancier intervenant dans des conditions normales de marché, elle n'est pas considérée comme une aide publique devant être obligatoirement notifiée *ex ante* à la Commission.

Bien que les fonds injectés soient indubitablement d'origine publique, il doit être démontré que ceux-ci n'apportent aucun avantage additionnel à l'entreprise récipiendaire par rapport à une intervention qu'aurait pu faire un autre acteur de marché. En ce sens, le principe de l'investisseur privé en économie de marché participe pleinement de la logique de la politique européenne de la concurrence. Il ne s'agit pas d'écarter l'intervention publique en elle-même mais de prévenir toute mesure ciblée qui pourrait être à l'origine d'une distorsion de concurrence. Le cas d'espèce a été observé pour de nombreux projets d'investissements qu'il s'agisse de soutiens au démarrage de nouvelles dessertes aériennes ou de prises de participations dans des *sociétés projets* intervenant dans le déploiement et l'exploitation d'infrastructures de télécommunications à haut ou très haut débit<sup>19</sup>.

---

18

Notons que le critère porte sur la prévention des distorsions de concurrence entre firmes. Il ne porte pas sur le second type de distorsions pouvant procéder des aides publiques à savoir les dynamiques de concurrence fiscale. Celles-ci ne sauraient pour autant être tenues pour négligeables, notamment quand les interventions publiques prennent place dans un contexte de crise économique. Dans la mesure où l'intervention se fait dans des conditions de marché, il serait possible de considérer qu'une intervention respectant ce critère n'est pas susceptible de créer de distorsions. Il serait cependant possible de nuancer cette appréciation en tenant compte de la difficulté des firmes à accéder aux marchés de fonds prêtables en période de crise. De telles difficultés peuvent notamment apparaître dans la mesure où la concomitance des investissements publics et privés n'est pas exigée dans le critère (et ce à bon escient, soit dit au demeurant).

19

Marty F., (2012), « Les partenariats public-privé dans les infrastructures de télécommunications à haut et à très haut débit : les enjeux concurrentiels », *Revue d'Economie Industrielle*, volume 4-2012, à paraître

Le critère de l'investisseur privé en économie de marché, fut introduit en droit européen par les lignes directrices de 1984 relatives aux apports de capitaux publics dans les entreprises en difficulté<sup>20</sup>, avant d'être précisés par une communication en 1991<sup>21</sup>. Il s'agit donc d'un critère introduit par la Commission elle-même<sup>22</sup>. Ses contours ont été définis très progressivement, au travers de sa pratique décisionnelle de la Commission et de l'exercice du contrôle juridictionnel par juge de l'Union.

Le standard introduit par le critère est celui du comportement d'un opérateur *normal* sur le marché. Il s'agit donc, comme nous l'avons vu, de déterminer si un investisseur privé placé dans les mêmes conditions aurait agi de la même manière et avec les mêmes exigences. Pour un investissement, il convient d'observer la cohérence du couple risque / rendement exigé avec les pratiques du marché et la robustesse des hypothèses faites pour la valorisation de la société. Ce critère fut progressivement étendu à la politique de réaménagement des dettes détenues sur un opérateur privé par une entité publique ainsi qu'aux garanties d'origine étatique (sur le remboursement de la dette, par exemple) dont pourrait bénéficier un opérateur privé. Les pouvoirs publics peuvent en effet librement s'engager dans des plans de restructuration des titres de créances détenus sur une société privée, des dettes fiscales et sociales ou accorder des garanties sur les emprunts souscrits par des entreprises du moment que ces décisions se font dans des conditions de marché.

---

20

Sloccock B., (2002), "The Market Economy Investor Principle", *Competition Policy Newsletter*, n°2, June, pp.23-26

21

Communication de la Commission aux Etats-Membres – Application des articles 92 et 93 du Traité CEE et de l'article 5 de la directive 80/723/CEE de la Commission aux entreprises publiques du secteur manufacturier, *Journal Officiel CE*, n°C273, 18 octobre 1991.

22

Karpenschif M., (2011), « L'investisseur privé en économie de marché », *Concurrences*, n°3-2011.

Le standard d'opérateur normal en économie de marché se décline ainsi en plusieurs standards dérivés, applicables en fonction des opérations d'aides publiques aux entreprises : « créancier privé en économie de marché », « garant privé en économie de marché », assureur privé en économie de marché », etc. Ainsi, un prêt accordé par une entité publique à une entreprise n'est pas considéré comme une aide publique dès lors que les exigences en termes de rémunération et de sûretés conférées au prêteur correspondent au niveau d'exigence standard du marché<sup>23</sup>. Il en va de même pour les dettes fiscales et sociales. *A priori*, exempter un opérateur économique du paiement de tout ou partie de ses dettes fiscales et sociales est de nature à lui donner un avantage vis-à-vis de ses concurrents<sup>24</sup>. Une telle remise peut ne pas constituer une aide du moment où l'espérance mathématique de recouvrement après réaménagement dépasse celle procédant d'un éventuel recouvrement forcé<sup>25</sup>.

Dans chaque cas, l'examen de la conformité de l'intervention est assuré par la Commission. Un pouvoir discrétionnaire lui est reconnu en matière d'appréciation économique complexe<sup>26</sup>. Le contrôle juridictionnel exercé par le Tribunal porte sur la régularité de la procédure et sur d'éventuelles erreurs manifestes d'appréciation<sup>27</sup>. Ainsi, les juridictions de contrôle n'ont pas à substituer leurs propres analyses à la sienne.

