

# Le contrôle des investissements stratégiques opérés par les fonds souverains

Raphaël Maurel<sup>1</sup>

*Maître de conférences en droit public à l'université de Bourgogne*

Les investissements stratégiques opérés par les fonds souverains constituent un sujet de prime abord complexe. Ils soulèvent de nombreuses questions dont certaines ne seront pas ici traitées, à l'instar du sujet des immunités ou encore de la responsabilité interne des fonds souverains. La seule question du ou des « contrôles » opérés sur les investissements stratégiques opérés par ces acteurs spécifiques sera ici abordée, en lien avec la thématique proposée lors du colloque du 7 juin 2022 : propriété, souveraineté et mondialisation.

Les fonds souverains existent depuis les années 1950. On considère parfois que le premier d'entre eux a été la *Kuwait Investment Authority* en 1953, bien que plusieurs auteurs estiment, certainement à raison, que le tout premier fonds souverain serait la Caisse des dépôts et consignations, créée en France en 1816<sup>2</sup>. Les fonds souverains ont surtout été popularisés au début des années 2000, et spécifiquement entre 2008 et 2009, au moment de la crise économique. Ils bénéficient néanmoins d'une réputation d'opacité, qui est peut-être liée à la diversité des objets juridiques que l'expression recouvre. Hervé Ascensio les définit comme des

entités comptables, personnifiées ou non, dont les ressources appartiennent à l'État et sont affectées à l'investissement, y compris l'investissement à l'étranger, dans un but d'intérêt public. Leur forme juridique est variable : fonds relevant

- 
- 1 L'auteur remercie M. Moïse Pezet dont les recherches ont servi à la préparation de la communication orale du 7 juin 2022 à l'université Paris-Panthéon-Assas. Cette contribution écrite, à jour fin décembre 2022, reprend les points abordés à l'oral.
  - 2 Voir par ex. P. JUILLARD, « Propos introductifs », dans P. BODEAU-LIVINEC (dir.), *Les fonds souverains : en affirmation et dilution de l'État face à la mondialisation*, Paris, Pedone, 2014, p. 19.

du budget de l'État ou d'une collectivité locale [...], personnes morales de droit public [...], personnes morales de droit privé [...]»<sup>3</sup>.

Sans qu'il soit nécessaire ni pertinent ici de revenir sur cette définition qui peut faire consensus, on peut retenir, avec d'autres auteurs, une grille d'analyse commune pour identifier les fonds souverains. Il s'agit d'entités qui sont créées, financées et contrôlées par l'État (à des degrés variables), qui ont pour objet d'utiliser des ressources de l'État pour investir soit au sein de l'État, soit à l'étranger, le tout dans un but d'intérêt général. Leurs objectifs révèlent régulièrement l'idée du financement des besoins des générations futures, lorsque certaines ressources seront épuisées – principe de l'épargne intergénérationnelle – ou encore le développement, notamment en ce qui concerne les fonds africains<sup>4</sup>. Ces fonds sont alimentés soit par les excédents financiers des États qui résultent de l'exportation de matières premières non-renouvelables comme le pétrole et le gaz ou d'excédent général de liquidités, soit par d'autres moyens, comme des taxes et impôts utilisés pour garantir les retraites, en prévision d'un futur « papy-boom » par exemple. Les fonds souverains « sont la propriété exclusive des États<sup>5</sup> », que ce soit directement ou par l'intermédiaire d'autres entités appartenant elles-mêmes à l'État. Il y a là un lien direct entre propriété et souveraineté, mais également des perspectives de débat, car la propriété n'implique pas toujours, du fait de l'évolution des normes relatives à l'indépendance des fonds d'investissement, un contrôle total. Cependant, ils agissent comme des investisseurs privés, de sorte qu'ils se présentent comme des Janus financiers ne jouissant « d'aucun statut en droit international<sup>6</sup> ». Du fait de leur nature publique, leurs activités sont susceptibles, dans certains cas, d'être attribuées à leur État de siège ; en revanche, du fait de leurs activités, les fonds souverains ne peuvent se prévaloir des immunités de l'État à l'étranger et sont, à cet égard, considérés comme des « investisseurs financiers comme les autres<sup>7</sup> » en droit des investissements.

3 H. ASCENSIO, *Droit international économique*, Paris, PUF, 2018, p. 332. Voir aussi la définition de Dominique Carreau : « Des personnes morales créées par des États pour effectuer des opérations d'investissements (notamment à l'étranger) destinées à financer des besoins collectifs nationaux à partir de ressources propres et affectées (publiques) » (D. CARREAU, « Les fonds souverains : un "ovni" juridique ? », dans P. BODEAU-LIVINEC [dir.], *Les fonds souverains : en affirmation et dilution de l'État face à la mondialisation*, op. cit., note 2, p. 153.

4 C. NOUAIL, « Typologie des fonds souverains », *Revue Banque*, n° 809 bis, 2017.

5 R. BISMUTH, « Les fonds souverains face au droit international – Panorama des problèmes juridiques posés par des investisseurs peu ordinaires », *AFDI*, vol. 56, 2010, p. 573.

6 *Ibid.*, p. 588.

7 F. TANNERY, « Les fonds souverains, des investisseurs financiers aux stratégies standards », dans P. BODEAU-LIVINEC (dir.), *Les fonds souverains : en affirmation et dilution de l'État face à la mondialisation*, op. cit., note 2, p. 34 et p. 37.

