

N° 588

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2010-2011

Enregistré à la Présidence du Sénat le 8 juin 2011

RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

au nom de la commission des finances (1) sur les participations transférées au Fonds stratégique d'investissement (FSI),

Par M. Jean-Pierre FOURCADE,

Sénateur.

(1) Cette commission est composée de : M. Jean Arthuis, *président* ; M. Yann Gaillard, Mme Nicole Bricq, MM. Jean-Jacques Jégou, Thierry Foucaud, Aymeri de Montesquiou, Joël Bourdin, François Marc, Serge Dassault, *vice-présidents* ; MM. Philippe Adnot, Jean-Claude Frécon, Mme Fabienne Keller, MM. Michel Sergent, François Trucy, *secrétaires* ; M. Jean-Paul Alduy, Mme Michèle André, MM. Bernard Angels, Bertrand Auban, Denis Badré, Mme Marie-France Beaufils, MM. Claude Belot, Pierre Bernard-Reymond, Auguste Cazalet, Yvon Collin, Philippe Dallier, Jean-Pierre Demerliat, Mme Marie-Hélène Des Esgaulx, MM. Éric Doligé, Philippe Dominati, Hubert Falco, André Ferrand, François Fortassin, Jean-Pierre Fourcade, Adrien Gouteyron, Charles Guené, Claude Haut, Edmond Hervé, Pierre Jarlier, Yves Krattinger, Roland du Luart, Philippe Marini, Jean-Pierre Masseret, Marc Massion, Gérard Miquel, Albéric de Montgolfier, François Rebsamen, Jean-Marc Todeschini, Bernard Vera.

SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
AVANT-PROPOS	5
PRINCIPALES OBSERVATIONS ET RECOMMANDATIONS DE VOTRE RAPPORTEUR SPÉCIAL	7
I. UN OUTIL ORIGINAL, QUI A DÉMONTRÉ SON UTILITÉ	11
A. UN NOUVEL ACTEUR DE POLITIQUE INDUSTRIELLE À LA DOCTRINE ORIGINALE	11
1. <i>Un nouvel outil au service d'une politique industrielle active</i>	11
a) Ce qu'est le FSI : une réponse pérenne aux besoins en fonds propres des entreprises	11
b) Ce que n'est pas le FSI : un outil de crise ou un « fonds souverain à la française »	12
2. <i>La doctrine d'un investisseur avisé poursuivant des finalités d'intérêt général</i>	13
a) La doctrine d'investissement et les entreprises visées	13
b) Une intervention directe ou intermédiée	14
c) Le système de cotation des investissements	15
B. LES MODALITÉS DE MISE EN PLACE DU FONDS	16
1. <i>La création du Fonds et le pacte conclu entre ses actionnaires</i>	16
2. <i>Les apports de titres en vue de la constitution du portefeuille</i>	18
a) La sélection des participations	18
b) La procédure relative aux apports	20
c) Les pactes d'actionnaires conclus entre l'Etat et le FSI.....	21
d) L'impact comptable des apports pour l'Etat et la CDC	21
3. <i>Une gouvernance sophistiquée mais globalement efficace</i>	22
a) Le conseil d'administration et ses comités permanents	23
b) Le comité d'orientation stratégique : une création originale qui a fait ses preuves.....	25
c) Les moyens de fonctionnement du FSI : une structure légère au coût raisonnable	27
C. UNE ORGANISATION COMPLEXE POUR DES INVESTISSEMENTS DIVERSIFIÉS	28
1. <i>Les modes d'intervention en direct et en partenariat</i>	28
a) L'organisation très complexe des financements indirects.....	28
b) Une tentative de rationalisation des outils avec le plan FSI PME.....	32
c) Le co-investissement, instrument de consolidation du capital	32
d) Un partenariat encore inachevé avec les fonds souverains	33
2. <i>Premier bilan des investissements réalisés</i>	34
a) Un fonds à l'épreuve de la crise et de la rationalité économique.....	34
b) 3,8 milliards d'euros d'investissements financés entre janvier 2009 et mars 2011	37
c) Des contentieux communautaires désormais clos.....	39
3. <i>La situation du portefeuille et les moyens financiers du Fonds</i>	41
a) Un portefeuille de titres de 16,35 milliards d'euros fin 2010	41
b) Les dividendes reçus du Fonds	41
c) Un dividende élevé versé aux deux actionnaires	42
d) Quelles perspectives de rotation du portefeuille à moyen terme ?	42
e) Une augmentation attendue et nécessaire des apports en numéraire	44

II. DES AJUSTEMENTS NÉCESSAIRES	47
A. UN POSITIONNEMENT À CLARIFIER, UNE VISIBILITÉ À CONQUÉRIR	47
1. <i>Le positionnement du FSI à l'égard de ses actionnaires</i>	47
a) L'Etat : actionnaire « ni plus ni moins »	47
b) La Caisse des dépôts et consignations : une tutelle affirmée	48
2. <i>Clarifier l'articulation du FSI avec les autres acteurs publics du financement des entreprises</i>	49
a) Le FSI et l'Etat actionnaire : « qui fait quoi » en matière de politique industrielle ?.....	50
b) Le FSI et Oséo : deux outils complémentaires qui ne doivent pas devenir redondants	51
c) Le FSI et le volet « Financement des entreprises » du Programme d'investissements d'avenir.....	52
3. <i>Gagner en visibilité à l'égard des entreprises</i>	54
a) Une action plus visible : faire émerger la « marque FSI ».....	54
b) Un procès en « bureaucratie » à relativiser	55
B. UNE DOCTRINE D'INVESTISSEMENT À AFFERMIR	57
1. <i>Le FSI n'est pas un fonds « classique » de capital-investissement</i>	57
a) Veiller à ne pas exercer un effet d'éviction à l'égard des acteurs privés	57
b) Des exigences de rendement qui doivent être équilibrées	59
2. <i>Un investisseur « socialement responsable » : des intentions aux actes</i>	60
a) Un positionnement constamment revendiqué	60
b) Un début de traduction opérationnelle	61
c) ISR et emploi : le FSI n'est pas un « antidote » contre les licenciements	62
C. DU GUICHET PUBLIC AU FONDS PROACTIF	63
1. <i>Une approche globale : le FSI comme « prescripteur » de la compétitivité et du renforcement des fonds propres</i>	63
2. <i>Mieux connaître les filières et contribuer à leur structuration</i>	64
3. <i>Conforter une démarche proactive et garantir une visibilité régionale</i>	66
TRAVAUX DE LA COMMISSION	69
ANNEXE - LISTE DES PERSONNES AUDITIONNEES ET RENCONTREES	75

Mesdames, Messieurs,

Au cours du premier semestre de l'année 2011, votre rapporteur spécial a conduit, sur le fondement de l'article 57 de la LOLF et de l'article 164¹ de l'ordonnance n° 58-1374 du 30 décembre 1958 portant loi de finances pour 1959, une mission de contrôle relative **aux participations transférées au Fonds stratégique d'investissement (FSI)**.

Cette mission, au cours de laquelle ont été entendus les représentants du FSI, de l'Agence des participations de l'Etat (APE) et de la Caisse des dépôts et consignations (CDC), avait pour objet de dresser le bilan des deux premières années d'existence du Fonds, tant sur le plan de sa **gouvernance interne** que de la **gestion des participations transférées** et des **premiers investissements réalisés**. Elle avait également pour ambition de cartographier la « **nébuleuse** » **complexe** formée par le FSI et ses nombreux « satellites », de mieux comprendre **l'insertion du Fonds dans notre politique de soutien aux entreprises** et d'analyser l'articulation de ses missions avec celles **d'autres opérateurs** importants tels que l'APE, la CDC ou encore Oséo.

Au terme de ces travaux, il apparaît que le FSI a **prouvé son utilité** en apportant un début de réponse aux besoins structurels des entreprises françaises en fonds propres. Appuyé sur une **gouvernance originale** et une **structure opérationnelle légère**, le Fonds a su faire face dans des conditions satisfaisantes à l'afflux de dossiers suscité par la crise économique, avant de trouver son « rythme de croisière ». Il a également fait la démonstration de son **autonomie** et apporté un démenti aux soupçons d'allégeance au pouvoir politique qui ont pu naître de certains dossiers d'investissement sensibles.

Les enseignements tirés des deux premières années de fonctionnement du FSI appellent néanmoins un certain nombre **d'ajustements**. Le premier d'entre eux doit concerner la **visibilité** du FSI en tant qu'outil au service des entreprises, visibilité que compromettent l'architecture excessivement complexe des financements intermédiés, de même qu'un positionnement encore ambigu à l'égard de la Caisse des dépôts et consignations et, plus généralement, de l'ensemble des investisseurs publics. **L'identification du FSI par les chefs d'entreprises doit donc être**

¹ *Cet article dispose que « le contrôle des membres du Parlement désignés pour suivre et apprécier la gestion des entreprises nationales et des sociétés d'économie mixte s'étend aux entreprises et organismes visés aux articles L. 133-1 à L. 133-5 du code des juridictions financières ». Parmi ces entreprises et organismes figurent « les personnes morales dans lesquelles l'Etat ou des organismes déjà soumis au contrôle de la Cour (des comptes) détiennent, directement ou indirectement, séparément ou ensemble, une participation au capital permettant d'exercer un pouvoir prépondérant de décision ou de gestion » (art. L 133-2).*

plus simple, sa notoriété plus grande et l'orientation des entrepreneurs vers le fonds doit être favorisée.

Fonds public, le FSI doit ensuite affirmer plus clairement son identité d'investisseur soucieux de **l'intérêt collectif** et **socialement responsable**. Le Fonds doit se démarquer très nettement des fonds privés de capital-investissement et ses exigences de rendement doivent être équilibrées, fixées au cas par cas, sans devenir le critère primordial des investissements. Constamment revendiquée, la démarche d'investisseur socialement responsable connaît un début de traduction opérationnelle, mais la consistance réelle des efforts entrepris reste à démontrer.

Il convient enfin que le FSI prenne toute sa place dans la conduite d'une politique industrielle désormais pleinement assumée par les pouvoirs publics, par l'adoption d'une **démarche active de connaissance et de structuration des filières**, dont l'échelon régional semble constituer le niveau de déploiement le plus adapté.

Le renforcement des moyens du FSI – de l'ordre de 1,5 milliard d'euros – a fait l'objet d'une annonce récente. Cet abondement apparaît non seulement **nécessaire**, afin de garantir un rythme d'investissements soutenu, mais également **légitime**, compte tenu des conditions satisfaisantes dans lesquelles son action s'est mise en place au cours des deux dernières années.