---

23

Cour de Justice, Tubacex, aff. C-342/96.

24

Cour de Justice, Magefesa, aff. C-480/98.

25

Un autre volet de la question peut être éclairé par l'arrêt de la Cour de Justice du 5 juin 2012 Commission / EDF (aff. C-124/10P). Le test de l'investisseur privé est également applicable en cas d'un soutien public à un opérateur sous forme d'une recapitalisation passant par une renonciation au recouvrement de dettes fiscales.

26

Cour de Justice, 22 mars 1977, Steinike&Weinlig c/ Allemagne, aff. 78/76.

27

Tribunal, 17 décembre 2008, Ryanair / Commission, aff. T 196/04.

Cependant, la Commission ne peut pour autant se limiter à une application mécanique et standardisée du critère<sup>28</sup>. Les juridictions de contrôle peuvent également vérifier la justesse de son interprétation des données de nature économique<sup>29</sup>.

Nous allons analyser, au travers du cas de l'intervention du FSI dans l'équipementier Trèves (par l'intermédiaire d'un fonds spécialisé dans l'industrie automobile), la façon dont le critère est appliqué *in concreto*.

### B/ L'application du critère de l'investisseur privé en économie de marché à une intervention du FSI : le cas Trèves

Dans le cadre de son action, le FSI a créé des fonds spécialisés en association avec des investisseurs privés. Parmi ces fonds spécialisés, certains ont une vocation sectorielle comme le Fonds de Modernisation des Equipementiers Automobiles (FMEA) créé en février 2009 dans le cadre du *Pacte Automobile* lancé le 4 décembre 2008. Il a été suivi dès mars 2010 d'un second fonds, le FMEA 2, orienté vers des investissements en capital-risque.

Fonds	Source de financement	Dotation globale	gestionnaire	Objectif et champs d'action
FMEA (rang 1)	FSI, PSA et Renault (parité)	600 M€ (dont 200 apportés par le FSI)	CDC Entreprises	Prises de participations en fonds propres ou en quasi-fonds propres, dans des acteurs de la filière porteurs de projets créateurs de valeur et de compétitivité
FMEA (rang 2)	FSI et 5 équipementiers de référence liés au FMEA	50 M€ (dont 7 apportés par le FSI et 25 par FMEA 1)	CDC Entreprises	Fonds dédié aux équipementiers de plus petite taille

28

Tribunal, 11 juillet 2002, HAMSA / Commission, aff. T152-99.

29

Tribunal, 7 décembre 2010, Fucona Kosice / Commission, aff. T 11-07.



Si plusieurs interventions du FSI ont donné lieu à des échanges avec la Commission européenne (comme le dispositif « OC+ » dans le cadre du plan PME), ce sont surtout les interventions menées au travers du FMEA qui ont fait l'objet d'une attention particulière des autorités européennes, comme en attestent les échanges sur le FMEA 2, les investissements dans les sociétés Michel Thierry et FSD-SNOP mais aussi et surtout la procédure formelle ouverte relativement à l'intervention du fonds dans le financement de l'équipementier Trèves et au plan d'apurement fiscal et social concomitant.

L'analyse de la procédure formelle ouverte par la Commission dans le cadre du soutien apporté à Trèves – et de la décision qui a été rendue le 20 avril 2011 – est particulièrement intéressante dans la mesure où elle permet de voir *in concreto* la façon dont la Commission fait une distinction entre une mesure de soutien relevant d'une aide publique – possiblement incompatible avec le Traité – et un investissement répondant à la logique d'un investisseur privé en économie de marché.

Trèves est un équipementier automobile, spécialisé dans les intérieurs de véhicules et dans des activités reliées à leur acoustique. La décision prise le 23 janvier 2010 par la Commission d'ouvrir une enquête approfondie sur l'intervention du FSI (via le FMEA) et sur le plan d'apurement des dettes fiscales et sociales<sup>30</sup> était motivée par des soupçons portant sur la nature même de ces deux interventions<sup>31</sup>. Au vu des difficultés rencontrées par l'entreprise dès avant la crise, la Commission émettait des doutes quant à la compatibilité des interventions avec le modèle de l'opérateur normal en économie de marché. La situation de l'équipementier pouvait en effet conduire à

---

30

Commission européenne, Aide publique suspectée en faveur de la compagnie Trèves C4/10 (ex NN64/09), 2010/C 133/10, *Journal Officiel de l'Union Européenne*, 22 mai.

31

Cette décision fit suite à des demandes de renseignements de la part de la Commission initiées dès le 23 janvier 2009 et des échanges menés tout au long de l'année avec les autorités françaises.

l'assimiler à une entreprise en difficultés. Or, cela aurait impliqué la qualification d'aide publique appliqué à l'investissement du FSI, et par conséquent, la nécessité d'une notification préalable<sup>32</sup>. De la même façon, la Commission s'interrogeait sur la réelle autonomie décisionnelle du FMEA vis-à-vis des pouvoirs publics<sup>33</sup>. Enfin, elle se demandait si les décisions d'investissement et d'apurement des dettes fiscales et sociales étaient conformes aux modèles d'un investisseur privé et d'un créancier privé en économie de marché.

Les doutes portaient sur quatre ensembles de points ; le premier sur l'autonomie décisionnelle du fonds vis-à-vis des pouvoirs publics, le deuxième sur la situation économique de Trèves, le troisième sur l'évaluation de l'intervention du fonds à l'aune du critère de l'investisseur privé en économie de marché et enfin le quatrième sur la conformité du réaménagement des dettes fiscales et sociales avec celui du créancier privé. Même si ce dernier point ne concerne pas le FMEA (et indirectement le FSI), nous l'analysons dans le cadre de notre contribution dans la mesure où sa mise en œuvre éclaire la démarche suivie par la Commission.