En France, le fonds d'investissement le plus connu est BpiFrance Investissement, seulement en ce qui concerne son activité d'investissements puisque l'entité exerce plusieurs activités. BpiFrance Investissement est détenu à 50 % par l'État et à 50 % par la Caisse des dépôts, et investit principalement en France. En 2018, BpiFrance investissement disposait d'environ 32 milliards d'euros de fonds propres, mais avait investi seulement – au regard de ce montant – 2,1 milliards d'euros dans des *startups*, des petites, moyennes et grandes capitalisations. À titre d'exemple, BpiFrance détient environ 10 % de la société Orange, 12 % de Peugeot ou encore 20 % d'Eutelsat. Il existe, ailleurs dans le monde, des fonds souverains plus directement centrés sur les investissements stratégiques à l'étranger, à l'image du Fonds souverain d'investissements stratégiques du Sénégal ou l'*Ireland Strategic Investment Fund* – même s'ils investissent également au niveau national<sup>8</sup>. Parmi les plus connus peut être mentionné le *Alaska Permanent Fund*, créé en 1976 par les habitants de cette région pour préserver et convertir les richesses pétrolières et minérales non renouvelables de l'État en une ressource financière renouvelable pour toutes les générations d'Alaskiens, et qui investit environ 75 % de ses fonds aux États-Unis et 25 % à l'étranger chaque année<sup>9</sup>, ou encore le *Norway Government Pension Fund* qui est le plus important fonds au monde en termes de capital<sup>10</sup>.

Une deuxième définition indispensable au traitement du thème étudié est celle de l'investissement « stratégique ». La définition de l'investissement n'a pas à être approfondie ici ; sera prise en considération celle, courante, de l'investissement direct étranger, c'est-à-dire une opération par laquelle un investisseur installé dans un pays va acquérir un actif dans un autre pays et le contrôler – par exemple par une prise de participation substantielle au capital d'une entreprise (au-delà de 10 %). En droit des investissements, il est plus volontiers question d'investissements « protégés », bien qu'il existe de nombreuses définitions différentes de ce que peut constituer un investissement

8 P. J. SHENA, « When States Invest at Home: The Development Role of Sovereign Wealth Funds in Public Finance », *Wake Forest Law Review*, vol. 52, n° 4, 2017, p. 917-948. Sur le fonctionnement du fonds irlandais, voir spéc. p. 942.

9 Voir sur l'histoire et la gouvernance de ce fonds, ainsi que pour une bibliographie, P. J. SMITH, « The Alaska Permanent Fund and the Alberta Heritage Savings Trust Fund: Divergent Paths, Divergent Outcomes », dans E. OKPANACHI, R.C. TREMBLAY (dir.), *The Political Economy of Natural Resource Funds*, Londres, Palgrave Macmillan, p. 15-36.

10 T. T. ONIFADE, « Regulating Natural Resource Funds: Alaska Heritage Trust Fund, Alberta Permanent Fund, and Government Pension Fund of Norway », *Global Journal of Comparative Law*, vol. 6, n° 2, 2017, p. 138-173 ; spécifiquement sur ce fonds, B. SJAFJELL, H. RAPP NILSEN, B. J. RICHARDSON, « Investing in Sustainability or Feeding on Stranded Assets: The Norwegian Government Pension Fund Global », *Wake Forest Law Review*, vol. 52, n° 4, 2017, p. 949-980.

selon les traités bilatéraux d'investissements conclus entre États<sup>11</sup>. La jurisprudence arbitrale a certes dégagé des critères, par exemple dans la sentence *Salini c. Maroc* en 2001, pour déterminer ce qu'est un investissement<sup>12</sup>. Les tribunaux arbitraux considèrent ainsi qu'il s'agit d'une opération substantielle qui constitue un apport (financier ou non) durable, qui comporte un aléa (le risque) et, même si ce critère issu de l'interprétation de la Convention de Washington<sup>13</sup> demeure plus incertain, une opération qui contribue au développement de l'État dans lequel elle est menée<sup>14</sup>. L'on voit cependant que la définition est à la fois large et susceptible d'interprétations diverses. Surtout, une difficulté apparaît lorsqu'il est question de fonds souverains : toutes les opérations qu'ils mènent ne répondent pas aux critères *Salini*<sup>15</sup>. La définition de l'investissement retenue ici sera donc, conformément à la pratique des fonds souverains, la plus large possible.

L'investissement est enfin considéré « stratégique », au sens de cette contribution, lorsqu'il est mené dans un secteur lui-même jugé comme stratégique par un État – ou une organisation internationale comme l'Union européenne –, même s'il est dans ce cas impropre de parler de fonds « souverain ». Il en est ainsi, classiquement, des secteurs de l'énergie, de l'armement, ou encore, de manière contemporaine, du numérique ou de la santé. Il ne faut donc pas seulement entendre l'expression au sens strictement managérial, où les investissements des entreprises sont qualifiés de « stratégiques » en opposition avec les investissements opérationnels, lorsqu'ils « ont pour vocation de soutenir la croissance par l'augmentation des ventes et *in fine* l'augmentation du profit<sup>16</sup> ». La définition de l'investissement stratégique du fonds souverain s'avère en outre et en conséquence particulièrement évolutive, en fonction de l'État comme de la temporalité dans laquelle l'opération s'inscrit. Cette

11 Cette question est particulièrement cruciale en droit international des investissements. Voir en particulier la thèse qui y a été consacrée : A. GILLES, *La définition de l'investissement international*, Paris, Larcier, 2012.

12 *Salini Costruttori S.p.A. and Italstrade S.p.A. v. Kingdom of Morocco*, ICSID Case No. ARB/00/4, decision on jurisdiction, 23 juillet 2001.