PRINCIPALES OBSERVATIONS ET RECOMMANDATIONS DE VOTRE RAPPORTEUR SPÉCIAL

1. Le FSI a été conçu comme une **réponse pérenne** aux besoins en fonds propres des entreprises françaises porteuses de compétitivité et de croissance. Bien que né à l'occasion de la crise, cet instrument est **dépourvu de vocation conjoncturelle** et n'est pas destiné à soutenir les entreprises en difficulté.

2. Les spécificités du FSI **interdisent de l'assimiler à un fonds souverain** : il ne gère aucune ressource pérenne, ses avoirs ont un volume limité, ses interventions sont cantonnées au territoire national et ses finalités impliquent une association à la gouvernance et au risque entrepreneurial.

3. La doctrine d'investissement du FSI doit concilier la poursuite d'un **intérêt collectif**, à travers la prise en compte de la contribution des entreprises à la compétitivité de notre économie ou à l'emploi, avec l'adoption d'une **démarche d'investisseur avisé et socialement responsable**. Ses prises de participation sont minoritaires et s'opèrent dans une optique de long terme, principalement au sein des PME et des ETI.

4. La gouvernance du FSI repose sur un conseil d'administration, trois comités permanents et un comité d'orientation stratégique (COS). En dépit de sa relative sophistication, **cette organisation a fait ses preuves** et le COS a joué pleinement son rôle, permettant l'implication réelle des organisations professionnelles, syndicales et des représentants de la société civile dans le fonctionnement du fonds.

5. S'il n'appartient pas au COS d'interférer ou de connaître dans le détail des opérations d'investissements en cours de négociation, **son information doit néanmoins être la plus complète possible a posteriori**, sur les projets retenus comme sur les opérations écartées.

6. L'administration du FSI s'appuie sur une équipe restreinte et présente des coûts de fonctionnement **raisonnables**. La rémunération des investisseurs n'inclut aucune rétribution à la performance, de type « *carried interest* ».

7. **L'organisation des financements intermédiés** mêle plusieurs logiques, structures et appellations, **demeure très complexe** et résulte d'une accumulation de strates comme de l'héritage de la Caisse des dépôts. Elle est souvent peu lisible pour les PME « clientes » du FSI, comme si la préservation de l'organisation de la CDC était prioritaire.

8. On peut regretter qu'en dépit d'une volonté d'ouverture, manifestée par l'accord avec le fonds Mubadala, le FSI **n'ait pas encore été en mesure de réaliser un investissement conjoint avec un fonds souverain étranger**. Le Fonds a cependant vocation à conclure d'autres partenariats de ce type.

9. Le FSI a versé à ses deux actionnaires, la CDC et l'Etat, un **dividende de 387 millions d'euros représentant 60 % de son résultat net de 2010**, soit un niveau élevé. L'impératif d'assainissement des finances publiques a manifestement été un critère déterminant, mais ce dividende apparaît d'autant plus étonnant que le Gouvernement a annoncé le renforcement des moyens dévolus au Fonds *via* le fonds d'épargne de la CDC.

10. **La rotation du portefeuille du Fonds paraît nécessaire** pour contribuer au financement de nouveaux investissements. Le potentiel de cession dans les prochaines années repose toutefois essentiellement sur le **portefeuille financier**, soit les participations de moins de 5 % dans des sociétés cotées, pour autant que certaines conditions soient réunies.

11. **L'augmentation annoncée des moyens du Fonds**, de l'ordre de 1,5 milliard d'euros sur trois ans et financée par un prêt du fonds d'épargne de la CDC, **est nécessaire** pour garantir dans les prochaines années un rythme d'investissements au moins équivalent à celui de 2010. Ce nouveau mode de financement **ne doit cependant pas marquer le début d'un cycle d'endettement du FSI, ni se substituer à la fraction des apports en capital qui n'a pas encore été libérée.**

12. Certains effets d'annonce et engagements ministériels ont pu en certaines occasions attiser le soupçon d'un fonds « aux ordres » du politique. Dans les faits, la capacité de décision des dirigeants ne paraît pas avoir été compromise et l'Etat actionnaire a joué son rôle, ni plus ni moins. Le FSI, en tant qu'entité publique répondant à une stratégie définie par ses deux actionnaires, **ne saurait être ni totalement autonome ni « instrumentalisé » par l'Etat.**

13. A l'image de l'architecture byzantine des financements indirects, **le positionnement du FSI à l'égard de la CDC**, son actionnaire principal, **est complexe.** La CDC demeure un actionnaire très présent et l'action du FSI doit tenir compte de l'héritage du programme France Investissement, du positionnement marqué de la Caisse sur le capital-investissement national et de ses structures de gestion.

14. Une simplification drastique des liens institutionnels avec la CDC, en particulier sa filiale de gestion CDC Entreprises, ne serait pas forcément un gage d'efficacité et il apparaît difficile de faire « table rase » du passé. **Il n'en demeure pas moins nécessaire de clarifier et simplifier le dispositif**, comme de garantir une réelle cohérence entre les doctrines d'investissement du FSI et des fonds auxquels il contribue.

15. Le positionnement du FSI au sein des **outils publics de financement des entreprises** doit être clarifié, en particulier à l'égard de l'Agence des participations de l'Etat, d'Oséo et des actions conduites en faveur du financement des entreprises dans le cadre du Programme d'investissements d'avenir. La proximité des actions conduites par ces intervenants ne permet pas toujours de déterminer précisément comment les rôles se répartissent entre eux.

16. **La visibilité de la « marque FSI » doit être améliorée**, de même que sa notoriété auprès des chefs d'entreprise. Il convient en outre de faciliter l'accès de ces derniers aux antennes locales du Fonds et de mieux les orienter à travers la multiplicité de « guichets publics » dédiés au financement des entreprises.

17. Nonobstant l'afflux important de dossiers auquel le FSI a dû faire face lors de sa création, **les délais et modalités d'instruction sont jugés satisfaisants** par une forte majorité des chefs d'entreprise. Le cas échéant, les refus doivent être motivés de façon circonstanciée et, autant que faire se peut, être l'occasion d'un échange avec les dirigeants des entreprises concernées.

18. Pour assurer sa légitimité, **le FSI doit éviter de concurrencer les fonds privés de capital-investissement** ou de se substituer à eux. Selon une analyse « contrefactuelle », il doit ainsi s'abstenir d'intervenir si sa présence au capital d'une entreprise ne crée pas un réel effet d'entraînement sur d'autres investisseurs, ou ne constitue pas une alternative à un fonds privé dont les objectifs seraient essentiellement financiers et de court terme.

19. Les exigences de rendement du fonds doivent être **équilibrées**, conformes au couple rendement-risque et **fixées au cas par cas.** Elles ne doivent pas non plus constituer le critère primordial d'un investissement. Les dirigeants et actionnaires du Fonds ont opportunément décidé de ne pas fixer de taux global minimum ou de référence. En revanche, le rendement des produits OC+, de 12 % à 15 % en cas de non-conversion, est plutôt élevé.

20. Si la démarche d'investisseur socialement responsable (ISR) a constamment été revendiquée par les responsables du FSI, sa **traduction opérationnelle a été plus tardive.** La nomination d'un conseiller social et la mise en œuvre d'une grille d'analyse dédiée constituent des initiatives bienvenues. Elles pourraient être opportunément complétées par la prise en compte de la logique ISR dans **l'évaluation professionnelle** des équipes d'investisseurs.

21. Le FSI doit œuvrer en faveur de la mise en place d'une **gouvernance et d'une politique de rémunération responsables**, alignées sur les meilleures pratiques de place, dans les entreprises dont il est un actionnaire de référence et les fonds auxquels il contribue.

22. Le comportement d'investisseur socialement responsable ne doit pas faire l'objet d'une interprétation extensive, voire « maximaliste », aux termes de laquelle l'entrée du FSI au capital d'une entreprise constituerait un « antidote » contre tout plan social ou toute suppression d'emploi. **Il est en revanche impératif que, dans l'hypothèse ou de telles suppressions devraient intervenir, le FSI s'assure de leur caractère inévitable et de la qualité de l'accompagnement social mis en œuvre.**

23. Au terme de sa période de montée en puissance, l'action du FSI semble devoir évoluer vers une **démarche proactive de structuration des filières**, cohérente avec les priorités définies dans le cadre de la Conférence nationale de l'industrie.

24. Il n'est pas certain que l'effort de structuration des filières doive passer par la création de nouveaux fonds sectoriels, **celle-ci pouvant porter préjudice à la lisibilité de l'action du FSI**, à son identification claire en tant que « marque » et s'opérer au prix d'une sophistication supplémentaire du paysage des investisseurs publics susceptible de dérouter les chefs d'entreprise.

25. Le FSI doit **amplifier sa démarche de visibilité et de structuration de l'investissement dans les régions**. Dès lors qu'il est appelé à devenir le « guichet unique » du financement en fonds propres des PME, son identité doit prévaloir sur celle de CDC Entreprises dans la communication locale.

Le FSI en quelques chiffres (données comptables aux normes IFRS et sur une base consolidée)

Au 31 décembre 2010 :

- 1 905 dossiers reçus sur deux ans
- portefeuille de titres : 16,35 milliards d'euros (en valeur nette comptable) dont des 3 participations transférées de l'Etat, 20 participations cotées transférées de la CDC, 24 participations dans 11 entités non cotées issues de la CDC, des participations en direct réalisées depuis 2009 dans 21 sociétés
- total de bilan : 21,84 milliards d'euros
- capital et primes (hors réserves) : 19,94 milliards d'euros
- résultat net (part du groupe) : 646 millions d'euros
- dividende versé : 197,3 millions d'euros à la CDC et 189,3 millions d'euros à l'Etat

Activité du fonds depuis 2009 (au 1^{er} mars 2011) :

- Environ 3,8 milliards d'euros investis dans environ 800 entreprises, dont :
- 2,4 milliards d'euros d'investissements directs (avec le FCID) dans 42 entreprises
 - 418 millions d'euros d'investissements des fonds spécialisés (OC+, FCDE, FMEA 1 et 2, Innobio, Fonds Bois) dans 86 entreprises
 - environ 1 milliard d'euros d'investissements des fonds partenaires (activité fonds de fonds du FSI) dans 670 entreprises

I. UN OUTIL ORIGINAL, QUI A DÉMONTRÉ SON UTILITÉ

A. UN NOUVEL ACTEUR DE POLITIQUE INDUSTRIELLE À LA DOCTRINE ORIGINALE

1. Un nouvel outil au service d'une politique industrielle active

La création du FSI prend place dans un contexte de **retour à un certain « capitalisme d'Etat » et de promotion d'une politique industrielle active**. Le milieu des années 2000 avait déjà vu l'amorce d'un mouvement de réhabilitation ou de renforcement de la présence de l'Etat dans la sphère économique, à travers le débat sur le « patriotisme économique » des années 2005-2006, ou encore l'élaboration d'une législation sur les offres publiques d'acquisition¹. Plus récemment, la conduite des **Etats généraux de l'industrie**, clôturés le 4 mars 2010, est venue confirmer cette tendance, avec la création de la **Conférence nationale de l'industrie** ou l'inflexion donnée à la stratégie mise en œuvre par **l'Etat actionnaire** et les entreprises à participation publique².

a) Ce qu'est le FSI : une réponse pérenne aux besoins en fonds propres des entreprises

Dans ce contexte, la création du FSI a eu pour objet d'apporter une **réponse publique à un besoin permanent des entreprises en fonds propres**. La mission du fonds, qui a trouvé sa première formalisation dans le discours prononcé par le Président de la République le 20 novembre 2008 à Montrichard, est double.