### *Le FMEA jouit d'une autonomie décisionnelle*

Le FMEA est contrôlé et financé à parts égales par l'Etat et les deux principaux constructeurs français. Il est géré par CDC Entreprises, filiale à 100 % de la CDC (voir le graphique *infra* tiré de la décision de la Commission d'avril 2011). Les décisions en matière d'investissements sont prises à une majorité des deux tiers. Ainsi, l'Etat seul ne

---

32

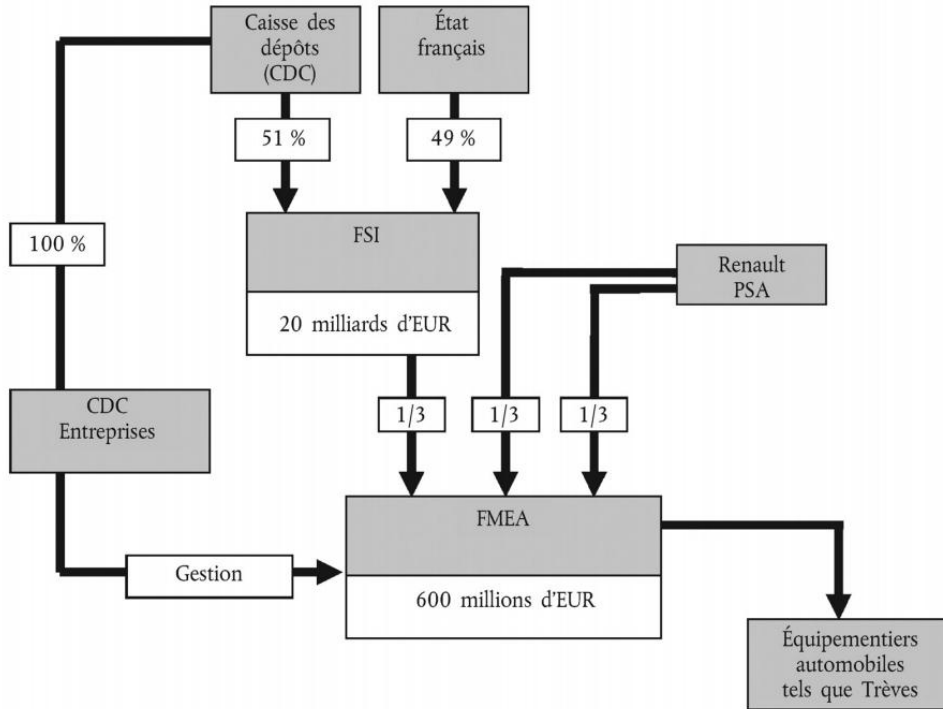
Les mesures de soutien à Trèves auraient alors dû passer au crible des conditions de compatibilité d'une aide publique avec le Traité définies par l'article 107-1.

33

Les préoccupations de la Commission, tel qu'il ressortait de sa demande d'information approfondie de janvier 2010, portait notamment sur la gestion du fonds assurée par CDC Entreprises, entité contrôlée à 100 % par la CDC, un groupe public.

peut décider d'un engagement sans l'assentiment d'au moins l'un des deux partenaires privés.

Liens unissant l'État français, la CDC, CDC Entreprises, le FSI, le FMEA, PSA et Renault



*La situation de Trèves ne correspond pas à celle d'une entreprise en difficulté*

La Commission s'interrogeait sur la situation de Trèves au moment de l'investissement réalisé par le FMEA. Il s'agissait de déterminer si l'entreprise pouvait à ce moment-là être considérée comme une entreprise en difficulté. Les indices sur lesquels s'appuyait la Commission portaient notamment sur la mise en place d'un premier plan de restructuration dès 2005, précédant donc la crise de 2008. Celle-ci conduisit la direction de l'entreprise à approfondir son plan de restructuration initial et à s'engager, vis-à-vis de ses créanciers, dans un plan de conciliation, lequel fut conclu le 25

avril 2009 avec son actionnaire unique (la holding Severt), ses créanciers privés et le FMEA<sup>34</sup>.

Les soutiens apportés à Trèves (qui connaissait des pertes récurrentes depuis 2005) s'élevèrent à plus de 100 millions d'euros. Ces derniers se subdivisent pour le FMEA en souscriptions de titres de créance donnant accès au capital, à savoir des obligations remboursables en action à parité ajustable (ORAPA) et pour l'Etat en un plan d'apurement des dettes fiscales et sociales (pour 18,4 millions d'euros). Parallèlement à ce rééchelonnement de la dette fiscale et sociale, Trèves a obtenu une consolidation de sa dette bancaire et un nouveau crédit.

L'argumentaire de Trèves et de la France face à la Commission met en avant le fait que l'intervention publique ne peut être assimilée à une aide à une entreprise en difficulté dans la mesure où il s'agissait d'accompagner une restructuration en profondeur et non de répondre à des difficultés de trésorerie<sup>35</sup>. Deuxièmement il était souligné que le FMEA n'a pas été le seul investisseur à s'engager et que les banques ont, elles aussi, accepté de lui accorder un prêt de consolidation. Troisièmement, les gains résultant du redressement amorcé en 2009-2010, pour l'investisseur ont été mis en exergue. Le groupe Trèves et la France soulignent aussi l'absence de distorsions de concurrence du fait que cette intervention était limitée à ce qui était strictement nécessaire pour assurer le financement de la restructuration. Au surplus, cette restructuration comportait une réduction des capacités de production<sup>36</sup>. Enfin, il était

---

34

La procédure de conciliation vise à obtenir un accord amiable entre une entreprise et ses créanciers (publics et privés) pour un rééchelonnement et une éventuellement remise de dette.