13 Washington Convention of March 18, 1965 on the settlement of investment disputes between States and nationals of other States.

14 Sentence préc., *ibid.*, § 52 : « *The doctrine generally considers that investment infers: contributions, a certain duration of performance of the contract and a participation in the risks of the transaction [...]. In reading the Convention's preamble, one may add the contribution to the economic development of the host State of the investment as an additional condition. In reality, these various elements may be interdependent. Thus, the risks of the transaction may depend on the contributions and the duration of performance of the contract. As a result, these various criteria should be assessed globally even if, for the sake of reasoning, the Tribunal considers them individually here* ».

15 P. JUILLARD, « Propos introductifs », *op. cit.*, note 2, p. 25, citant l'exemple des fonds de pension qui limitent leur activité à des placements pour préserver leurs avoirs face à l'érosion monétaire.

16 É. SIMON, « L'investissement stratégique : levier de la croissance », *Management & Avenir*, n° 16, 2008, p. 12-13.

définition est en effet susceptible de varier en fonction du contexte économique ou encore géopolitique.

Il apparaît alors que le sujet, d'apparence technique, est *in fine* très politique. Le fait que les fonds souverains appartiennent intégralement à des États rend d'emblée suspect tout investissement à l'étranger de leur part, les États d'accueil de l'investissement redoutant que le rendement financier ne soit pas le but premier de l'opération lorsqu'elle est menée dans des secteurs qu'ils considèrent comme stratégiques<sup>17</sup>. Sans doute est-ce à raison : les fonds souverains sont les messagers de « l'affirmation de la puissance de l'État investisseur<sup>18</sup> ».

Les enjeux du « contrôle » sont, dès lors, colossaux, qu'il s'agisse de savoir *qui* contrôle la politique d'investissements des fonds souverains, ou de déterminer *comment* contrôler les investissements étrangers réalisés dans ces secteurs « stratégiques », pour éviter que la propriété d'entreprises nationales soit transférée vers une puissance étrangère. Ces différents aspects seront abordés en traitant d'abord des dynamiques – car il y en existe plusieurs – de l'encadrement des activités des fonds souverains (I), puis de son accélération contemporaine (II).

## I. LES DYNAMIQUES DE L'ENCADREMENT DES ACTIVITÉS DES FONDS SOUVERAINS

Il convient ici de revenir, d'une part, sur les raisons du besoin de contrôle des investissements stratégiques (A), puis d'autre part sur l'état du droit positif sur la question (B).

### A. Les fondements de l'encadrement : entre résistance de l'État et enjeux sécuritaires

Les propos qui précèdent suggèrent déjà un certain nombre d'éléments de réponse quant aux fondements de l'encadrement de ces activités. Deux points complémentaires peuvent utilement être mentionnés ici.

Il paraît logique, premièrement, que l'État contrôle les activités de son ou de ses fonds souverains. Dans la mesure où ils agissent dans un intérêt général défini par l'État, qu'ils sont alimentés par des fonds de l'État et qu'ils sont la propriété de l'État, cela semble aller de soi. Cependant, le contrôle exercé par l'entité

17 M. AUDIT, S. BOLLEE, P. CALLE, *Droit du commerce international et des investissements étrangers*, 3<sup>e</sup> éd., Paris, LGDJ, coll. « Précis Domat », 2019, p. 245.

18 L. DUBIN, « Propos introductifs », dans P. BODEAU-LIVINEC (dir.), *Les fonds souverains : en affirmation et dilution de l'État face à la mondialisation*, *op. cit.*, note 2, p. 9.

publique « État » peut varier quant à son intensité. Ainsi, la détermination par l'État des orientations stratégiques du fonds souverain s'avère moins invasive que le contrôle permanent sur la gestion opérationnelle du fonds<sup>19</sup>. Dans tous les cas, les modalités permettant de rendre le contrôle étatique effectif sont variables d'un fonds à un autre, de sorte qu'il n'existe pas de modèle unique.

La question n'est pas dénuée d'intérêt pratique, car des modalités de contrôle du fonds souverain dépendent l'imputabilité, en droit de la responsabilité internationale, de ses actions. On peut ainsi considérer qu'un État qui exercerait un contrôle effectif du fonds et serait directement impliqué dans sa gestion opérationnelle – par une présence de membres du gouvernement dans sa direction, par exemple – pourrait se voir imputer les éventuelles décisions prises par le fonds. Il est ici possible de penser à l'hypothèse de la violation, par un investissement, d'obligations internationales relatives au désarmement ou à la protection des droits humains, laquelle s'est déjà présentée dans l'histoire récente<sup>20</sup>. La question est donc celle du degré d'indépendance du fonds, qui peut être – pour reprendre la typologie proposée par Régis Bismuth – soit soumis à un « contrôle global » de l'État, soit soumis à un contrôle effectif, soit encore totalement contrôlé, jusqu'à l'exécution matérielle des décisions, par l'État<sup>21</sup>. Du point de vue du discours juridique, les États d'accueil d'un investissement stratégique « agressif », résidant par exemple dans une tentative de prise de contrôle d'une entreprise nationale importante, n'hésiteront pas à attribuer le comportement du fonds à son État de rattachement, ce qui emporte évidemment des conséquences diplomatiques. Inversement, un État pourra tirer bénéfice, en termes d'image et sur le plan diplomatique, de l'action positive de son fonds

19 R. BISMUTH, « Les fonds souverains face au droit international – Panorama des problèmes juridiques posés par des investisseurs peu ordinaires », *op. cit.*, note 5, p. 574.