Elle vise tout d'abord à « **soutenir le développement des entreprises petites et moyennes** », soit un volet **offensif** d'encouragement à l'investissement, reposant sur l'effet de levier supposé que la présence d'un investisseur public au capital est susceptible d'exercer. Ce soutien, orienté vers les entreprises **porteuses de compétitivité et de croissance**, vise à remédier au déficit chronique en fonds propres des entreprises, et singulièrement des PME et des entreprises de taille intermédiaire (ETI). Comme l'ont fait observer plusieurs interlocuteurs de votre rapporteur spécial, ce besoin est actuellement renforcé par la crise économique, qui se traduit par une raréfaction de l'offre de capitaux que ne compense pas la reprise récente de l'investissement privé. Au demeurant, cette raréfaction pourrait, dans un

¹ Avec le décret n° 2005-1739 du 30 décembre 2005 dit « anti-OPA », définissant 11 secteurs stratégiques protégés.

² Selon le jaune « Etat actionnaire » annexé au projet de loi de finances pour 2011, « la démarche retenue conduit l'Etat à **mettre désormais au premier plan la vision industrielle du pilotage de ses participations** et à affirmer ainsi, pour les entreprises concernées, une stratégie de développement industriel et économique claire de long terme, dans le respect de ses intérêts patrimoniaux et de l'objet social de chacune de ses participations ».

avenir proche, être aggravée par le **durcissement des normes prudentielles** (*cf. infra*).

La mission du FSI consiste également à « **sécuriser le capital d'entreprises stratégiques** », dans une optique **défensive** de préservation des compétences et des emplois nationaux et dans un contexte de vulnérabilité capitalistique due à la forte diminution des valorisations boursières engendrée par la crise.

Selon le Président de la République, devaient être considérées comme **stratégiques** les entreprises dont les « *compétences, (les) technologies, (les) emplois (étaient) irremplaçables pour le territoire national* ». Votre rapporteur spécial observe donc que le caractère stratégique des entreprises éligibles aux prises de participation du fonds répond avant tout à une **définition économique**. Cette définition repose sur des critères de sensibilité du secteur pour l'économie et la souveraineté nationales, ainsi que sur la prise en compte des technologies et savoir-faire représentant un avantage comparatif déterminant de la France ou un volume significatif d'implantations et d'emplois sur le territoire.

b) Ce que n'est pas le FSI : un outil de crise ou un « fonds souverain à la française »

Comprendre le positionnement original du FSI implique également de définir ce qu'il **n'est pas**, en dépit des ambiguïtés qui ont affecté sa vocation initiale ou des slogans qui ont accompagné sa promotion.

Bien que né au plus fort de la crise, et malgré certains propos¹ tenus à l'époque, **le FSI n'est pas un outil de lutte contre cette dernière**. Si ce fonds marque sans conteste le retour de l'Etat dans la sphère économique, **sa vocation n'est nullement contracyclique et il n'est en rien assimilable à un fonds de « secours » aux entreprises fragilisées par la conjoncture**. Les deux premières années de fonctionnement du FSI auront été l'occasion de **dissiper cette ambiguïté initiale**.

Le FSI est donc un **instrument pérenne** ayant pour objet de répondre au **problème structurel** que constitue le besoin des entreprises françaises en fonds propres. Comme le résumait son premier directeur général, Gilles Michel, devant votre commission des finances² : « *le FSI n'a pas été créé pour répondre aux entreprises en difficulté, il a été créé pour répondre aux difficultés des entreprises* ».

En second lieu, et **faute pour le FSI de pouvoir gérer une ressource pérenne, ce n'est qu'abusivement qu'il est parfois qualifié de « fonds souverain à la française »**. Comme le rappelait notre collègue Philippe Marini à l'occasion de l'examen du premier projet de loi de finances

¹ Ainsi du discours de Montrichard, dans lequel le Président de la République avait qualifié le FSI d'« arme anti-crise ».

² Audition du 29 avril 2009.

rectificative pour 2009¹, « à la différence de la Norvège et de plusieurs pays émergents ou du Golfe persique, la France ne profite (...) pas d'une rente énergétique ou commerciale (réserves de change), dont la pérennisation par des placements financiers sur le long terme a motivé dans de nombreux pays, dès les années 60 mais plus particulièrement au cours de la présente décennie, la création de fonds souverains ». Le FSI se distingue également des véritables fonds souverains :

1) **par le volume limité de ses avoirs**, que l'on ne saurait comparer aux encours des principaux fonds souverains et qui suppose des **participations très ciblées** et d'un montant unitaire compatible avec ses capacités ;

2) par son **association au risque entrepreneurial et à la gouvernance** des entreprises et par la priorité donnée aux investissements dans les sociétés dont le cœur de l'activité et les centres de décision sont situés sur le **territoire national**.

2. La doctrine d'un investisseur avisé poursuivant des finalités d'intérêt général

Du positionnement singulier du FSI, volontiers présenté par ses responsables comme « *un cas unique dans le panorama des fonds publics* »², résulte **une doctrine d'investissement originale**, censée concilier deux impératifs :

1) **la poursuite d'un intérêt collectif**, qui seule justifie la constitution d'un fonds **public** et qui implique de prendre en considération la contribution des entreprises à la compétitivité de l'économie nationale, à l'emploi ou à l'innovation ;

2) **la conduite en « investisseur avisé socialement responsable »**, sans laquelle les interventions du FSI risqueraient d'être requalifiées en aides d'Etat, et qui doit associer la prise en compte des **performances financières** attendues et l'attention portée aux **dimensions sociale et environnementale** dans l'entreprise.

Cette doctrine a été déclinée dans un **système de cotation** des investissements à l'appui des analyses des équipes d'investisseurs.

a) La doctrine d'investissement et les entreprises visées

La conciliation – qu'on imagine d'emblée délicate – de l'intérêt collectif et de la démarche d'investisseur avisé est incarnée par une doctrine d'investissement reposant sur plusieurs principes. Le FSI n'investit d'abord qu'**en fonds propres ou quasi-fonds propres**, dans **l'industrie** et les **services**

¹ Rapport n° 162 (2008-2009) de M. Philippe Marini, fait au nom de la commission des finances, déposé le 14 janvier 2009.

² Réponses au questionnaire du FSI.

aux professionnels¹. Ses prises de participations visent à susciter un effet d'entraînement sous la forme de co-investissements avec d'autres acteurs publics ou privés. Le Fonds n'investit qu'en **France** et n'a pas, à ce jour, recouru à **l'endettement**².

Ses prises de participation sont toujours **minoritaires**. Elles ne visent pas à prendre le contrôle de l'entreprise mais doivent permettre au Fonds de **s'impliquer dans sa gouvernance** afin de s'assurer de la bonne mise en œuvre des intentions stratégiques qui ont motivé son investissement. Elles s'opèrent en outre dans une optique de **long terme** et prennent en compte la **responsabilité sociale et environnementale** de l'entreprise.

En application de ces règles, le FSI déploie son offre de capital selon **trois principales « thèses d'investissement » visant les entreprises en développement, en mutation ou dont l'actionnariat doit être renforcé** (cf. tableau). Votre rapporteur spécial relève que l'accompagnement des mutations par le FSI n'intéresse que les entreprises **viables** rencontrant des **difficultés temporaires**. Dans ces conditions, le FSI ne saurait être assimilé à un fonds de « retournement »³ ou à un instrument d'aide aux entreprises condamnées à terme.

Le FSI intervient selon trois principales « thèses » d'investissement

	Caractéristiques des entreprises cibles	Objectifs
Développement	Position concurrentielle favorable, projets de développement	Accélérer la croissance organique ou externe
Mutation	Acteur viable, difficulté temporaire	Accompagner la transformation de l'entreprise
Renforcement/arrimage de l'actionnariat	Position de leadership, compétences/technologies importantes	Renforcer l'actionnariat de long terme et accompagner le développement

Source : annexe 7 aux réponses au questionnaire

b) Une intervention directe ou intermédiée

Si la taille de l'entreprise ne constitue pas un critère impératif, les responsables du FSI considèrent que **leur « cœur de cible » est constitué par les entreprises de taille intermédiaire (ETI) et les « grosses PME », dont le développement en France est notoirement insuffisant**⁴. La France

¹ Le FSI n'octroie donc pas de prêts ou de subventions et son champ d'intervention exclut les services financiers, immobiliers et le commerce de détail.

² Bien que ses statuts en prévoient la possibilité en leur article 2.

³ Les réponses du FSI au questionnaire de votre rapporteur spécial indiquent clairement que « le FSI n'a pas pour mission d'investir dans des opérations de capital-retournement, qui concernent des entreprises ayant des difficultés structurelles et dont le redressement éventuel passe par des opérations lourdes de restructuration industrielle et sociale ».

⁴ On rappelle que les ETI désignent les entreprises de moins de 5 000 salariés et les PME les entreprises de moins de 250 salariés.

compterait en effet de l'ordre de 4 000 ETI, contre 8 000 au Royaume-Uni et 10 000 en Allemagne.

D'une manière générale, **plus la taille de l'entreprise sera importante, plus l'investissement direct sera privilégié**. Ainsi, selon les réponses au questionnaire de votre rapporteur spécial, l'intervention du FSI sous la forme d'investissements **directs** « *permet de porter des ambitions de politique industrielle focalisée sur des secteurs ou des filières particuliers, principalement sur les **grandes entreprises et les ETI**. L'intervention en **fonds de fonds** permet 1) de financer en fonds propres un large bassin de **PME** en s'appuyant sur un réseau national de fonds privés, 2) de structurer l'activité du capital investissement français et 3) d'exercer un effet d'entraînement/de levier auprès des investisseurs privés.* »

Plus précisément, le FSI investit directement, pour les opérations d'un **montant supérieur à 10 millions d'euros**, dans les grandes entreprises, les ETI et les grosses PME, notamment cotées. Dans ce cas, ses équipes instruisent directement les dossiers d'investissement et de cession et assurent le suivi des participations. Pour les opérations d'un montant **inférieur à 10 millions d'euros** (PME), le FSI investit dans des fonds et des fonds de fonds gérés par des sociétés de gestion publiques¹ ou privées « *sélectionnées pour leur professionnalisme, leurs compétences et leur connaissance des milieux locaux nécessaires à l'entretien d'une relation de proximité avec les patrons de PME* »². Selon les responsables du FSI, l'investissement intermédiaire permet enfin de privilégier **l'action sectorielle**, en associant les grands donneurs d'ordres ou les équipes d'investisseurs tierces qui connaissent mieux un secteur.

c) Le système de cotation des investissements

Un **système de cotation des investissements** a été élaboré par le FSI et consiste à associer, pour chaque projet, aux notions d'investisseur avisé et d'intérêt collectif des critères et sous-critères auxquels sont attribués des notes³. La **notation globale** du projet qui en résulte constitue un des éléments pris en compte dans les analyses des équipes d'investisseurs.