35

Il s'appuie notamment sur la progression constatée entre 2005 et 2007 puis dès 2009 de son revenu net avant intérêts, impôts et dotations aux amortissements et provisions (en anglais EBITDA : *earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*)

36

La Commission insiste dans ses lignes directrices de 2004 relatives au sauvetage

indiqué le plan de rééchelonnement de la dette fiscale et sociale répondait bien au critère du créancier privé avisé, dans la mesure où des banques sont intervenues de façon concomitante et que les exigences des pouvoirs publics en termes de garanties et de taux d'intérêts correspondaient aux exigences standards du marché.

Dans ce contexte, l'examen de la Commission porta successivement sur la conformité de l'investissement de 55 millions d'euros avec le comportement d'un investisseur privé et celle du rééchelonnement de la dette fiscale et sociale, pour un montant de 18,4 millions, avec celui d'un créancier avisé.

*L'investissement du FMEA dans Trèves répond aux exigences de l'investisseur privé en économie de marché*

Comme nous l'avons vu un investissement d'une personne publique dans une entreprise privée ne constitue pas une aide publique dès lors qu'elle se fait dans des

---

et à la restructuration d'entreprises en difficulté que les aides s'accompagnent de mesures correctives de nature à limiter les effets distortifs à l'encontre des concurrents. De telles mesures correctives peuvent prendre des formes structurelles, telles des cessions d'actifs (Commission, décision du 18 février 2004, Bankgesellschaft Berlin AG, *Journal Officiel*, 4 mai 2005), ou des formes comportementales, telles l'interdiction de commercialiser certaines offres pendant une période de temps donnée (Commission, décision du 14 juillet 2004, MobilCom AG, *Journal Officiel*, 4 mai 2005). Il s'agit, conformément aux § 38 et 39 des lignes directrices de 2004, « pour faire en sorte que les effets défavorables sur les conditions des échanges soient réduits au minimum, de manière que les effets positifs recherchés l'emportent sur les conséquences défavorables, des mesures compensatoires doivent être prises. À défaut, l'aide sera considérée comme «contraire à l'intérêt commun» et donc incompatible avec le marché commun. La Commission prendra en compte l'objectif de retour à la viabilité à long terme lors de la détermination de l'adéquation des mesures compensatoires. Parmi les mesures possibles figurent la cession d'actifs, la réduction de la capacité ou de la présence sur le marché et la réduction des barrières à l'entrée sur les marchés concernés ».

conditions qu'aurait pu accepter un acteur privé<sup>37</sup>. Il s'agit donc pour la Commission d'apprécier si les conditions d'engagements du FMEA respectent cette exigence. Cela implique d'évaluer successivement le réalisme du plan de restructuration, la justesse de la valorisation du capital de Trèves telle qu'elle a été réalisée par le FMEA et le caractère suffisant du taux de rendement interne (TRI) exigé par ce dernier.

Tout d'abord, le plan de restructuration s'articule à un premier plan entamé dès 2005 et vise à réduire drastiquement les frais généraux, les stocks et les charges de personnels<sup>38</sup>. Validé par un cabinet indépendant, le programme de redressement apparaît d'autant plus crédible qu'il repose sur des hypothèses de baisses très sensibles des commandes émanant des constructeurs automobiles. L'hypothèse d'un retour à l'équilibre des comptes prévu pour 2010 fut de plus validée au travers d'un audit mandaté par le FMEA avant de prendre sa décision d'investissement (procédure de *due dilligence*). L'investissement s'insérait donc, pour la Commission, dans un plan de restructuration crédible et réaliste.

Ensuite, la mise en œuvre du critère de l'investisseur avisé suppose que la Commission s'assure de la robustesse des évaluations réalisées quant à la valeur de l'entreprise. Une surestimation de celle-ci conduirait en effet à fausser les termes de l'arbitrage économique réalisé par l'Etat investisseur. Le FMEA a utilisé toutes les méthodes d'évaluation qui étaient à sa disposition, à savoir celle des multiples du chiffre d'affaires et l'analyse des flux de ressources actualisés<sup>39</sup>. Dans les deux cas, la

---

37

Tribunal de l'Union, 21 mai 2010, France c. Commission, cas T-425/04, T-444/04, T-450/04 et T-456/04.

38

Le plan de restructuration concerne 1300 salariés sur un total de 6500.

39

L'EBITDA étant initialement négatif, la méthode des multiples de l'EBITDA n'était pas réalisable au moment de l'investissement.

Commission valida les calculs réalisés par le fonds<sup>40</sup>. De la même façon, la Commission souligne que l'investissement public ne passe pas exclusivement par une prise de participations mais est réalisé – pour une part significative – au travers de titres obligataires, significativement rémunérés (plus de 8%) et pouvant être transformés en actions. Dans la mesure où la parité de ces ORAPA varie avec les performances de la société, la Commission considère qu'il s'agit d'un mécanisme particulièrement incitatif qu'aurait pu imposer un investisseur privé.