20 On pense ici à l'exemple de la Norvège, qui a été le déclencheur de l'institution de normes éthiques dans le domaine. À la fin des années 1990, le *Norwegian Government Petroleum Fund*, depuis renommé en fonds de pension, a en effet été mis en cause pour avoir investi dans une entreprise singapourienne produisant des mines anti-personnel, en contradiction flagrante avec les engagements du Gouvernement norvégien sur la scène internationale, tant éthiques que juridiques (en particulier l'art. 1<sup>er</sup>, pt c) de la Convention sur l'interdiction de l'emploi, du stockage, de la production et du transfert des mines antipersonnel et sur leur destruction du 3 décembre 1997). Voir par ex. sur ce point G. NYSTUEN, « Chapter 10. Investment policies and arms production. Experiences from the *Newerugian Pension Fund*-Global », dans J. BORRIE, V. MARTIN RANDIN (dir.), *Thinking outside the Box in Multilateral Disarmament and Arms Control Negotiations*, UNIDIR, 2006, p. 207-224.

21 R. BISMUTH, « Les fonds souverains face au droit international – Panorama des problèmes juridiques posés par des investisseurs peu ordinaires », *op. cit.*, note 5, p. 579. Voir également, partiellement *contra*, P. BODEAU-LIVINEC, « Fonds souverains et mutations de la figure de l'État », dans P. BODEAU-LIVINEC (dir.), *Les fonds souverains : en affirmation et dilution de l'État face à la mondialisation*, *op. cit.*, note 2, p. 53.

souverain. Les exemples d'une « éthicisation<sup>22</sup> » des fonds souverains, pour les rendre plus séduisants auprès des États d'accueil tout en donnant une image positive de l'État qui les possède, sont nombreux ces dernières années. L'on pense ici et par exemple au Premier ministre norvégien qui a annoncé, dès le 27 février 2022, que le fonds souverain norvégien, le plus gros au monde avec ses 1 300 milliards de dollars, céderait en réaction à l'agression de l'Ukraine tous ses actifs en Russie, dont ses parts chez les géants énergétiques Gazprom et Lukoil<sup>23</sup>. Autre exemple parmi d'autres, le Parlement irlandais s'est prononcé en 2018 pour un verdissement du fonds stratégique d'investissement irlandais, passant par un désinvestissement des entreprises réalisant plus de 20 % de leur chiffre d'affaires grâce aux énergies fossiles<sup>24</sup>.

À la question du contrôle par l'État de son propre fonds souverain se superpose, deuxièmement, celle du contrôle, par l'État, des investissements opérés par un fonds souverain étranger.

On le comprend, les implications géostratégiques d'un investissement opéré par un fonds souverain sont majeures. Sur le fond, l'enjeu est naturellement celui de la propriété des entreprises « attaquées » par un fonds souverain constituant le « bras armé<sup>25</sup> » d'un État étranger – mais ce n'est que depuis récemment que ces opérations sont considérées comme des actions hostiles et non plus comme des opportunités. Du point de vue juridique, la principale et classique question est celle de la *sécurité nationale*. Elle s'est posée avec acuité entre 2008 et 2010, années où de nombreux États ont voté ou renforcé leurs lois et règlements permettant de contrôler les investissements étrangers afin de limiter ce qu'ils considèrent être des atteintes à leur propre souveraineté<sup>26</sup>. Ces atteintes à la sécurité nationale sont parfois difficilement tangibles, puisqu'elles peuvent être réalisées par la transmission de la propriété d'entreprises ou d'entités qui n'appartiennent pas forcément à l'État – puisqu'elles peuvent être totalement privées.

22 Nous reprenons ici une expression impropre utilisée dans un contexte différent mais proche : R. MAUREL, « L'éthicisation du droit international des investissements : un panorama », dans R. MAUREL (dir.), *Le droit international des investissements au prisme de l'éthique*, Paris, LexisNexis, coll. « Travaux du CREDIMI », 2021, p. 3-22.

23 « Le fonds souverain norvégien va se désengager de la Russie », *Challenges*, 28 février 2022, en ligne : [https://www.challenges.fr/finance-et-marche/le-fonds-souverain-norvegien-va-se-desengager-de-la-russie\\_802603](https://www.challenges.fr/finance-et-marche/le-fonds-souverain-norvegien-va-se-desengager-de-la-russie_802603) (consulté le XXX)

24 « Les fonds souverains s'engagent à leur tour en faveur de la finance climat », *Option finance*, 19 juillet 2018, en ligne : <https://www.optionfinance.fr/actualites/les-fonds-souverains-sengagent-a-leur-tour-en-faveur-de-la-finance-climat.html> (consulté le XXX).

25 D. CARREAU, « Les fonds souverains : un « omni » juridique ? », *op. cit.*, note 3, p. 157.

26 Voir, pour l'exemple du Canada, qui a étendu en 2009 le champ de la sécurité nationale, J. VANDERMEULEN, M. J. TREBILCOCK, « Canada's Policy Response to Foreign Sovereign Investment: Operationalizing National Security Exceptions », *Canadian Business Law Journal*, vol. 47, n° 3, 2009, p. 392-434.