La note « Investisseur avisé » est ainsi déclinée en quatre critères que sont la **stratégie** de l'entreprise (et notamment sa position concurrentielle et la croissance du secteur), la **performance financière** attendue⁴, l'évaluation des « **personnes clés** » (compétences...) et le **critère « ESG »**, soit la prise en compte par l'entreprise des dimensions environnementale, sociale et de gouvernance.

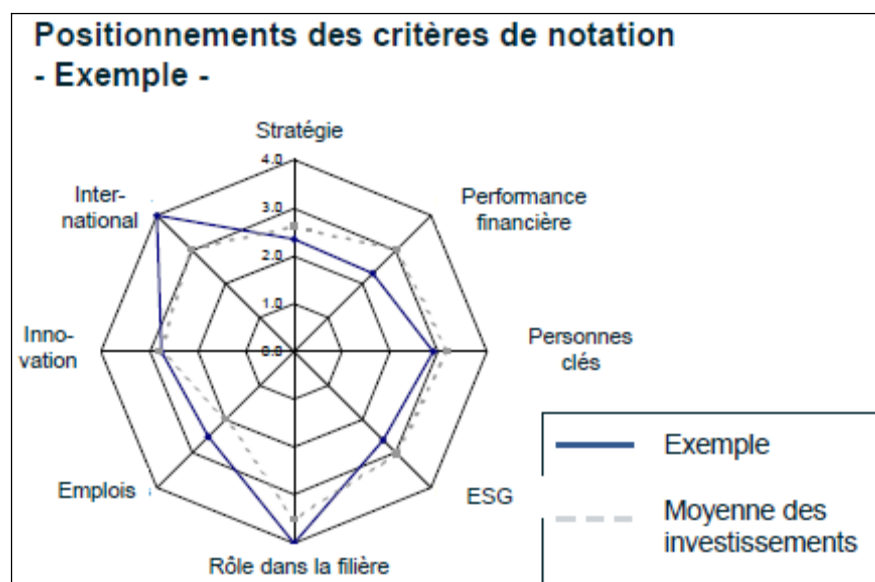
¹ Et notamment par CDC Entreprises (cf. infra).

² Réponses au questionnaire du FSI.

³ Ces notes vont de 1 à 4. Elles peuvent être égales à 0 et donc éliminatoires pour les sous-critères « investisseur avisé ».

⁴ Le taux de rentabilité interne (TRI), qui est l'indicateur que privilégie un investisseur en capital pour apprécier la rentabilité globale d'un investissement, est propre à chaque investissement et est mentionné dans chaque dossier présenté au comité d'investissement.

La note « Intérêt collectif » renvoie aux critères de rôle de l'entreprise dans sa **filière** (chiffre d'affaires induit, criticité vis-à-vis des clients...), d'impact de son activité en termes **d'emploi et de territoire, d'innovation et d'exposition internationale**. L'évaluation finale s'obtient par agrégation des notes attribuées à chaque indicateur et sous-indicateur (*cf.* diagramme).



Source : annexe 14 aux réponses au questionnaire

B. LES MODALITÉS DE MISE EN PLACE DU FONDS

Le montant et les modalités de constitution du portefeuille du FSI ont été annoncés dès le discours de Montrichard du 20 novembre 2008. Le Président de la République a ainsi fait état d'un objectif d'encours de **20 milliards d'euros** à court terme, dont un peu plus des deux tiers, soit **14 milliards d'euros, apportés sous forme de participations** de l'Etat (gérées par l'Agence des participations de l'Etat – APE) et de la CDC, et le solde par apport en numéraire.

1. La création du Fonds et le pacte conclu entre ses actionnaires

Le FSI a été conçu comme devant acquérir dès sa création une certaine « **masse critique** », majoritairement par transfert de participations, les **flux** de nouveaux investissements, conformes à sa véritable vocation, étant assurés par une dotation en numéraire progressivement libérée et par la rotation du portefeuille d'actifs cessibles (*cf. infra*).

Un **protocole d'investissement** a tout d'abord été conclu entre l'Etat et la CDC dès le 19 décembre 2008. Le FSI a été constitué début 2009 sous

forme de **société anonyme** dotée d'un capital social initial de 150 000 euros, détenu conjointement par la CDC et l'Etat, à hauteur de, respectivement, **51 % et 49 %**. Le protocole d'accord a fait l'objet d'un **avenant** le 22 janvier 2009 aux fins de prévoir la structure et la composition des organes d'administration et de direction de la société, et de fixer les lignes directrices relatives à l'organisation des apports respectifs, en espèces et en nature. Le règlement intérieur du conseil d'administration du FSI a été adopté le même jour. Une **première augmentation du capital social**, à hauteur de 1 000,15 millions d'euros, a été décidée par le conseil d'administration (sur délégation des deux actionnaires) le 17 février 2009.

L'Etat et la CDC ont ensuite conclu un **pacte d'actionnaires** le 26 février 2009, qui mentionne les trois objectifs du Fonds, consistant « *notamment* » à prendre des participations au sein du capital « *de grandes sociétés afin d'en stabiliser l'actionnariat, de sociétés en développement exerçant des activités clés ou intervenant dans des secteurs stratégiques et de petite et moyenne entreprises de croissance* ». Ce pacte fixe les principales orientations afférentes :

- à la **gouvernance** : composition, fonctionnement et règlement intérieur du conseil d'administration, pouvoirs du directeur général, composition et fonction du comité d'orientation stratégique. Une annexe précise la nature des décisions devant être prises par le conseil d'administration ;

- à la **répartition du capital** : clause de non-dilution de la CDC¹, modalités de transfert des titres et politique de dividendes du Fonds. Celle-ci se veut équilibrée entre les besoins de financement de l'Etat, de la CDC et du programme d'investissement du Fonds ;

- aux **opérations du Fonds** : politique d'investissement, gestion des participations, siège opérationnel, respect des procédures internes à la CDC et information des actionnaires sur toute opération d'investissement ou de désinvestissement pour un montant supérieur à 10 millions d'euros ;

- à des aspects « divers » : entrée en vigueur et modification du pacte, durée et modalités de cessation anticipée du pacte, continuité en cas de restructuration du FSI, clause de confidentialité, modalités de notification entre les parties, droit applicable.

¹ Qui conserve donc au minimum 51 % du capital et des droits de vote du FSI.

Le pacte prévoit également **que l'Etat doit détenir au minimum 40 % du capital ou des droits de vote du FSI, soit le seuil de présomption de l'exercice du contrôle, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce**. Ce type de disposition est cependant classique dans les pactes d'actionnaires et implique que les stipulations du pacte ne valent qu'aussi longtemps que chaque partie détient au moins une certaine fraction du capital de l'entreprise. **Elle ne traduit en rien l'intention qu'aurait un actionnaire de ramener sa participation audit seuil** et s'agissant du FSI, on ne peut absolument pas en déduire qu'il a été envisagé l'entrée d'un actionnaire tiers à hauteur de 11 %.

2. Les apports de titres en vue de la constitution du portefeuille

a) La sélection des participations

Le choix par la CDC et l'Etat des participations susceptibles d'être apportées au Fonds a donné lieu à d'âpres et longues discussions et a été **réalisé en considération des objectifs suivants** :

- doter le FSI de participations cohérentes avec son objet social, sa doctrine d'investissement, ses secteurs d'intervention, et contribuant autant que possible à la **diversification** de son portefeuille ;

- retenir des actifs ayant vocation à être **cédés sur le moyen terme** pour fournir au Fonds les moyens financiers nécessaires à de nouveaux investissements. Ces actifs cessibles constituent le « **portefeuille financier** » ;

- privilégier les participations **cotées**, dont la liquidité est *a priori* plus importante et qui présentent l'avantage de faciliter le travail de valorisation préalable des apports.

Les transferts de participations ont été *in fine* plus complexes et beaucoup plus nombreux pour la CDC, puisque le FSI n'a bénéficié de participations en provenance de l'Etat que dans **trois sociétés** : Aéroports de Paris, France Télécom (l'une et l'autre cotées) et STX France Cruise¹. Les transferts de participations dans Aéroports de Paris et France Télécom ne furent que partiels, **ces deux sociétés demeurant conjointement détenues par l'Etat et le FSI** à hauteur de, respectivement et au 25 novembre 2009, 8 % et 52,13 % du capital et des droits de vote pour Aéroports de Paris, 13,50 % et 13,23 %² s'agissant de France Télécom.

La CDC a quant à elle apporté des participations :

- dans **vingt sociétés cotées**³, dont sept relevant de l'indice CAC 40 (dans sa composition actuelle) ;

- et dans **onze structures non cotées**, essentiellement des parts de fonds de capital-investissement (fonds communs de placement à risque – FCPR). Il s'agit de fonds privés⁴ et de fonds auparavant gérées par la Caisse (les FCPR CDC Capital III et CDC Développement Transmission II) ou constituant la reprise de ses **engagements dans le programme France**

¹ STX France Cruise est la filiale française de la société de construction navale sud-coréenne STX Shipbuilding. Elle est actionnaire majoritaire des Chantiers de l'Atlantique à Saint-Nazaire et du chantier naval Leroux à Lorient. La participation de l'Etat dans cette société était constituée d'actions et d'obligations remboursables en actions de catégories A et B.

² Auxquels s'ajoutent 0,24 % détenus par l'établissement public industriel et commercial ERAP (Entreprise de recherches et d'activités pétrolières) pour le compte de l'Etat.

³ Soit : Accor, L'Air Liquide, Alcatel-Lucent, Altran Technologies, Assystem, Danone, Eiffage, Eutelsat Communications, Imerys, Lagardère SCA, Nexity, Schneider Electric SA, Séché Environnement, Sodexo, Technip, Ubisoft Entertainment, Valeo, Vallourec, Vivendi et Zodiac Aerospace.