Enfin, le contrôle de la conformité de l'investissement avec le critère de l'investisseur privé passe par l'évaluation de la robustesse de l'évaluation du taux de rendement exigé pour les capitaux investis<sup>41</sup>. L'examen de la Commission porte sur le caractère raisonnable du TRI demandé au regard des exigences relevées sur le marché pour des investissements comparables. Il porte également sur les conditions du partage de la plus-value potentielle entre l'investisseur et les actionnaires initiaux de l'entreprise. Pour l'ensemble de ces paramètres, la Commission conclut que les exigences de rentabilité correspondent à celles qu'aurait pu exiger un investisseur privé dans un secteur en cours de restructuration. Ainsi est-il possible de considérer que ces nouveaux

---

40

La méthode du multiple du chiffre d'affaires fut utilisée comme méthode de contrôle. Elle conduit à évaluer les fonds propres d'une entreprise en multipliant le chiffre d'affaires par un multiple jugé pertinent pour le secteur (la dette étant soustraite). La méthode d'évaluation principale mise en œuvre par le FMEA fut celle des *discounted cash flows*. Il s'agit d'actualiser les flux de revenus disponibles de l'entreprise (les *free cash flows*) en fonction du coût moyen pondéré des capitaux (*wacc – weighted average cost of capital*) et de corriger par le montant des dettes. Les hypothèses faites par le fonds apparaissent comme appropriées et suffisamment prudentes. En effet, la valeur retenue pour l'actualisation est relativement élevée. Le coût moyen pondéré du capital sectoriel de 12% a été augmenté pour tenir compte des risques spécifiques liés à la taille de l'entreprise, à la faible liquidité de l'investissement et au contexte de restructuration.

41

En l'espèce, le TRI (supérieur à 12%) est évalué à partir des prévisions de l'EBITDA à l'issue d'un horizon d'investissement ici fixé à 2012.

apports se sont faits dans des conditions de marché normales, de sorte que Trèves n'a pas été avantagée par rapport à ses concurrents.

*Le plan de rééchelonnement des dettes fiscales et sociales est conforme aux exigences d'un créancier avisé*

Le raisonnement applicable à l'évaluation de la rationalité économique de l'investisseur en fonds propres est bien évidemment répliquable à celle du créancier. Ce faisant, la Commission doit s'assurer que le plan de rééchelonnement des dettes fiscales et sociales dont a bénéficié Trèves pourrait faire sens pour un porteur de dettes privé. Conformément à l'arrêt Tubacex de la Cour de Justice, un tel plan ne peut être assimilé à une aide d'Etat dès lors qu'il aurait pu être le fait d'un créancier privé qui « cherche à récupérer des sommes qui lui sont dues et qui conclut à cet effet, des accords avec le débiteur, en vertu desquels les dettes accumulées seront échelonnées ou fractionnées en vue de faciliter le remboursement<sup>42</sup> ».

Il s'agit en fait de déterminer si le rééchelonnement est une décision potentiellement plus profitable pour le créancier public qu'un recouvrement forcé. L'approche est alors la suivante : il s'agit de montrer que le créancier public peut espérer un remboursement supérieur dans le cas d'un rééchelonnement de la dette à celui qu'il pourrait obtenir au travers d'un recouvrement forcé. Les éléments pris en compte recouvrent alors l'évaluation des actifs apportés comme garantie au remboursement de la dette et le taux d'intérêt contractuellement fixé. En l'espèce, la décision de l'Etat aurait pu être celle d'un créancier privé dans la mesure où le montant des sûretés obtenues excédait le montant de la créance et où le taux appliqué dépassait appliqué par les créanciers privés dans le cadre du protocole de conciliation conclu avec Trèves en mai 2009. Enfin, la Commission met en exergue la concomitance de l'engagement public

---

42

Cour de Justice de l'Union Européenne, 29 avril 1999, Espagne c. Commission, aff. C-342/96, Tubacex.



avec ceux de financeurs tiers privés (prêt de consolidation et nouveau crédit), engagements n'ayant bénéficié que de sûretés de second rang vis-à-vis de celles obtenues par les créanciers publics. En d'autres termes, le critère du créancier avisé était à la fois confirmé par des décisions de rééchelonnement et de consolidation des dettes parallèles et par des conditions plus favorables faites aux créanciers publics qu'aux créanciers privés. Ce second volet de l'intervention publique ne constituait donc pas plus, aux yeux de la Commission, une aide publique susceptible d'introduire des distorsions de concurrence.

## **II – La discussion économique du critère de l'investisseur privé en économie de marché appliqué à la politique des fonds publics d'investissement stratégique**

L'exemple de la décision de la Commission relative à l'intervention du FSI dans le capital de l'équipementier Trèves peut conduire à un double questionnement. Le premier tient à la robustesse du critère de l'investisseur privé en économie de marché au regard de l'analyse économique (A) ; le second s'attache à la liberté laissée aux Etats de développer des politiques industrielles à travers des fonds d'investissement à visée stratégique, dans les limites tracées par le droit européen des aides d'Etat (B).

### **A/ La discussion économique du critère de l'investisseur privé en économie de marché**

Nous avons noté que les contours du critère de l'investisseur privé en économie de marché ne se sont dessinés qu'au fil de la pratique décisionnelle de la Commission et de l'exercice du contrôle juridictionnel du Tribunal et de la Cour de Justice.