## B. La réalisation de l'encadrement : entre protectionnismes nationaux contestés et absence de dispositif international

Nombreux ont été les États, depuis l'émergence des fonds souverains, à chercher à protéger leurs « champions » nationaux – même s'ils n'ont, comme cela a été relevé, pas systématiquement de droit de propriété à leur égard – et leur sécurité nationale. Tel a par exemple été le cas de l'Australie en 2008, ou encore plus clairement et en invoquant la sécurité nationale, par le Canada en 2009<sup>27</sup> – après plusieurs décennies de contrôles plus ou moins intenses dans ce dernier cas. Ces mécanismes de contrôle passent en général par un contrôle *ex ante*, soit par une notification permettant une intervention administrative, soit par une procédure d'autorisation préalable, et/ou par un contrôle *ex post* avec possibilité d'enjoindre l'investisseur à cesser son action et à remettre les choses dans l'état dans lequel elles se trouvaient avant l'investissement – ce qui est, en pratique, parfois particulièrement complexe. La France n'a pas été en reste, et figure parmi les quatorze États de l'Union européenne qui ont institué un mécanisme de contrôle.

Le dispositif français de protection contre les investissements qui ne seraient pas bienvenus, et dont on peut considérer qu'il s'agit là des investissements jugés stratégiques pour la France, remonte à au moins 1996<sup>28</sup>, avec une loi du 28 décembre 1966 relative aux relations financières avec l'étranger. Celle-ci créait un régime d'autorisation de certains investissements par le Gouvernement « pour assurer la défense des intérêts nationaux et par décret pris sur le rapport du ministre de l'Économie et des Finances » (article 3). La disposition a été intégrée au Code monétaire et financier et la loi de simplification du droit de 2004 crée un régime d'autorisation préalable du ministre chargé de l'économie pour « les investissements étrangers dans une activité en France qui, même à titre occasionnel, participe à l'exercice de l'autorité publique ou relève de l'un des domaines suivants [...]»<sup>29</sup>. En découlent deux catégories d'activités : celles de nature à porter atteinte à l'ordre public, à la sécurité publique ou aux intérêts de la défense nationale, et les activités de recherche, de production ou de commercialisation d'armes, de munitions, de poudres et substances explosives. Le décret d'application énumère plus de dix catégories d'activités relevant de celles mentionnées par la loi, avec des énoncés larges comme les « activités dans les

27 Voir *idem* et R. BISMUTH, « Les fonds souverains face au droit international – Panorama des problèmes juridiques posés par des investisseurs peu ordinaires », *op. cit.*, note 5, p. 591.

28 Voir l'art. 5, § 1 de la Loi n° 66-1008 du 28 décembre 1966 relative aux relations financières avec l'étranger.

29 Loi n° 2004-1343 du 9 décembre 2004 de simplification du droit, art. 30 modifiant l'art. L151-3 du Code monétaire et financier.



secteurs des jeux d'argent » ou les « activités réglementées de sécurité privée<sup>30</sup> ». Le décret « Montebourg » de 2014 a considérablement étendu et modernisé cette liste, en ajoutant à la liste des investissements étrangers (hors européens) soumis à autorisation les opérations liées à l'approvisionnement en électricité, gaz, hydrocarbures ou autre source énergétique et en eau, à l'exploitation des réseaux et des services de transports ou encore des services de communications électroniques<sup>31</sup>. C'est finalement le décret du 31 décembre 2019 relatif aux investissements étrangers en France<sup>32</sup>, tel que modifié en 2020 pour faire face à la pandémie<sup>33</sup>, qui crée le régime actuel de protection avec un article R151-3 énumérant vingt-trois types d'activités divisées en trois catégories.

Y figurent la protection de la santé publique, la protection des infrastructures numériques, les jeux d'argent, les prestations de cryptologie, de l'armement, etc. Le seuil de déclenchement du contrôle de l'investissement, dans tous ces secteurs, est notable, en ce qu'il est passé d'une prise de participation de 33 % du capital à 25 %<sup>34</sup> – seuil qui sera encore abaissé pendant la pandémie<sup>35</sup>. *In fine*, la France « ne mobilise pas plus que d'autres pays de l'OCDE cette notion de sécurité nationale, mais s'inscrit néanmoins dans un processus de contrôle plus serré des industries jugées stratégiques<sup>36</sup> ». Ce régime, qui peut paraître particulièrement protectionniste à l'observateur, n'empêche pas la France de rester une destination privilégiée des investissements directs étrangers. Elle est ainsi, en 2021, la troisième destination européenne des investissements étrangers, derrière l'Allemagne et l'Espagne<sup>37</sup>.

La difficulté posée par ces dispositifs est qu'ils peuvent soulever des difficultés en droit de la concurrence et en droit international économique – incluant le

30 Décret n° 2005-1739 du 30 décembre 2005 réglementant les relations financières avec l'étranger et portant application de l'art. L. 151-3 du code monétaire et financier, art. 1<sup>er</sup> créant l'art. R-153-2 du CMF.

31 Décret n° 2014-479 du 14 mai 2014 relatif aux investissements étrangers soumis à autorisation préalable.

32 Décret n° 2019-1590 du 31 décembre 2019 relatif aux investissements étrangers en France.

33 Décret n° 2020-892 du 22 juillet 2020 relatif à l'abaissement temporaire du seuil de contrôle des investissements étrangers dans les sociétés françaises dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé.

34 S. ROBERT-CUENDET, « Filtrage des investissements directs étrangers dans l'UE et COVID-19 : vers une politique commune d'investissement fondée sur la sécurité de l'Union », *European Papers*, vol. 5, 2020, n° 1, p. 605-606.

35 Voir *infra*.

36 C. SERFATI, « La France et les IDE : ampleur, effets et réglementations », dans M. ARÈS, É. BOULANGER (dir.), *L'investissement et la nouvelle économie mondiale. Trajectoires nationales, réseaux mondiaux et normes internationales*, Bruxelles, Bruylant, 2012, p. 343. Le propos date de 2012, mais demeure à notre sens valable en 2022.