⁴ Notamment les FCPR Axa Co-Investment Fund II, PAI Europe IV-C et Weinberg Capital Partners I.

Investissement. Ce programme, mis en place en novembre 2006 et devenu en 2009 FSI France Investissement, est un **partenariat public-privé** avec des investisseurs institutionnels. Il est aujourd'hui financé par FSI PME Portefeuille (ex-CDC Entreprises Portefeuille) et géré par CDC Entreprises, filiale de la Caisse.

Il convient cependant de relever que les actifs apportés par la CDC comprennent des parts dans **plusieurs entités** – en particulier, à hauteur de 583 millions d'euros, des actions et certificats de préférence d'une société en commandite par actions de droit luxembourgeois (Tyrol Acquisition 1 & Cie SCA) – **liés à deux opérations successives** (en 2002 et 2006) **de rachat en LBO¹ de la société TDF**, auxquelles a participé un fonds (le FCPR CDC Entreprises II) géré par l'ancienne filiale CDC Entreprises Capital Investissement.

Cet investissement a fait l'objet d'un **contentieux** initié en juillet 2005 par trois anciens membres de l'équipe de gestion du FCPR licenciés en octobre 2004, au titre du non-versement, pour un montant substantiel, d'une partie de l'intéressement à la performance (« *carried interest* »). Lors de la constitution du FSI, le contentieux était encore pendant puisqu'un pourvoi en cassation avait été formé le 2 avril 2009 après que la cour d'appel de Paris eût débouté les intéressés de l'intégralité de leurs demandes. **La chambre sociale de la Cour de cassation a cependant définitivement rejeté ces pourvois** par un arrêt rendu le 15 décembre 2010.

Au total, la valeur des titres à la date de conclusion du traité d'apport en nature, soit le 5 juillet 2009, était de **6,86 milliards d'euros pour l'Etat** (49 % des apports) et de **7,14 milliards d'euros pour la CDC** (51 %). **La participation dans France Télécom est de loin la plus importante** puisqu'avec 6,37 milliards d'euros, elle représentait 45,5 % de la valeur des apports, devant Eutelsat Communications avec 1,073 milliard d'euros.

¹ « Leveraged buy-out », soit une acquisition avec effet de levier.

**Valeur (en euros) des participations
apportées par la CDC et l'Etat au FSI en 2009**

(en euros)

			Valeur d'apport au 5 juillet 2009	Valeur de marché ou évaluative au 31 décembre 2010
Apports de la CDC	Titres cotés	20 participations	4 237 956 407,3	6 127 110 945,8
	Titres non cotés	11 participations	2 902 043 592,7	2 841 695 219,3
Apports de l'Etat	Titres cotés	Aéroports de Paris, France Télécom	6 749 975 035,0	6 043 268 224,3
	Titres non cotés (actions et ORA)	STX France Cruise SA	110 024 965,0	55 000 000,0
Total			14 000 000 000,0	15 067 074 389,4

N.B : les valorisations en 2009 et 2010 ne sauraient être directement confrontées compte tenu des éventuelles variations de périmètre (cessions intervenues).

Sources : traité d'apport en nature du 5 juillet 2009, réponses du FSI au questionnaire

b) La procédure relative aux apports

Le processus de décision et les modalités des apports ont été relativement classiques, selon les étapes suivantes :

- une négociation entre l'Etat et la CDC – qui n'a pas été aisée – sur la liste des participations à apporter ainsi que sur leur valorisation a eu lieu au cours du premier semestre de 2009 ;

- **3 milliards d'euros** de crédits ont été ouverts par l'article 5 de la loi de finances rectificative pour 2009 n° 2009-122 du 4 février 2009 sur le compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'Etat » **au titre de l'apport en numéraire de l'Etat** ;

- le processus global des apports de la CDC a fait l'objet **d'avis favorables** du comité des engagements de la CDC le 25 mars 2009 ainsi que du comité des investissements de la commission de surveillance lors des séances du 4 avril, du 7 mai et du 26 juin 2009 ;

- la liste des participations apportées par l'Etat a été rendue publique à l'issue du conseil des ministres du 15 avril 2009 ;

- **trois commissaires aux apports** ont été nommés par ordonnance du président du tribunal de grande instance de Paris le 6 mai 2009 ;

- lors du conseil d'administration du FSI du 5 juillet 2009, les trois parties ont précisé les modalités de la nouvelle augmentation de capital du Fonds sous la forme d'apports de titres de participation pour une valeur réelle de 14 milliards d'euros. Le **traité d'apport en nature de titres** a été signé le même jour ;

- la valeur des apports a fait l'objet d'un rapport des commissaires aux apports, déposé au greffe du tribunal de commerce de Paris le 6 juillet 2009 ;

- ces apports sont devenus effectifs lors de l'assemblée générale des actionnaires du FSI le 15 juillet 2009 ;

- en **rémunération de ces apports**, le FSI a procédé à une **augmentation de capital** d'un montant de 13,5 milliards d'euros, pour le porter à 14 500 150 000 euros, par la création de 1,35 milliard d'actions nouvelles, intégralement libérées dès leur émission et émises avec une prime d'émission globale de 438 901 198,15 euros ;

- les **statuts** du Fonds ont enfin été mis à jour le 17 novembre 2009.

c) Les pactes d'actionnaires conclus entre l'Etat et le FSI

Le 25 novembre 2009, **deux pactes d'actionnaires constitutifs d'une action de concert** ont été conclus entre l'Etat et le FSI au titre des participations conjointement détenues dans Aéroports de Paris et France Télécom. Ces pactes, transmis à l'Autorité des marchés financiers le 8 décembre 2009 et publiés sur son site le 11 décembre 2009¹, prévoient **deux cas de concertation** entre les deux parties :

1) l'Etat et le FSI s'engagent à échanger leurs points de vue respectifs et à rechercher si possible une **position commune sur les résolutions** en assemblée générale des actionnaires, sans toutefois être tenus d'y parvenir, ce qu'on peut regretter ;

2) en cas de projets d'opérations sur titres et de franchissement de seuil, le dispositif comprend une **obligation générale d'information préalable** entre les parties pour toute opération portant sur les actions ou droits de vote de la société, et une **obligation de concertation préalable en cas de projet de cession** par les parties susceptibles d'intervenir à des échéances rapprochées².

Ces pactes ne comportent donc pas de clause d'agrément, de préemption, d'exclusion ou de sortie conjointe, mais organisent la politique commune (constitutive de l'action de concert) de l'Etat et du FSI à l'égard des deux sociétés.

d) L'impact comptable des apports pour l'Etat et la CDC

Pour l'Etat, le FSI constitue une participation financière non contrôlée et est donc valorisé **au coût d'acquisition**. Les titres de participation apportés représentant une **valeur nette comptable dans le bilan de l'Etat de 5 351 892 078,99 euros** au 31 décembre 2008, l'écart avec la valeur d'apport

¹ Les pactes conclus entre des actionnaires d'une société admise aux négociations sur un marché réglementé doivent être publiés.

² Des modalités supplémentaires de coordination des modalités de cession (dans la mesure du possible) sont prévues dans le pacte afférent à France Télécom. Ce pacte prévoit également une obligation de concertation préalable en cas de réalisation par l'une des parties d'une opération qui conduirait le concert à devoir publier une déclaration d'intention, et une obligation d'accord préalable de l'autre partie si l'opération conduisait le concert à dépasser un seuil susceptible de déclencher le dépôt d'un projet d'offre publique obligatoire.

de 6,86 milliards d'euros, soit environ 1,51 milliard d'euros, a constitué une **plus-value** inscrite en produits de fonctionnement au compte de résultat, selon les règles propres à la comptabilité générale de l'Etat.

En tant qu'actionnaire majoritaire du Fonds, la CDC consolide sa participation dans le FSI par **intégration globale**. Les apports ont donné lieu à la constatation d'une **plus-value** de 282 millions d'euros dans les comptes sociaux (*ie.* aux normes françaises) de la section générale de la Caisse, et d'une plus-value de cession pour un montant brut de 567 millions d'euros selon les normes comptables internationales IFRS. Au niveau du groupe, l'apport au FSI a été analysé comme une **opération intra-groupe** ; les résultats d'apport ont donc été annulés et les titres apportés maintenus à leur valeur historique.

3. Une gouvernance sophistiquée mais globalement efficace

Le FSI a été constitué sous forme de **société anonyme**¹ dont l'objet social a été déterminé comme suit par l'article 2 de ses statuts : « *La société a pour objet social :*

« - **l'acquisition**, seule ou aux côtés d'autres investisseurs publics ou privés, ou la **cession**, de participations ou d'intérêts dans toute entité ou toute société dont les titres sont admis ou non aux négociations sur un marché réglementé ;

« le tout **directement ou indirectement**, par voie notamment de souscription, d'achat comptant ou à terme, d'instruments financiers à terme ou non, d'échange, d'apport, de fusion, de scission, d'offre publique, de création de sociétés nouvelles ou de participation à des sociétés communes ou encore par la souscription ou l'acquisition de titres ou droits de tous organismes de placement collectif ou véhicules d'investissement ;

« - la **gestion** des participations et intérêts susvisés ;

« - le **financement par tous moyens**, notamment par émission de dette, des opérations mentionnées ci-dessus ;

« - la **fourniture de prestations de services** aux sociétés dont elle détient des titres ou droits, dans tous les domaines, et notamment en matière administrative, juridique, financière, comptable, technique ou informatique ;

« - et plus généralement, toutes opérations mobilières, immobilières, financières, industrielles ou commerciales, se rattachant, directement ou indirectement, à l'un des objets ci-dessus ou à tout objet similaire ou connexe. »

¹ La création d'une telle société anonyme ne ressortissant pas au domaine de la loi, elle n'a donc pas fait l'objet d'une approbation parlementaire explicite. Le Parlement s'est néanmoins prononcé indirectement en approuvant, dans le cadre de la loi de finances rectificative pour 2009 (n° 2009-122 du 4 février 2009), l'ouverture de crédits budgétaires destinés à abonder le fonds.

Reposant sur un **conseil d'administration, trois comités permanents et un comité d'orientation stratégique (COS)**, la gouvernance du FSI a pu susciter un certain scepticisme lors de la création du Fonds, inspiré par la crainte d'un fonctionnement trop complexe ou « bureaucratique ». Au terme de deux années de fonctionnement, **ce modèle constitue une sorte de « polysynodie » où chaque instance semble avoir trouvé sa place.**

a) Le conseil d'administration et ses comités permanents

Aux termes de ses statuts et de son règlement intérieur, le FSI voit son pilotage opérationnel confié à un **directeur général** mandataire social, entouré de son **comité exécutif**. Cette fonction est actuellement occupée par Jean-Yves Gilet, qui a pris la succession de Gilles Michel le 1^{er} septembre 2010.

