

LA FRANCE, TERRE DE CONQUÊTE D'INVESTISSEURS ÉTRANGERS : UNE LIGNE DE CRÊTE À TENIR ENTRE ATTRACTIVITÉ ÉCONOMIQUE ET DÉFENSE DES INTÉRÊTS STRATÉGIQUES

*Interview de Grégory Mailly,
M&A Executive Director, J.P. Morgan*

J.P.Morgan

*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 Marie Ghérardi Lévêque et
Céline Glas, étudiantes du Mastère spécialisé
Droit et Management International à ESCP Business School*



Malgré la pandémie, la France reste l'un des premiers pays en termes d'investissements étrangers. Selon vous, quelles sont les principales raisons de cette attractivité ?

Grégory Mailly : Fin 2019, la France a pris la 1^{ère} place européenne en volume d'investissements étrangers, et a enregistré sa plus forte création d'emplois liés à ceux-ci. La tendance s'est confirmée en 2020 malgré l'épidémie. L'attractivité française reste prééminente pour les investisseurs qui recherchent des actifs de qualité supérieure, voire iconiques. Ils sont autant séduits par les grands projets de développement que par la qualité des infrastructures qui maillent nos territoires. Les deux permettent un flux de circulation conséquent d'hommes et de marchandises, ainsi qu'un développement de richesses pour tout l'écosystème qui en dépend.

Certains secteurs rayonnent aussi grâce à de nombreuses marques fortes identifiées partout dans le monde comme dans le tourisme, la mode, ou la cosmétique par exemple. Cette image de marque est imprégnée dans l'esprit des investisseurs étrangers, et justifie à leurs yeux un engouement voire une prime parfois payée sur certains actifs emblématiques. D'autres pans de notre économie ont accéléré leur

développement plus récemment quant à eux, en résistant aux conséquences de la pandémie voire en tirant partie d'opportunités créées par la crise sanitaire. À titre d'exemple, les activités de R&D et ingénierie ont représenté 12% des IEF¹ en 2020. Mieux, le secteur de la défense/sécurité représentait 38% des IEF la même année. Les secteurs de la santé, la logistique, et les sociétés digitales sont les autres secteurs portés par le contexte actuel et prisés des investisseurs sur le marché des fusions-acquisitions, ce qui se reflète dans une inflation significative des multiples payés sur les transactions récentes pour les leaders de ces secteurs.

Une crise a souvent pour conséquence d'agir comme un révélateur patent de tendances qui lui préexistaient. À l'amorce de cette sortie de crise sanitaire, quels sont selon vous les secteurs qui demeurent attractifs et ceux qui, inversement, semblent en perte de vitesse ?

Grégory Mailly : La crise sanitaire qui nous secoue depuis 18 mois est en effet davantage un accélérateur de tendances déjà à l'œuvre qu'un facteur de modification soudaine des trajectoires. Au premier chef, la précipitation des modes de travail tertiaire vers le digital depuis le

¹ Investissements Étrangers en France

premier confinement (puis progressivement le phigital) a été rendue possible grâce à un terreau favorable qui repose sur des réseaux de télécommunications de qualité, un écosystème d'entrepreneurs (dite « *French Tech* ») et d'applications déjà en gestation qui ne demandaient qu'à trouver leur place. Leurs solutions ont séduit immédiatement un nouveau public captif et emmené sur un chemin sans retour les modes de travail de nombreuses industries.

À titre d'exemple, il est frappant de voir l'évolution du modèle des grandes banques, aujourd'hui concurrencées par un grand nombre d'acteurs des Fintechs qui apportent des solutions et du contenu nouveaux. Les grandes banques nationales doivent ainsi rester attentives à la fois à une possible consolidation entre *majors* du secteur mais aussi au développement des Fintech, qu'il leur faut acquérir puis intégrer avec attention avant qu'elles ne deviennent des licornes inabordables.

Parallèlement, la France a pu tirer opportunité à certains égards du Brexit, à travers le retour de nombreux sièges sociaux sur le continent Européen, dont plusieurs en France (Nissan ou Airbus par exemple). La France doit confirmer sur cet élan un cadre pérenne pour les entreprises : compétitivité réglementaire et fiscale des investissements étrangers, plan de relance établissant clairement les leviers et les bénéficiaires, amortisseurs sociaux en sortie de crise, facilitateur pour relocaliser les talents.