37 European Commission, Second Annual Report on the screening of foreign direct investments into the Union, 1<sup>er</sup> septembre 2022, p. 9.

droit des investissements. Certains traités d'investissements prévoient ainsi des protections très tôt dans la procédure d'investissement et tous ne formulent pas de la même manière les exceptions liées à la sécurité nationale, de sorte que ce qui est considéré par la loi de l'État A comme relevant de sa sécurité nationale ne le sera pas forcément pour l'État B – et *a fortiori* et pour l'arbitre. Le droit international des investissements, qui est considéré comme la solution idéale à ces problématiques moyennant quelques ajustements pour certains auteurs<sup>38</sup>, est encore très fragmenté et les solutions ne peuvent être données qu'au cas par cas. Un certain nombre de contentieux internationaux se sont cependant soldés en défaveur de l'application de certains mécanismes de contrôle ; cela a notamment été le cas, dès les années 1980, lorsque l'administration Reagan a contesté devant le GATT la loi canadienne sur l'examen des investissements étrangers de 1974<sup>39</sup>.

La nécessité d'un encadrement international pour harmoniser *a minima* les pratiques s'est donc logiquement imposée au début des années 2000, alors même que tous les États du monde ne disposent encore pas d'un dispositif de contrôle des investissements et pratiquement la politique du « laisser-faire face à l'investissement étranger<sup>40</sup> ». Pourtant, il faut bien reconnaître que l'encadrement international est, à ce jour, largement insuffisant. À l'initiative du FMI, les *Principes de Santiago* du 11 octobre 2008 ont mis l'accent sur la transparence de la gestion et des activités des fonds souverains. Ils souffrent toutefois de deux lacunes : ils ne sont, d'une part, pas contraignants, même si de nombreux fonds s'y sont auto-soumis pour rassurer les États d'accueil ; d'autre part, ils ne règlent pas la question de la sécurité nationale. Régis Bismuth va d'ailleurs jusqu'à évoquer un « instrument de diversion au service des fonds souverains<sup>41</sup> » qui « constitue davantage une vitrine de prestige combinée à un exercice de relations publiques permettant aux fonds souverains d'être mieux perçus par les États destinataires de leurs investissements<sup>42</sup> » qu'autre chose.

Le tableau ne doit pour autant pas être exagérément noirci. Tant les textes non contraignants comme les principes de Santiago, la déclaration de Koweït

38 E. CHALAMISH, « Global Investments Regulation and Sovereign Funds », *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 13, n° 2, 2012, p. 681.

39 C.-E. COTÉ, « Le Canada et l'investissement direct étranger : entre ouverture et inquiétude », dans M. ARÈS, É. BOULANGER (dir.), *L'investissement et la nouvelle économie mondiale. Trajectoires nationales, réseaux mondiaux et normes internationales*, op. cit., note 35, p. 247.

40 *Ibid.*

41 R. BISMUTH, « Les “Principes de Santiago” : un instrument de diversion au service des fonds souverains », dans P. BODEAU-LIVINEC (dir.), *Les fonds souverains : en affirmation et dilution de l'État face à la mondialisation*, op. cit., note 2, p. 57.

42 *Ibid.*, p. 70.

City en 2009<sup>43</sup> ou la Déclaration sur les fonds souverains et les politiques des pays d'accueil du 5 juin 2008 sous l'égide de l'OCDE vont dans le sens d'une meilleure prise en compte de l'éthique dans les investissements stratégiques opérés par les fonds souverains. Les États ou les fonds eux-mêmes ont pu réguler en ce sens, la Norvège faisant office de modèle en la matière.

Certes, quand bien même ce mouvement général contribue à une plus grande acceptabilité des investissements opérés par ces fonds qui agissent de manière « éthique », demeure la lancinante question de l'absence, à ce jour, de régime international contraignant. Or, la situation qui prédomine depuis quelques années ne va pas dans le sens d'un multilatéralisme en (re)construction.

## II. UNE TENDANCE VERS UN PROTECTIONNISME ACCRU DANS LES SECTEURS STRATÉGIQUES

On peut ici revenir sur l'accélération de la dynamique d'encadrement du fait des tentatives d'investissements stratégiques parfois agressives pendant la pandémie (A), en incluant à la réflexion l'émergence de l'encadrement européen par le cadre commun de filtrage des investissements directs étrangers (B).

### A. Le renforcement du contrôle national à l'occasion de la pandémie

Le rapport à l'investissement étranger, qu'il provienne d'un fonds souverain ou non, a changé dès avant la pandémie. L'OCDE relève ainsi que 2016 a été une année charnière, de très nombreux pays ayant décidé de se doter d'un mécanisme de filtrage. À l'aube de la pandémie, plusieurs États majeurs tels que la France, le Japon ou les États-Unis avaient déjà durci leurs dispositifs, alors que de nombreux autres comme la Finlande, l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas, la Suède ou le Royaume-Uni préparaient de nouvelles réformes<sup>44</sup>. L'OCDE note sur ce point que :

Cette tendance vers une approche plus sélective des investissements étrangers s'accompagne d'une transformation assez cohérente du discours des pouvoirs publics sur le filtrage des investissements. Jusqu'en 2016 environ, ce type de mécanisme était présenté comme un outil exceptionnel utilisé dans un environnement résolument ouvert aux investissements. Le langage est alors devenu subtilement mais continuellement plus ferme, et des formules évoquant la « fin de la naïveté » dans les conditions de réciprocité et les entreprises

<sup>43</sup> Forum international des fonds souverains le 6 avril 2009, à la suite de la Déclaration de Koweït City (initiative FMI).