Par conséquent, les exigences attachées au critère ne se définissent que progressivement. Si la pratique décisionnelle permet de répondre à certaines des incertitudes initiales, d'autres questions économiques demeurent en suspens. Si les questions relatives à la concomitance des investissements publics et privés ou encore aux modalités d'extension du principe au créancier ou au garant privé en économie de

marché sont maintenant mieux cernées, les questions liées à des dimensions de type aléa moral ou aux différences de stratégies de long terme entre investisseurs publics et privés restent posées.

L'avantage pour un opérateur économique de disposer d'un actionnaire, d'une caution ou d'un créancier public peut tenir aux conditions financières qui lui sont réservées et il est effectivement possible de rapprocher les clauses applicables aux acteurs publics ou parapublics des normes de gestion auxquelles ont identifié le modèle de l'investisseur privé ou avisé en économie de marché (et ses différentes déclinaisons). Mais l'avantage pour l'entreprise aidée peut aussi procéder de la façon dont l'actionnaire public se comporte effectivement, une fois l'investissement réalisé.

Nous pourrions également nous interroger sur l'applicabilité d'un standard de comportement d'un investisseur de marché *normal* sachant que l'Etat a indubitablement un horizon économique propre et une fonction objective irréductible à celle de tout investisseur privé, fût-il engagé dans une participation de long terme. Il s'agit alors d'éléments qu'une évaluation *ex ante* peut ne pas suffire à parfaitement contrôler.

En effet, une des limites de ce critère tient au fait que seules les conditions *ex ante* sont prises en considération. Même si l'injection publique peut se faire dans des conditions *dans le marché* en termes de couple risque / rendement, l'actionnaire public peut se révéler *ex post* un actionnaire bien peu exigeant en termes de contrôle de la gestion de l'entreprise ou encore de distribution de dividendes. Une entreprise faisant face à un contrôle peu exigeant de la part de ses actionnaires jouit d'un avantage (au demeurant discutable sur le long terme) sur ses concurrents. De la même façon, la seule présence d'investissements publics peut induire des distorsions de concurrence indirectes dans la mesure où les investisseurs privés ultérieurs peuvent exiger de moindres rendements du fait d'une prime de risque plus faible<sup>43</sup>.

---

43

Les actionnaires privés peuvent considérer que l'acteur public a telles capacités de mobilisation de ressources financières que la société sera secourue quoiqu'il advienne ou du moins beaucoup plus facilement que par des opérateurs privés. Ce

Une autre difficulté peut découler des critères d'appréciation mêmes de la Commission. Celle-ci peut mettre en œuvre des techniques de parangonnage (les conditions financières observées dans le cadre de montages comparables) ou se fonder sur la concomitance d'investissements privés. Celle-ci induit en elle-même quelques biais. En effet, les exigences en termes de couple risque / rendement d'un investisseur privé sont réduites dès lors qu'il sait que figure au tour de table un actionnaire public. De la même façon, ses incitations à mettre en œuvre une coûteuse procédure de *due diligence* pour jauger de la viabilité du projet seront réduites. En outre, même si le FSI se veut un actionnaire certes minoritaire mais actif, les investisseurs privés peuvent considérer que sa nature publique même ne le conduira pas à agir exactement comme le ferait un fonds privé.

Ensuite, les horizons de rentabilité des deux types d'actionnaires peuvent être en fait des plus différents... La présence d'investisseurs privés peut n'être que la conséquence de la réduction des risques liés à la présence d'un acteur public. Si la concomitance est un indice pertinent d'une logique d'investissement conforme à celle d'un investisseur privé en économie de marché<sup>44</sup>, elle peut donc susciter de nombreux biais<sup>45</sup>. Se posent également des questions liées à l'horizon et la séquence

---

faisant, leur aversion au risque est limitée ce qui réduit mécaniquement le coût du financement pour l'entreprise concernée.

44

La concomitance d'investissements publics et privés ne saurait être considérée comme une condition *sine qua non* pour le critère de l'investisseur privé en économie de marché soit satisfait.

Tribunal, Bundesverband Deutscher Banken / Commission, 3 mars 2010, aff. T-36/04.

45

La personne publique peut favoriser des investissements parallèles d'opérateurs privés pour prévenir les risques de qualification en aide publique. A ce titre, les prises de participations via le FMEA pouvaient être tenues en suspicion dans la mesure où PSA et Renault bénéficièrent de soutiens publics dans le cadre des politiques publiques mises en œuvre face à la crise de 2008. D'autres biais pourraient également être envisagés : un investisseur privé peut accepter des conditions de rentabilité relativement faibles de façon à ne pas afficher de différences avec les conditions exigées par l'investisseur public mais bénéficier d'une garantie de cession future des titres dans des termes avantageux.

d'investissements et à l'exigence de rendement. La rationalité économique à l'œuvre varie grandement en fonction de l'horizon de valorisation des titres. Pareillement, la logique n'est pas la même s'il s'agit, comme l'investissement de PSA et de Renault dans Trèves le montre, d'un investissement qui n'est pas que financier mais aussi stratégique, pour, dans le cas d'espèce, sécuriser les approvisionnements. De la même façon, les exigences d'un investisseur varient selon qu'il s'agisse d'un premier investissement ou de nouveaux investissements dans une société au sein de laquelle il est déjà engagé. De la même façon, il convient de prendre en considération le fait que dans le cadre d'un investissement de long terme des opérateurs privés peuvent accepter des pertes de court terme<sup>46</sup>.