Pour être équilibré, il faut cependant mentionner que plusieurs secteurs connaissent quant à eux un ralentissement notable depuis le début de la crise du Covid: 66% des investissements des entreprises françaises ont été réduits en 2020 vs. 2019 et 15% reportés de plus de 12 mois. En termes de fusions-acquisitions dans le secteur des aéroports ou l'hôtellerie par exemple, quelle que soit la qualité des actifs en France, les nouvelles transactions sont littéralement suspendues depuis 12 mois en l'absence de visibilité sur les perspectives de ces marchés et le manque de repères crédibles dans les niveaux de valorisation. D'une manière générale, les investisseurs (même opportunistes) ne reviendront investir massivement sur ces secteurs fortement impactés qu'après un redémarrage bien établi de l'activité organique.

La France s'inscrit dans un mouvement de transition écologique qui s'est traduit par des modifications du droit applicable aux sociétés. Quelles conséquences cela peut-il avoir à votre avis sur l'appétit des investisseurs étrangers pour des cibles françaises ?

Grégory Mailly : Les autorités françaises ont choisi depuis plusieurs années de favoriser par un cadre réglementaire et fiscal avantageux les investissements dits « verts », et cela s'est traduit par un élan dans le développement des énergies vertes, les véhicules électriques, le recyclage et la valorisation des déchets, ou encore la création d'émissions obligataires et de fonds d'investissement dédiés à cette économie verte. Selon

le dernier rapport de Business France, 89% des investisseurs étrangers considèrent que les initiatives françaises vers cette transition écologique constituent un facteur d'attractivité.

Les énergies propres trouvent donc un terreau favorable pour un développement rapide en France où on constate une hausse de 13% des investissements dans ce secteur cette année. D'une façon similaire, afin de lutter contre les conséquences de la pandémie, 62% du plan de relance est fléché vers des investissements de modernisation (rénovation énergétique des bâtiments, décarbonation des sites industriels, infrastructures vertes). La problématique en ce domaine est donc davantage la capacité à générer de nouveaux projets de qualité que de trouver des capitaux pour les financer.

Parlons maintenant des investisseurs étrangers. Comment décririez-vous leurs intentions, leurs attentes... et leurs craintes lorsqu'il s'agit de cibler la France ? On dit souvent que les principales causes de la mauvaise image de la France aux yeux des investisseurs étrangers sont les conflits sociaux et la fiscalité (son poids et son instabilité). Pensez-vous qu'en comparaison de ces a priori, le système français de contrôle des investissements soit une contrainte négligeable ?

Grégory Mailly : En effet, pour pouvoir conseiller convenablement les investisseurs, il ne faut pas seulement déterminer les opportunités qu'offre notre territoire, mais il faut aussi et surtout commencer par bien connaître les investisseurs étrangers dans leur diversité et leurs aspirations. C'est vrai pour les conseils financiers tout autant que pour l'État français, et ce afin de pouvoir déterminer la zone acceptable de convergence entre d'un côté les investisseurs étrangers et de l'autre le garant de la souveraineté nationale.

Il faut noter que les investisseurs étrangers en France sont pour 64% des investisseurs Européens, puis 20% d'Amérique du Nord, et seulement 10% d'Asie. Inutile de rappeler la nécessité d'à la fois encourager ces investissements tant ils contribuent à la croissance et au succès de nos entreprises, tout en organisant leur contrôle dans le respect strict du principe de proportionnalité.

S'agissant de la mauvaise image de la France aux yeux des investisseurs étrangers, il faut garder en tête l'effet délétère de quelques cas particuliers négatifs sur l'attractivité générale de notre pays, a fortiori lorsque ceux-ci sont caricaturés à l'étranger. Cependant, le gouvernement s'est attaché ces dernières années à fixer un cadre fiscal plus clair et pérenne pour les investisseurs et pour limiter la lourdeur administrative des entreprises tout en renforçant la législation sur le contrôle des investissements étrangers en France (loi PACTE de 2019 combinée à la loi ASAP de 2020). De plus, les mesures du plan de relance de 100Mds€ mis en place pour lutter contre les effets de la pandémie sont reçues positivement par les investisseurs étrangers, qui y voient autant un élan qu'un amortisseur social si les difficultés devaient perdurer.

Si l'on en vient au contrôle des investissements étrangers, comment à votre avis les investisseurs perçoivent-ils le mécanisme de contrôle mis en place par le bureau dit « Multicom 4 » à Bercy ?

Grégory Mailly : Dans un monde post-Covid qui doit se réorganiser et où plusieurs entreprises (re-)localisent certaines de leurs activités en France, il est logique que l'autorité publique contrôle dans le même temps les investissements étrangers dans certains actifs (dont la liste a été élargie en avril 2020, soit au début de la crise sanitaire). En 2019, 216 projets de transaction ont fait l'objet d'un contrôle au titre des investissements étrangers, puis 275 projets en 2020. Ces chiffres montrent que l'État a accentué encore son attention à ces différentes transactions, notamment via un élargissement du champ des domaines dits stratégiques, sans pour autant représenter un frein préjudiciable à ces investissements. La très grande majorité des opérations ont été autorisées avec ou sans conditions.