<sup>44</sup> OCDE, *Filtrage des investissements pendant la crise de la COVID-19 – et au-delà*, 7 juillet 2020.

« stratégiques » plutôt que « sensibles » sont entrées dans le discours. La pandémie de la Covid-19 a également donné lieu à l'utilisation d'un vocabulaire jusqu'alors peu utilisé dans ce domaine, et les gouvernements ont commencé à parler d'investissements « indésirables », d'« acquisitions opportunistes » et d'« acquisitions abusives ». Alors que l'investissement étranger était, par le passé, associé à des opportunités, il semble désormais être parfois synonyme de cessions et de perte d'actifs et de technologies critiques<sup>45</sup>.

Cela est à vrai dire assez logique, au regard de l'ampleur de la crise qui s'annonçait, et la France n'a pas manqué d'étendre exceptionnellement son contrôle dans un certain nombre de secteurs stratégiques, comme l'énergie, la défense, les transports ou l'alimentation. Dans ces secteurs, l'autorisation d'investir, pour les entités non européennes, était exigée dès lors que l'opération d'investissement revenait à confier 25 % du capital de l'entreprise visée à l'investisseur. Pendant la pandémie, ce seuil a été abaissé à 10 %, tout en conservant une vigilance. Selon les mots du ministre Bruno Le Maire en effet, il convient de faire « attention parce qu'au lendemain de la crise, il y a des entreprises qui peuvent être fragilisées et on risque de perdre un certain nombre de compétences, de technologies, de savoir-faire<sup>46</sup> ». Il y a là un enjeu de propriété d'un patrimoine immatériel à propos duquel il est possible de formuler trois observations.

D'une part, ces mesures ne concernent pas que les investissements réalisés par les fonds souverains, mais les investissements directs étrangers – et même les investissements de portefeuille – en général ; cependant, plusieurs États ont créé des procédures plus strictes lorsque l'investissement était opéré par un fonds souverain étranger, comme la Hongrie, la Slovénie ou l'Espagne<sup>47</sup>. D'autre part, la pandémie aurait pu conduire à étendre les mécanismes nationaux de filtrage des investissements au secteur de la santé, comme ce fut le cas en France, en Italie ou en Autriche. De nombreux États européens en ont cependant profité pour durcir, de manière générale, leurs dispositifs, ou pour en créer un incluant le secteur de la santé, ce qui fait que le protectionnisme est globalement sorti gagnant de la pandémie puisque ces dispositifs ont perduré<sup>48</sup>. Enfin, il faut noter la dysharmonie générale de ces mesures prises en temps de pandémie. Si la France a abaissé son seuil de contrôle, dans les secteurs déjà contrôlés, de 25 % à 10 %, l'Autriche l'a par

<sup>45</sup> *Ibid.*

<sup>46</sup> Déclaration de Bruno Le Maire, ministre de l'Économie, relayée par la presse. Par ex., « Bruno Le Maire prolonge d'un an le contrôle renforcé des investissements étrangers », *Le Point*, 29 novembre 2021, en ligne : [https://www.lepoint.fr/economie/france-le-controle-renforce-des-investissements-etrangeurs-prolonge-d-un-an-29-11-2021-2454242\\_28.php](https://www.lepoint.fr/economie/france-le-controle-renforce-des-investissements-etrangeurs-prolonge-d-un-an-29-11-2021-2454242_28.php) (consulté le XXX).

<sup>47</sup> OCDE, *Filtrage des investissements pendant la crise de la COVID-19 – et au-delà*, rapport préc., note 44, p. 7.

<sup>48</sup> *Ibid.*, p. 5.

exemple abaissé à 0 %<sup>49</sup>, tandis qu'en Nouvelle-Zélande, des investissements qui ne faisaient l'objet d'aucun contrôle dans aucune situation se sont trouvés filtrés<sup>50</sup>.

Ce mouvement protectionniste général mais particulièrement drastique lorsque l'investisseur est un fonds souverain a, au demeurant, été largement encouragé par la Commission européenne, qui a dès le 26 mars 2020 enjoint les États à se prévaloir des exceptions liées à l'ordre public et à la sécurité nationale pour contrôler plus activement les investissements étrangers : « [e]n ce qui concerne les “acquisitions prédatrices” d'actifs stratégiques par des investisseurs étrangers (visant, par exemple, à limiter l'approvisionnement en certains biens ou la fourniture de certains services sur le marché de l'UE), l'exception d'“ordre public et de sécurité publique” visée à l'article 65 du TFUE est la plus pertinente<sup>51</sup> ». Cette communication intervient dans un contexte spécifique : depuis 2019, l'Union européenne s'est dotée d'un cadre commun de filtrage des IDE qui représente peut-être l'avenir du contrôle des investissements stratégiques opérés par les fonds souverains étrangers.

## B. L'émergence d'un contrôle régional au service de la sécurité nationale

Parler « d'émergence » d'un contrôle régional pourrait paraître abusif, car la perspective d'une réponse européenne à la problématique des fonds souverains s'est éclairée il y a une décennie. Néanmoins, « réponse » n'est pas « contrôle » et ce n'est qu'en 2019 que l'Union s'est accordée sur un cadre commun pour le filtrage des investissements directs étrangers dans l'Union, règlement qui est entré en vigueur le 11 octobre 2020<sup>52</sup>.