L'organe de décision du fonds est son **conseil d'administration**, composé de **quatre représentants de ses actionnaires** et de **trois personnalités qualifiées indépendantes** issues du monde des affaires, nommées en raison de leur expérience en matière de gestion stratégique et financière des entreprises, dont deux désignées sur proposition de la Caisse des dépôts et consignations et une sur proposition de l'Etat (*cf.* tableau). Votre rapporteur spécial observe que le choix a été fait d'une composition restreinte, ce qui ne peut que contribuer à **l'efficacité du pilotage** du fonds.

Le conseil nomme et révoque le directeur général et dispose des attributions traditionnelles afférentes à la conduite de la société (approbation du budget, examen des orientations stratégiques et de la politique en matière de ressources humaines et de rémunérations, délibération sur toutes les opérations susceptibles d'affecter la situation opérationnelle ou financière de la société, *etc.*).

La composition actuelle du conseil d'administration du FSI

Représentants des actionnaires	Personnalités qualifiées
<u>Caisse des dépôts et consignations</u> - M. Augustin de Romanet, directeur général de la CDC, président du conseil d'administration du FSI - M. Antoine Gosset-Grainville, directeur général adjoint de la CDC	- Mme Patricia Barbizet, directrice générale d'Artémis et présidente du conseil de surveillance du groupe Pinault-Printemps-Redoute
<u>Etat</u> - M. Jean-Dominique Comolli, commissaire aux participations de l'Etat - M. Luc Rousseau, directeur général de la compétitivité, de l'industrie et des services	- M. Xavier Fontanet, président du conseil d'administration du groupe Essilor ²⁵ - M. Denis Kessler, président-directeur général du groupe Scor

Source : réponses du FSI au questionnaire

Trois **comités spécialisés** ou « **permanents** » ont en outre été créés au sein du conseil d'administration pour préparer ses décisions :

1) le **comité d'investissement**²⁶, présidé par Patricia Barbizet, a pour mission d'analyser les projets d'investissement ou de désinvestissement qu'il est envisagé de mettre en œuvre ;

2) le **comité d'audit et des risques**²⁷, présidé par Denis Kessler, définit la communication financière et examine le budget du fonds, son plan à moyen terme, ses comptes et les normes comptables appliquées. Il évalue la politique de gestion des risques et la qualité du contrôle interne mis en œuvre ;

3) le **comité des rémunérations et des nominations**²⁸, également présidé par Denis Kessler, valide le recrutement des cadres exécutifs du fonds, définit les principes de rémunération ainsi que la représentation du FSI dans les conseils d'administration de ses participations.

S'agissant plus particulièrement des décisions d'investissement et de désinvestissement, une **répartition des rôles** a été définie entre le directeur général, le comité d'investissement et le conseil d'administration. Alors que les opérations d'un montant **inférieur à 25 millions d'euros** relèvent du directeur général par délégation du conseil d'administration, les opérations comprises **entre 25 et 100 millions d'euros** sont décidées avec l'aval du comité d'investissement. En cas de désaccord avec le directeur général, l'arbitrage revient au conseil d'administration. Ce dernier autorise enfin les opérations d'un montant **supérieur à 100 millions d'euros**.

²⁵ M. Fontanet ayant exprimé le souhait de se retirer, son remplacement par Denis Ranque, président du conseil d'administration de Technicolor, sera proposé lors de l'assemblée générale des actionnaires du 29 juin 2011.

²⁶ Article 6 du règlement intérieur.

²⁷ Article 7 du règlement intérieur.

²⁸ Article 8 du règlement intérieur.

b) *Le comité d'orientation stratégique : une création originale qui a fait ses preuves*

Aux organes « traditionnels » de gouvernance du fonds est adjoind un **comité d'orientation stratégique** (COS) présidé par Jean-François Dehecq. Selon l'article 1^{er} du règlement intérieur, ce « comité ad hoc²⁹ (...) a pour objet de formuler son **avis sur les principes d'investissement et les grandes orientations stratégiques de la société, d'être le gardien de la cohérence et des équilibres de l'action de la société et de donner son opinion sur l'avenir d'une filière et sur son caractère stratégique** ».

La création de cette instance – originale au point d'être qualifiée de « mouton à cinq pattes » par son président – a répondu à une volonté, clairement exprimée dans le discours de Montrichard, **d'associer les partenaires sociaux³⁰** à la définition de la doctrine d'investissement du FSI. Votre rapporteur spécial souscrit pleinement à cette association et a pu personnellement constater que certains représentants syndicaux **manifestaient un très grand intérêt pour les travaux du comité et pour les questions de politique industrielle qui y étaient soulevées.**

La composition du COS est déterminée par le pacte d'actionnaires signé entre l'Etat et la CDC, qui dispose que le comité « *est composé de huit à vingt membres nommés par une décision de l'Etat représenté par le ministre en charge de l'économie, sur proposition conjointe de l'Etat et de la CDC. Il comprend notamment des membres représentant les **organisations syndicales de salariés interprofessionnelles représentatives au plan national, des membres représentant les **organisations professionnelles d'employeurs et de travailleurs indépendants** représentatives au plan national ainsi que des **personnalités choisies en raison de leur compétence** dans le domaine des investissements dans les activités industrielles et de services*** ».

Vraisemblablement soucieux de trouver sa place au sein de la gouvernance du FSI, le COS a très tôt manifesté sa volonté de « **saturer** » le **champ de ses prérogatives**. Cette volonté s'est notamment matérialisée par la tenue de plus de vingt réunions entre janvier 2009 et janvier 2011, la constitution de sous-groupes thématiques en son sein et la publication de deux

²⁹ C'est-à-dire ne tombant pas dans le champ d'application de l'article R. 225-29 du code de commerce, relatif à la direction et à l'administration des sociétés anonymes.

³⁰ Le Président de la République avait en effet déclaré : « Dans ce comité d'orientation, je souhaite qu'il y ait des représentants des syndicats. Je le dis c'est une grande novation. Les syndicalistes ne sont pas là simplement pour défendre des acquis sociaux, je veux aussi les responsabiliser. Ils ont parfaitement le droit et parfaitement la compétence pour donner leur avis sur des principes d'investissement. Il faut sortir de cette maladie française qui consiste à mettre chacun dans une boîte en disant : "toi, tu es pour le social, toi, tu es pour l'économie". Et on n'en parle plus ! Non. Je souhaite que les partenaires sociaux soient dans le comité d'orientation et qu'ils donnent également, après tout, ils parlent au nom des salariés, et peuvent parfaitement donner leur opinion sur l'avenir d'une filière, sur l'opportunité d'un choix stratégique. C'est une grande novation. Les partenaires sociaux ce ne sont pas des adversaires, ce sont des partenaires. Eux-mêmes choisiront de venir ou pas. Mais vraiment, je pense que l'on a tout intérêt à associer tout le monde. »

rapports au ministre chargé de l'économie³¹ analysant sans complaisance l'action du FSI, sa doctrine d'investissement, son organisation interne ou le fonctionnement de ses instances de gouvernance.

Sur ce dernier point, votre rapporteur spécial observe que le COS regrettait, dans son second rapport, que « *les institutions du FSI (n'aient) pas encore trouvé leur plein équilibre* ». Ce « regret » intéressait plus particulièrement les relations entre le comité et le **conseil d'administration** du fonds, avec lequel une « *meilleure articulation* » était souhaitée : « *le COS doit être mieux informé du travail du conseil pour remplir sa mission et travailler à la construction collective d'une doctrine d'investissement du FSI. Le COS ne peut que renouveler sa demande pressante d'échanges réguliers avec le conseil en vue d'un travail collectif correspondant aux statuts de l'institution. Ceci doit aussi permettre aux membres du COS de percevoir la logique des investissements plus en amont, afin de mieux pouvoir défendre les divers milieux qu'il représente* ». Ces constats ont conduit le COS à formuler une recommandation relative à la mise en place de « *réunions régulières plénières et, en tant que de besoin, thématiques* ».

Interrogé sur ce point, le directeur général du FSI a indiqué participer à l'ensemble des réunions du COS, sauf dans les cas de huis clos, et précisé que son équipe s'efforçait de « *faciliter les travaux du COS à différents niveaux* :

« - *en participant, à la demande, aux réunions du COS, pour apporter les éclaircissements qui peuvent être demandés sur les actions mises en œuvre ;*

« - *en montant des groupes de travail ad hoc, avec des sous-groupes du COS sur des points aussi différents que les études filières ou la démarche d'investissement socialement responsable ;*

« - *en fournissant des données quantitatives et qualitatives sur l'activité du Fonds* ».

Ces éléments ont été confirmés par Jean-Dominique Comolli, commissaire aux participations de l'Etat. Ce dernier a, au demeurant, salué la qualité des rapports remis par le COS, qui « *permet de rendre compte de manière collégiale d'une analyse complexe faisant intervenir un grand nombre d'intervenants (20 membres représentant les différentes parties prenantes de la société civile et du tissu des entreprises)* »³².

Au total, et nonobstant les frictions imputables à la période de « rodage » des instances de gouvernance du FSI, votre rapporteur spécial **estime que la configuration initialement retenue a fait ses preuves**. Le COS a, en particulier, fait la démonstration de son utilité et de son implication. S'il ne lui appartient pas d'interférer ou de connaître dans le détail des opérations d'investissements en cours de négociation, **son information doit néanmoins**

³¹ Respectivement datés du 16 juillet 2009 et du 16 avril 2010.

³² Réponses de l'APE au questionnaire.

être la plus complète possible a posteriori, sur les projets retenus comme sur les opérations écartées.

c) Les moyens de fonctionnement du FSI : une structure légère au coût raisonnable

Le fonctionnement du fonds reposait, au 31 décembre 2010, sur un effectif de **57 personnes**³³, dont 40 composant la direction et les équipes concourant directement aux investissements. Les personnels de ces équipes ont été recrutés au sein de l'Agence des participations de l'Etat³⁴, de la Caisse des dépôts et consignations et de ses filiales³⁵, de fonds d'investissement, de banques d'affaires, de cabinets d'avocats et d'audit, de conseils en stratégie, ainsi que de directions stratégiques et des achats des entreprises.

Le **comité exécutif** (Comex) du fonds anime une équipe d'investisseurs sous la responsabilité de 13 directeurs d'investissements et 13 chargés d'affaires. La **présence du FSI en région** est assurée par les 25 directeurs régionaux de la CDC, qui sont également « délégués régionaux du FSI » et s'adjoignent le concours de « chargés de mission entreprises » (*cf. infra*).