La Commission fait indubitablement face à la fois à un phénomène d'anti-sélection et d'aléa moral, dès lors que le critère est appliqué quand bien même il s'agit de la forme d'intervention la plus naturelle à jauger à partir de critères économiques. Quoiqu'il en soit, l'investissement (ou le rééchelonnement de la dette) engagé par un investisseur public ne peut *in fine* que très difficilement se concevoir dans le cadre d'une logique de valorisation financière – comme le sous-tend le critère de l'investisseur privé en économie de marché. Les préoccupations de politique industrielle l'emportent indubitablement sur les perspectives financières, fussent celles d'un investisseur institutionnel de long terme.

### **B/ Le critère de l'investisseur privé en économie de marché aux fonds publics d'investissement stratégique dessine-t-il les contours d'une nouvelle politique industrielle ?**

Il ne s'agit pas dans cette contribution de tirer un bilan de l'action du FSI. Le propos se limite à illustrer les difficultés de mise en œuvre de cette nouvelle modalité de

---

Voir sur ces questions Slocock B., (2002), *op. cit.*

politique industrielle à la fois à l'aune de l'encadrement européen des aides publiques (prévenir les distorsions de concurrence et les dynamiques de concurrence fiscale) et des écueils traditionnels auxquels se heurtent les politiques industrielles. Une politique d'environnement – i.e. une politique industrielle horizontale orientée vers la compétitivité – peut ne pas surmonter les défaillances de marché pour permettre aux entreprises les plus prometteuses d'accéder aux marchés financiers<sup>47</sup>. Une politique industrielle ciblée, telle que celle mise en œuvre en faveur des grands programmes ou des champions nationaux, peut se heurter à des problèmes de sélection des entreprises et donc buter sur des difficultés liées aux phénomènes d'anti-sélection et d'aléa moral.

Si nous considérons ces écueils, force est de constater que si l'approche originale du FSI, une logique de politique industrielle *subsidaire*, avec un acteur public n'intervenant que si nécessaire et dans les mêmes conditions que les opérateurs privés<sup>48</sup>, a permis de garantir la compatibilité de ses interventions avec les règles européennes, elle n'en garantit pas pour autant obligatoirement l'efficacité au point de vue économique.

En nous inspirant de la représentation graphique réalisée par Nicolas Petit et Norman Neyrinck pour distinguer entre politiques industrielles dites de compétitivité et politiques industrielles traditionnelles<sup>49</sup>, nous pourrions proposer la figure *infra*, introduisant la logique d'action économique de l'Etat, selon qu'il s'agisse d'une

---

47

Pour une défense de la politique de concurrence comme politique de compétitivité à même de faire émerger des champions nationaux, voir la communication de Paul Geroski, alors président de la Commission britannique de la concurrence :

Geroski P.A., (2005), Competition Policy and National Champions, WIFO Conference, Vienne, mars.

[http://www.competition-commission.org.uk/assets/competitioncommission/docs/pdf/non-inquiry/our\\_peop/members/chair\\_speeches/pdf/geroski\\_wifo\\_vienna\\_080305](http://www.competition-commission.org.uk/assets/competitioncommission/docs/pdf/non-inquiry/our_peop/members/chair_speeches/pdf/geroski_wifo_vienna_080305)

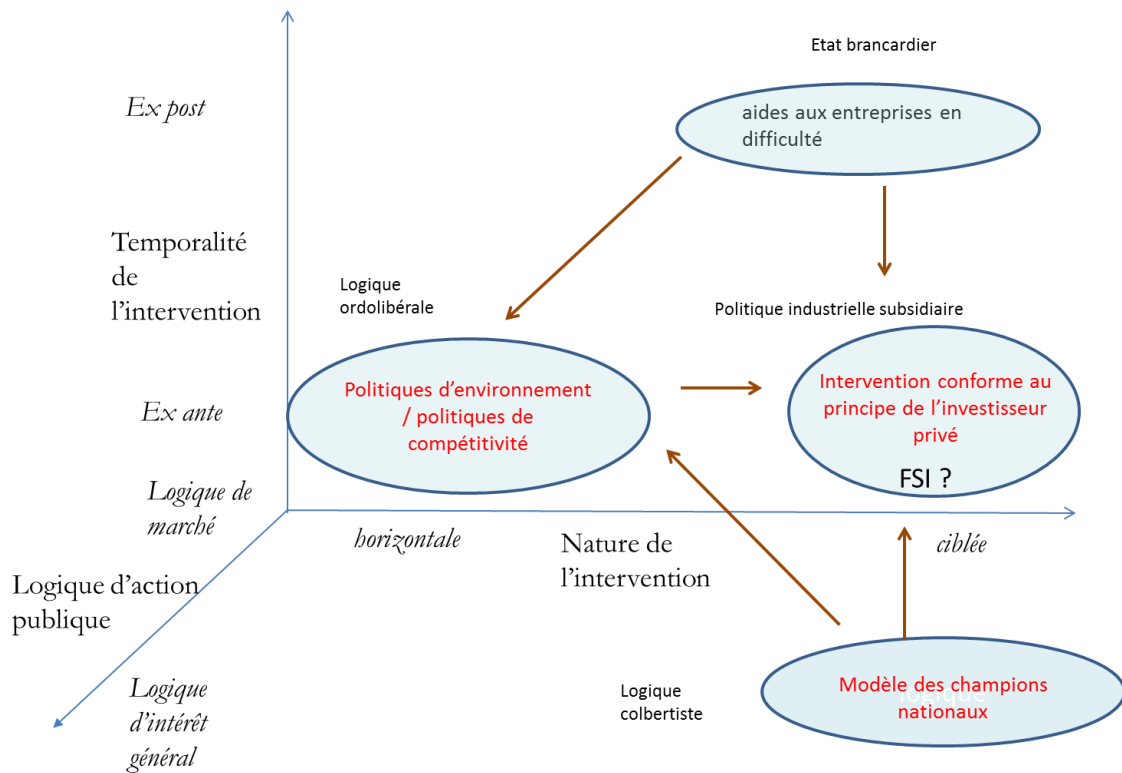
48

Salais R. et Storper M., (1993), *Les mondes de production. Enquête sur l'identité économique de la France*, Editions de l'EHESS, Paris, 467p.