L'analyse complète de ce cadre dépasse celui de cette étude et s'inscrit dans celui du droit européen des investissements<sup>53</sup>. L'on peut se borner, au titre du contexte de son adoption, à rappeler que depuis le traité de Lisbonne, l'Union dispose d'une compétence exclusive en matière d'investissements directs – mais

49 Foreign Acquisitions and Takeovers Amendment (Threshold Test) Regulations 2020, 16 avril 2020.

50 Overseas Investment (Urgent Measures) Amendment Act 2020, 14 mai 2020.

51 Communication de la Commission, « Orientations à l'intention des États membres concernant les investissements directs étrangers et la libre circulation des capitaux provenant de pays tiers ainsi que la protection des actifs stratégiques européens, dans la perspective de l'application du règlement (UE) 2019/452 (règlement sur le filtrage des IDE) », *JOUE*, 26 mars 2020, CI 99/1.

52 Règlement (UE) 2019/452 du Parlement européen et du Conseil du 19 mars 2019.

53 Voir, sur ce sujet, J. CAZALA, « La contribution du cadre européen relatif au filtrage des investissements directs étrangers au droit européen des investissements », dans R. MAUREL (dir.), *Nouveaux regards sur le droit européen des investissements*, Paris, LexisNexis, coll. « Travaux du CREDIMI », juillet 2023.

pas de portefeuille, qui restent *a priori* sous l'empire de la compétence mixte –, lesquels sont intégrés à la politique commerciale commune<sup>54</sup>.

S'agissant de la méthode, l'Union aurait pu confier à la Commission le soin de contrôler directement les investissements directs étrangers (IDE) sur le sol européen<sup>55</sup>. Cependant, cette solution aurait sans doute été inacceptable pour les États, dont l'on connaît la volonté protectionniste qui a spectaculairement évolué depuis 2009 – le Brexit n'en constituant que l'événement le plus visible. Le règlement 2019/452 reconnaît plutôt qu'il « appartient aux États membres, et à eux seuls, de procéder au filtrage des IDE, dans la mesure où il s'agit de protéger leur ordre public et leur sécurité publique<sup>56</sup> ». Le cadre commun, qui aurait donc pu aller bien plus loin, renforce néanmoins la transparence des mesures nationales et implique que des procédures de recours, au bénéfice des investisseurs étrangers évincés, soient mises en place dans chaque État. De manière intéressante, la Commission, qui n'a pas pu hériter du pouvoir de contrôler directement les investissements, « se voit reconnaître la possibilité d'émettre des avis, à l'adresse de l'État, lorsqu'elle estime qu'un investissement est susceptible de porter atteinte à la sécurité ou à l'ordre public de plus d'un État membre<sup>57</sup> ». L'Union pourrait donc faire germer, dans un futur proche, une définition commune ou à tout le moins européenne de cette « sécurité nationale » si complexe à appréhender.

Cette dynamique résonne avec l'objet du colloque du 7 juin 2022. Pour lutter contre des atteintes supposées ou réelles à leurs intérêts stratégiques sur leurs territoires, par des entités appartenant à des États étrangers, les États européens ont généré une véritable cacophonie normative que le droit des investissements ne peut que partiellement réguler. L'Union, par ce cadre commun mais également, voire surtout, par les différentes communications et lignes directrices qui en découleront, est finalement l'acteur institutionnel non souverain susceptible de remettre de l'ordre là où il n'y en a guère, en coordonnant *a minima* les politiques d'investissements des États membres – certainement dans le sens du

<sup>54</sup> Art. 207 TFUE : « [L]a politique commerciale commune est fondée sur des principes uniformes, notamment en ce qui concerne les modifications tarifaires, la conclusion d'accords tarifaires et commerciaux relatifs aux échanges de marchandises et de services, et les aspects commerciaux de la propriété intellectuelle, les investissements étrangers directs, l'uniformisation des mesures de libéralisation, la politique d'exportation, ainsi que les mesures de défense commerciale, dont celles à prendre en cas de dumping et de subventions. La politique commerciale commune est menée dans le cadre des principes et objectifs de l'action extérieure de l'Union ».

<sup>55</sup> S. ROBERT-CUENDET, « Le cadre pour le filtrage des investissements directs étrangers dans l'Union entre en vigueur en Europe », *Le Club des juristes*, 13 novembre 2020, en ligne : <https://blog.leclubdesjuristes.com/cadre-pour-le-filtrage-des-investissements-direc-etrangers-entre-en-vigueur-en-europe/> (consulté le XXX).

<sup>56</sup> *Ibid.*

<sup>57</sup> *Ibid.*

Green Deal que la pandémie a quelque peu éludé<sup>58</sup>. La propriété d'un fonds souverain génère donc un *risque* pour la propriété des entreprises stratégiques de l'État d'accueil de l'investissement, mais cette propriété souvent privée est conçue, dans ce contexte, comme la continuité de la souveraineté de l'État d'accueil qui cherche à se protéger des externalités négatives de la mondialisation. Face aux mouvements de protection quelque peu désordonnés auxquels le monde assiste depuis 2016, c'est peut-être la « petite mondialisation », à l'échelle régionale, qui permettra de ne pas s'enfermer dans un protectionnisme isolant voire d'envisager dans le futur un cadre mondial.

Après tout, c'est parce que l'État est souverain qu'il existe un droit international, mais c'est aussi parce que le droit international existe que les États peuvent continuer à être souverains.

---

58 S. ROBERT-CUENDET, « Filtrage des investissements directs étrangers dans l'UE et COVID-19 : vers une politique commune d'investissement fondée sur la sécurité de l'Union », *op. cit.*, note 23, p. 611.