L'usage du veto doit rester l'exception, justifié par une combinaison de critères liés à l'investissement (actif stratégique et prise de contrôle) et au profil de l'investisseur. Il faut cependant souligner la sensibilité croissante de l'État lorsque des investisseurs étrangers veulent prendre le contrôle d'actifs iconiques. La notoriété de la cible, sa dimension symbolique dans l'opinion, peuvent parfois conduire l'État à employer le contrôle des investissements étrangers comme un outil de filtrage préventif pour éteindre des polémiques naissantes (cf. Carrefour/Couche-Tard).

Enfin, l'existence du mécanisme de contrôle en soi, désormais bien identifié par les investisseurs et leurs conseils, joue de plus en plus comme une force de dissuasion voire un filtre pour éviter certains investisseurs qui finissent pas connaître les réticences de l'État sur certains sujets et/ou à leur endroit. Rares sont ceux qui se lancent dans des processus incertains sans solliciter relativement tôt dans leurs démarches l'avis du bureau Multicom 4 de la Direction Générale du Trésor à Bercy.

Quels sont les changements induits par le renforcement du dispositif de contrôle dans votre manière d'accompagner un investisseur étranger ? Pensez-vous qu'en l'état, ce dispositif joue un frein aux investissements étrangers ?

Grégory Mailly : Depuis le début de la crise liée au Covid-19, le Ministère de l'Economie et des Finances a engagé plusieurs réformes pour renforcer le contrôle des investissements étrangers en France (telles l'abaissement des seuils de contrôle ou la présence suffisante d'une seule entité étrangère dans la chaîne de détention), mais aussi lancer un mouvement d'anticipation de ces contrôles au travers d'un dialogue simplifié et accéléré entre les intervenants d'une transaction avec les services de l'État, afin d'éviter toute déconvenue à l'annonce de la transaction. Ainsi, en appréhendant mieux les différentes parties

prenantes d'une part et les attentes du gouvernement d'autre part, il est possible de créer un terrain d'entente favorable à un deal. Et même si un accord n'est pas obtenu, *a minima*, cela aura permis d'éviter une perte de temps et d'embarrasser les protagonistes de l'opération ou ternir leur réputation. La préservation (démontrée jusqu'à présent) de la confidentialité nécessaire au bon déroulement des échanges par le bureau Multicom 4 permet d'engager ce dialogue sans crainte de fuite, bien que les termes de la transaction ne soient pas encore finalisés.

Le dialogue anticipé ne se traduit généralement pas par un rescrit détaillé, cependant les signaux sont en général clairs et les conditions éventuellement requises au bon déroulement de la transaction explicitement formulées. L'expérience en ce domaine montre qu'il est extrêmement rare que l'investisseur se voit opposer un « non » catégorique à l'issue du processus de contrôle complet (exception faite du projet d'acquisition de Photonis, leader mondial de la vision nocturne, par l'américain Teledyne). Dans l'écrasante majorité des cas soumis à contrôle, on observe un accord assorti de conditions et d'engagements qui ont été discutés en amont entre les parties et l'État. À titre d'exemple, l'une des conditions peut être soit de renoncer à acquérir certaines activités sensibles ou l'obligation d'intégrer au sein du groupe d'investisseurs un acteur français.

S'agit-il d'un contrôle des investissements étrangers en France ou d'un contrôle des investisseurs étrangers en France ?

Grégory Mailly : Il faut bien comprendre que l'on touche ici à la frontière entre économie et géopolitique. Chaque gouvernement énonce ainsi des conditions et nuances qui lui sont propres, et démontre qu'il peut user de son *soft power* (affaire Couche-Tard / Carrefour) pour refuser un investisseur ou au contraire l'encourager publiquement. Il faut bien lire ce mécanisme de contrôle comme un bouclier pour éviter tout embarras des autorités dans des affaires privées qui touchent néanmoins à la sphère publique compte tenu des enjeux. À ce propos, consulter et informer au moment opportun les autorités politiques fait partie intégrante du savoir-faire du banquier-conseil.

Les premières étapes du contrôle par les autorités très en amont, permettent de connaître et jauger la réputation des investisseurs en regardant notamment leur respect des engagements pris dans leurs précédentes transactions (sur un plan social notamment : emplois, délocalisation/relocalisation). En la matière, certains investisseurs étrangers cultivent une réputation qui est gage de solidité et de respect des parties prenantes d'une transaction. Attirer en France ces investisseurs devient alors une compétition avec les autres nations voisines en ce qu'ils représentent une chance pour la pérennité du tissu économique.