Les charges d'exploitation³⁶ du FSI ont atteint 19,5 millions d'euros en 2009 et s'élevaient à 19,7 millions d'euros au 30 septembre 2010. Les charges de **personnel** représentaient, à la même date, 57,5 % des charges nettes. Votre rapporteur spécial rappelle, à cet égard, que le FSI **n'applique pas de rémunération à la performance de type « carried interest »**, dans le cadre de laquelle la rétribution des dirigeants est partiellement indexée sur la plus-value réalisée par le fonds et conditionnée par le taux de rentabilité interne (TRI) des investisseurs.

Les réponses au questionnaire font enfin valoir que les **coûts de fonctionnement et honoraires externes** représentent un coût de gestion de l'ordre de 0,3 % du montant des actifs stratégiques sous gestion, « **soit un coût significativement inférieur à ceux de fonds privés** »³⁷.

³³ Incluant les personnels recrutés sous contrat à durée indéterminée, le mandataire social et les mises à disposition.

³⁴ 3 personnes.

³⁵ 9 personnes.

³⁶ Nettes des prestations rendues par le FSI au FMEA.

³⁷ Hors application des systèmes de carried interest qui n'existent pas au FSI et en intégrant dans la base des charges les honoraires externes, alors que les fonds privés les refacturent en large partie à leurs souscripteurs ou aux sociétés dans lesquelles ils investissent.

C. UNE ORGANISATION COMPLEXE POUR DES INVESTISSEMENTS DIVERSIFIÉS

1. Les modes d'intervention en direct et en partenariat

a) L'organisation très complexe des financements indirects

Depuis sa création et conformément à son objet, le FSI est intervenu **en direct ou indirectement** auprès des entreprises, en **capital ou quasi-capital** (obligations convertibles ou remboursables en actions), et de manière générale **en association avec d'autres investisseurs**.

Le financement indirect *via* des fonds (généralement des FCPR) est distinct de la gestion des investissements, assurée par les sociétés de gestion de la CDC ou des sociétés privées, et emprunte plusieurs canaux selon une **architecture fort complexe, dont la compréhension est particulièrement malaisée**³⁸.

Ce financement indirect transite en premier lieu par le **programme « généraliste » FSI France Investissement, hérité de CDC Entreprises**. Il a succédé au dispositif France Investissement créé en novembre 2006 et a été renommé lors de la reprise par le FSI des engagements de la CDC au titre de la convention conclue avec l'Etat le 7 novembre 2006. Fondé sur un partenariat entre le FSI et des investisseurs institutionnels privés, il vise à répondre à l'insuffisance de fonds propres des PME et à favoriser le développement d'une industrie française du capital-investissement. Il prévoit des moyens financiers importants, de l'ordre de 400 millions d'euros par an, et un dispositif d'accompagnement des entrepreneurs (formation, site Internet dédié, lettre d'information, *etc.*).

Cette initiative est gérée par CDC Entreprises et financée par **FSI PME Portefeuille**, filiale du FSI apportée par la CDC (ex-CDC Entreprises Portefeuille) en juillet 2009 et dédiée aux participations du FSI sur le segment des PME non cotées, d'un montant inférieur à 10 millions d'euros. D'après les actionnaires du FSI, l'avantage principal de cette structure intermédiaire réside dans la **souplesse de gestion qu'elle offre à CDC Entreprises** pour gérer l'ensemble des engagements et flux financiers du programme FSI France Investissement, notamment en matière de gestion de la trésorerie. Elle permet d'éviter de solliciter directement le FSI à chaque appel de fonds des FCPR sous-jacents. Il n'est ainsi généralement procédé qu'à une injection nouvelle de liquidités par an, sous la forme d'une augmentation de capital de FSI PME Portefeuille souscrite par le FSI.

Au total, FSI France Investissement **alimente 191 fonds dont 70 fonds régionaux**, sélectionnés par CDC Entreprises et qui sont également financés par des fonds privés. Début mars 2011, le FSI et ces fonds dits

³⁸ Y compris pour les actionnaires du Fonds, d'après les propos recueillis par votre rapporteur spécial.

« partenaires » avaient investi environ un milliard d'euros dans 670 entreprises. Une **évaluation de l'ensemble du dispositif** est actuellement conduite par Jean-Hervé Lorenzi, membre du Conseil d'analyse économique.

Le programme FSI France Investissement couvre également le **Fonds de co-investissement direct**³⁹ (FCID), dont les parts sont détenues par FSI PME Portefeuille. Il comprend deux FCPR intégralement souscrits par le FSI mais qui interviennent aux côtés d'autres fonds gérés par CDC Entreprises ou des tiers.

En second lieu, le FSI a créé des **fonds spécialisés** auxquels contribuent également des acteurs privés, industriels ou financiers. Ces fonds ont une dimension de **consolidation financière** des entreprises – OC+ et le Fonds de consolidation et de développement des entreprises (FCDE) – ou plus **sectorielle** : Fonds de modernisation des équipementiers automobiles (FMEA, créé en février 2009 dans le cadre du « pacte automobile », et FMEA de rang 2 créé en mars 2010), **Fonds Bois** (créé le 25 septembre 2009), **Innobio** (créé le 26 octobre 2009).

Les fonds OC+, Innobio, Fonds Bois et FCDE ont été intégrés dans le périmètre du programme FSI France Investissement lors du lancement du plan FSI PME en octobre 2009 (*cf. infra*), les FMEA de rang 1 et 2 demeurant distincts.

Le dispositif OC+

Créé en janvier 2010 et géré par CDC Entreprises (pour les opérations comprises entre 2 à 5 millions d'euros, soit OC+ « A ») et Avenir Entreprises (pour celles comprises entre 500 000 et 2 millions d'euros, soit OC+ « B »), filiale conjointe de CDC Entreprises et d'Oséo, pour le compte du FSI, le FCPR OC+ est un outil original de financement des PME disposant d'un réel potentiel de développement.

Les entreprises cibles doivent avoir au moins deux exercices clos et approuvés, réaliser au minimum un chiffre d'affaires de 3 millions d'euros, disposer d'un résultat bénéficiaire sur au moins un des trois derniers exercices et être capables de poursuivre une activité pérenne dans le cadre d'un projet de développement.

OC+ a été initialement doté de **300 millions d'euros** pour répondre rapidement aux besoins en financement des PME, dont 220 millions gérés par CDC Entreprises et 80 millions par Avenir Entreprises, sa filiale. En mai 2011, il a été décidé d'allouer **60 millions d'euros supplémentaires** au fonds OC+ B géré par Avenir Entreprises pour lui permettre de poursuivre son activité, près de 70 millions d'euros ayant déjà été investis.

³⁹ *Ce fonds a pour objet principal d'intervenir de façon minoritaire dans des opérations de capital-développement afin de financer, en fonds propres ou quasi fonds propres, des projets de croissance interne ou externe, de réaménagement d'actionnariat, de transmission de PME françaises rentables, afin de faire émerger des entreprises de plus grande taille, compétitives sur les marchés européens et internationaux, et de faciliter la transmission d'entreprises. Il intervient également sur des opérations de capital-risque dans des PME technologiques ayant déjà été financées par des fonds, et proches de l'équilibre.*

OC+ est constitué **d'obligations convertibles assorties de bons de souscription d'actions** (« BSA A ») et d'une durée de vie de 5 à 7 ans. Il permet ainsi d'apporter à une entreprise (typiquement une entreprise familiale) des fonds considérés sur le plan comptable comme des quasi fonds propres, en **préservant la structure de son capital** (selon qu'elle ne le souhaite ou ne le peut pas), mais en disposant d'une option d'accès au capital à terme si la société en exprime le besoin.

Les obligations convertibles bénéficient d'une rémunération en deux parties : le paiement d'intérêts annuels à hauteur de 5 % et un paiement complémentaire (prime de non-conversion) en fin de période de 7 % à 10 %, qui permet d'atteindre une **rémunération globale annuelle comprise entre 12 % et 15 %**. Au terme de sa durée, l'obligation est soit convertie en actions, soit remboursée. Les BSA permettent de participer à la croissance de la valeur de l'entreprise au cours de la période d'investissement, et d'acquérir des actions à un prix prédéterminé au moment de l'investissement.

Conforme aux pratiques qui régissent le marché français du capital-investissement, ce produit peut être utilisé conjointement avec d'autres investisseurs, qu'ils choisissent d'intervenir en obligations convertibles ou en fonds propres.

Début mars 2011, l'équipe du fonds OC+ avait ainsi **reçu 593 dossiers**, instruit 447 d'entre eux (le solde étant réorienté), engagé 83 opérations et **financé 50 PME**, dont 16 en Ile-de-France et 8 en région Rhône-Alpes.

Source : CDC Entreprises, FSI

Une autre typologie possible pour ces fonds consiste à les distinguer selon l'entité gestionnaire et les sources de financement, soit :

- ceux **gérés par les sociétés de gestion du groupe CDC** (CDC Entreprises, Avenir Entreprises, détenue conjointement par CDC Entreprises et Oséo, et Consolidation et Développement Gestion), éventuellement avec l'appui du FSI qui apporte une expertise sectorielle, et qui donnent lieu à des investissements directs dans des PME. Ces fonds sont soit intégralement financés par le FSI (FCID et fonds OC+), soit, le plus souvent, partiellement aux côtés de partenaires industriels ou financiers, publics et privés ;

- les fonds partenaires régionaux ou nationaux du programme FSI France Investissement, **gérés par des équipes sélectionnées par CDC Entreprises** et au sein desquels le FSI est un des investisseurs *via* sa filiale FSI PME Portefeuille.