49

Petit N. et Neyrinck N., (2012), *op cit.*

intervention répondant à une logique de marché ou à une logique d'intervention *en surplomb*, pour reprendre les termes de Robert Salais et Michael Storper<sup>50</sup>.



Même si le FSI présente la particularité de ne pas agir *en surplomb* des opérateurs mais de façon *située* avec ceux-ci et dans les mêmes conditions que ces derniers, il convient de souligner que ses choix d'investissements peuvent induire les mêmes difficultés en termes de sélection des projets que celles rencontrées pour les grands programmes, d'où l'accent mis sur la concomitance des investissements dans la mise en œuvre du critère de l'investisseur privé en économie de marché. En effet, dans la mesure où il s'agit de soutenir de nombreux opérateurs, notamment des PME de croissance, les difficultés informationnelles sont particulièrement élevées. Le risque est alors significatif de susciter des effets d'aubaine de la part des firmes et de conduire à un

saupoudrage des fonds vers un nombre trop élevé de projets d'investissements. L'intervention du FSI, compte tenu de la limitation de ses ressources, des retours d'expériences sur l'efficacité des interventions publiques visant au soutien de l'industrie et de l'encadrement européen, ne fait sens que si elle joue un rôle effectif dans la structuration des filières industrielles et si elle crée de réels effets d'entraînement. Une véritable mesure de l'efficacité de l'activité du fonds supposerait en effet d'établir des *scenarii* contrefactuels...

Enfin, bien que le FSI ne soit pas destiné à soutenir des entreprises en difficultés, la conjoncture économique particulièrement difficile depuis 2008, couplée avec les problèmes de compétitivité structurels de l'économie française et les risques de désindustrialisation peuvent nourrir la crainte que ses interventions ne soient orientées vers de telles mesures de soutien, notamment sous des impulsions des pouvoirs publics<sup>51</sup>. En ce sens, l'exemple de la procédure ouverte par la Commission à la suite du soutien apporté à Trèves est pleinement représentatif des risques induits.

## Conclusion

L'encadrement européen des aides publiques a longtemps été vu comme le levier d'une intégration 'négative' (i.e. par une logique de prohibition) au sein de l'Union Européenne. L'expérience (et la pratique décisionnelle des autorités européennes) montre que de larges marges de manœuvre ont été préservées en matière d'octroi d'aides publiques par les Etats qu'il s'agisse d'aides aux entreprises en difficulté ou de prise en charge d'objectifs de nature horizontale, comme le promeut la stratégie de Lisbonne.

De la même façon, l'encadrement des aides publiques participe au mouvement initié depuis maintenant une dizaine d'années par la Commission en direction d'une

---

51

Voir sur ce point Fourcade J.-P., (2011), *op. cit.*, pages 47 et 69 mais aussi le §39 de la décision de la Commission européenne du 20 avril 2011.

approche plus économique, fondée sur une évaluation des effets potentiels des mesures et non plus sur une logique *per se* – approche à laquelle se rattache le critère de l’investisseur privé en économie de marché<sup>52</sup>. Ce dernier, malgré ses relatives imperfections, permet de concilier des objectifs d’intervention publique avec la prévention de distorsions de concurrence.

Si l’application du critère de l’investisseur privé ne permet pas de lever les difficultés liées à la sélection des entreprises appelées à bénéficier de soutiens publics, elle conduit néanmoins à promouvoir, en matière de politique industrielle, une nouvelle approche évitant à la fois l’écueil d’un retour à des logiques colbertistes et celui d’une politique de concurrence qui tiendrait lieu, à elle seule, de politique industrielle<sup>53</sup>. Le critère de l’investisseur privé en économie de marché permet également à protéger la politique industrielle nationale contre ses propres dérives, lesquelles peuvent tenir à des interférences politiques en faveur de firmes données. Si la défense de l’emploi ou de certains bassins industriels sont des objectifs pleinement légitimes au point de vue politique et participent indubitablement de l’intérêt général, les politiques industrielles visant à la promotion des entreprises stratégiques ou à haut potentiel de développement technologique n’ont pas à être détournées de leurs objectifs, surtout dans un contexte de raréfaction des ressources budgétaires. A nouveau, les institutions européennes jouent efficacement leur rôle de *surmoi* dans la conception et la mise en œuvre des politiques économiques des Etats membres... et préviennent dans le même

---

52

Evans L. and Nyssens H., (2010), “Economics in State Aid: Soon as Routine as Dentistry”, in Mateus A.M. and Moreira T., *Competition Law and Economics – Advances in Competition Policy Enforcement in the EU and North America*, Edward Elgar, Cheltenham, pp.363-381.

53

Fingleton J., (2010), “Competition Policy and Competitiveness in Europe”, in Mateus A.M. and Moreira T., *Competition Law and Economics – Advances in Competition Policy Enforcement in the EU and North America*, Edward Elgar, Cheltenham, pp.300-319.



temps, au moins partiellement, la trop forte résurgence de logiques non-coopératives, notamment de concurrence fiscale, entre ces derniers...