Les fonds spécialisés et sectoriels auquel contribue le FSI

Fonds	Sources de financement	Dotations globale (en €)	Gestionnaire	Objectif et champ d'action
OC+	Intégralement FSI	360 millions €	CDC Entreprises et Avenir Entreprises, filiale de CDC Entreprises et Oséo	Spécialisé en quasi-fonds propres permettant de financer les investissements ou le besoin en fonds de roulement d'entreprises qui ne peuvent pas ou ne souhaitent pas ouvrir leur capital
FCDE	FSI et les principales banques et compagnies d'assurance	200 millions € (dont 95 millions € du FSI)	CDC Entreprises, via sa filiale Consolidation et Développement Gestion	Aide au développement de PME de tous secteurs industriels, temporairement fragilisées par la crise mais structurellement saines et qui disposent d'un potentiel de développement
FMEA (rang 1)	FSI, Renault et PSA à parité	600 millions € (dont 200 millions € du FSI)	CDC Entreprises	FCPR qui intervient en fonds propres ou quasi-fonds propres pour prendre des participations minoritaires dans des acteurs de la filière automobile, porteurs de projets industriels créateurs de valeur et de compétitivité
FMEA (rang 2)	FSI, 5 équipementiers automobiles de référence et acteurs du FMEA	50 millions € (dont 15 millions € du FSI)		Dédié aux fournisseurs automobiles de plus petite taille (rang 2 et plus)
InnoBio	FSI et les 9 principaux groupes pharmaceutiques établis en France	140 millions € (dont 52 millions € du FSI)	CDC Entreprises	Fonds de capital-risque dédié au financement de sociétés fournissant des produits et services technologiques et innovants dans le domaine de la santé
Fonds Bois	A parité FSI, ONF Participations, Eiffage et le Crédit Agricole	20 millions € (dont 5 millions € du FSI)	CDC Entreprises	Financement en fonds propres de PME en croissance du secteur de la transformation du bois

Source : réponses du FSI au questionnaire

Cette architecture, qui mêle plusieurs logiques (communication et marketing, structures de gestion ou de financement, véhicules juridiques de placement), **demeure cependant très complexe** et résulte d'une accumulation de strates, parfois au gré des initiatives politiques. Ainsi que votre rapporteur spécial a pu le constater lors de ses auditions, elle est **souvent peu lisible pour les PME cibles**, comme si la **préservation de l'organisation de la Caisse constituait le critère dominant**. Il perdure encore un sentiment de réelle confusion entre le FSI, sa filiale FSI PME Portefeuille, la société de gestion CDC Entreprises, le partenariat FSI France Investissement et l'appellation « commerciale » FSI PME.

b) Une tentative de rationalisation des outils avec le plan FSI PME

Afin d'améliorer sa visibilité et la cohérence des instruments existants, le FSI a adopté en octobre 2009 le **programme d'action « FSI PME », sorte de « label »** transversal regroupant les investissements ayant fait l'objet, directement ou indirectement, d'un financement du FSI, et destiné à répondre à des besoins spécifiques de financement des PME accentués par la crise. Il comportait les mesures suivantes :

- la définition d'une enveloppe pour les investissements directs dans les « grosses » PME, notamment celles cotées, que le FSI réalise en propre pour des opérations d'un montant supérieur à 10 millions d'euros ;

- le renforcement, à hauteur de 300 millions d'euros, des moyens du programme FSI France Investissement au profit des co-investissements dans les fonds partenaires nationaux ou régionaux ;

- la création de plusieurs des fonds spécifiques évoqués *supra* : OC+, Innobio, Fonds Bois et FCDE.

c) Le co-investissement, instrument de consolidation du capital

Ainsi que le précise le directeur général du FSI dans ses réponses au questionnaire de votre rapporteur spécial, **le co-investissement est un objectif systématiquement poursuivi par le FSI**, aussi bien dans son activité d'investissement direct que *via* des fonds. En effet, le FSI ne prenant que des participations minoritaires, le co-investissement permet de **renforcer la stabilisation du capital de la société cible**, et partant, de préserver l'intérêt patrimonial de l'investissement et d'assurer le développement de long terme de la société dans laquelle le Fonds a investi. En outre, le co-investissement direct donne en général lieu à la conclusion d'un **pacte** d'actionnaires.

Ces investissements conjoints se font toujours *pari passu*, c'est-à-dire en accordant les mêmes droits, obligations et garanties à tous les co-investisseurs, proportionnellement à leur niveau de participation dans l'opération. De ce fait, le co-investissement **évite la concurrence** et permet, notamment à certains fonds de taille modeste tels que les fonds régionaux, d'apporter des opérations qu'ils ne pourraient financer seuls. C'est une façon de **contribuer à la croissance des PME sans exercer une concurrence déloyale sur les fonds privés**.

Dans le prolongement de la stabilisation du capital, qui constitue une des missions du Fonds, le co-investissement peut viser la **consolidation d'un « noyau dur » actionnarial**, dans une optique à la fois défensive et de sécurisation du développement de long terme de la société. On peut ainsi mentionner le cas de CGG Veritas, qui a fait l'objet d'un investissement conjoint du FSI, de la CDC et de l'Institut français du pétrole. Cette consolidation, *a fortiori* lorsqu'elle concerne une société cotée et est matérialisée par un pacte d'actionnaires, s'effectue naturellement dans le

respect des règles juridiques afférentes à l'action de concert et aux déclarations de franchissements de seuil en capital ou en droits de vote.

Le cas échéant, le co-investissement permet également à des PME de devenir des **pivots de consolidation de leur secteur** par de futures opérations de croissance externe, selon une logique plus « offensive ». Le FSI n'est toutefois pas en mesure d'imposer une quelconque acquisition, tant au regard de sa doctrine que de sa position d'actionnaire minoritaire. De même, le FSI ne peut généralement pas bloquer seul une prise de contrôle non sollicitée, mais sa présence au capital d'une entreprise peut constituer un « signal » pour le marché et **exercer un effet dissuasif à l'égard des prédateurs potentiels**.

La dimension de consolidation sectorielle peut être illustrée par les investissements suivants :

Exemples d'investissements du FSI pouvant conduire à une consolidation sectorielle

Entreprise	Activité	Date d'annonce	Montant investi par le FSI	Perspectives de consolidation
Gruau	Aménagement/transformation d'utilitaires légers	29 janvier 2010	9,7 millions € en actions et obligations convertibles, avec Ouest Croissance, NextStage, Océan Participations et Volney Développement	Accompagner un groupe (ETI) familial leader sur son marché et participer aux côtés d'un acteur de référence à la consolidation d'un secteur encore trop atomisé en France et en Europe
Groupe Grimaud	Sélection génétique animale multi-espèces	6 juillet 2010	40 millions € (souscription à l'augmentation de capital de la filiale Vivalis)	Soutenir le groupe dans son développement international et lui permettre de saisir les opportunités de croissance externes
Windhurst Industries	Holding industrielle, leader mondial de la cloison amovible pour bureaux	29 novembre 2010	14 millions € (souscription à l'augmentation de capital)	Financement de l'acquisition de 51 % du groupe Parisot (leader français de la fabrication de meubles en kit) pour devenir le leader européen de l'aménagement intérieur
Groupe Farinia	Pièces forgées pour l'automobile	26 avril 2011	20 millions € en direct et 11,5 millions € via le FMEA rang 1 (30 % du capital de la nouvelle holding Forge & Développement)	Reprise des activités de la SAFE (effective début mai 2011) en vue de la constitution d'un leader européen

Source : communiqués de presse du FSI et des sociétés concernées

d) Un partenariat encore inachevé avec les fonds souverains

Dès sa création, le FSI s'est positionné comme un **interlocuteur des fonds souverains**, dans le cadre d'une stratégie de « banalisation », d'ouverture et de réciprocité. Cette approche fut, en effet, préconisée dans un

rapport de mai 2008 réalisé à la demande du ministre de l'économie, des finances et de l'emploi⁴⁰, et s'est également traduite par le lancement⁴¹ du Club des investisseurs de long terme en avril 2009. **Un protocole d'accord a ainsi été signé à Abu Dhabi le 26 mai 2009 avec le fonds Mubadala (Mubadala Development Company PJSC)** en vue d'investissements conjoints dans des entreprises françaises.

Ce partenariat doit permettre au FSI d'accroître sa capacité de co-investissement, et à Mubadala de contribuer à la diversification des actifs des émirats. Il prévoit un **comité de pilotage** conjoint qui étudie les opportunités d'investissement. Les priorités sectorielles de Mubadala ont également été clarifiées lors de la réunion du comité bilatéral franco-émirien du 7 mai 2010 : le fonds a ainsi prévu de se recentrer sur les semi-conducteurs, l'aéronautique, les énergies renouvelables et le nucléaire.

Indépendamment de ses vertus « diplomatiques », cet accord n'a pour l'instant abouti à aucun investissement. **Votre rapporteur spécial regrette qu'en dépit d'une volonté d'ouverture, le FSI n'ait pas encore été en mesure de réaliser un investissement conjoint avec un fonds souverain étranger, en particulier ceux d'Arabie saoudite, du Koweït ou du Qatar.** Dans ses réponses au questionnaire qui lui a été adressé, le directeur général du Fonds, Jean-Yves Gilet, a cependant souligné que **le FSI a vocation à conclure des accords avec d'autres fonds**, au titre d'une pratique normale et légitime d'investissement. Votre rapporteur spécial approuve cette démarche.

2. Premier bilan des investissements réalisés

a) Un fonds à l'épreuve de la crise et de la rationalité économique

Le caractère innovant du FSI, son large champ d'intervention et le fait que sa création ait coïncidé avec le point culminant de la crise ont indéniablement contribué à créer un **effet d'aubaine lors de ses premiers mois d'activité**. Selon le commissaire aux participations de l'Etat, Jean-Dominique Comolli, le Fonds a ainsi été confronté en 2009 à un afflux massif et désordonné de dossiers et a donc fait face au **risque d'une logique de guichet**. L'application de la doctrine d'investissement a permis d'amorcer une démarche plus cohérente et sélective, mais la création des fonds sectoriels et le développement de l'investissement intermédié ont contribué à faire perdurer une **impression de « patchwork »**.

Ainsi que l'illustre le tableau ci-après, on constate que, sur les deux années 2009 et 2010, près de la moitié des dossiers reçus par le FSI ont été spontanément soumis par des actionnaires ou dirigeants d'entreprises, et **seulement 7,6 % par prospection directe des équipes du Fonds**. Ce manque de proactivité est largement lié au contexte économique : en temps de crise, ce

⁴⁰ « Rapport sur les fonds souverains », établi par Alain Demarolle, inspecteur des finances.

⁴¹ A l'initiative des quatre principales institutions financières publiques européennes, dont le groupe Caisse des dépôts et consignations.

nouveau dispositif public a pu apparaître comme une « bouée de sauvetage » aux yeux de nombreux chefs d'entreprise, et les équipes ont dû « parer au plus pressé » en identifiant parmi les nombreux dossiers reçus les entreprises soumises à des difficultés passagères, mais structurellement rentables et présentant de réelles perspectives de développement.

Répartition des dossiers reçus en 2009 et 2010 selon leur origine

Structure à l'origine du dossier	Nombre de dossiers	En % du total
Autorités publiques	240	12,6 %
Constructeurs automobiles	19	1,0 %
Entités du groupe CDC	256	13,4 %
Partenaires prestataires (Oséo...)	322	16,9 %
Origination directe par le FSI	145	7,6 %
Soumission spontanée (actionnaires ou dirigeants)	883	46,4 %
Etudes de filières	40	2,1 %
Total	1 905	100 %

Source : réponse au questionnaire adressé à Jean-Yves Gilet

Afin d'être opérationnel, le FSI a dû procéder rapidement à des **recrutements, largement issus du monde du capital-investissement privé**. Ils ont permis de répondre à l'impératif d'acquisition des compétences nécessaires et immédiatement mobilisables, mais ont aussi pu induire des « réflexes » moins en phase avec la vocation du fonds. Au regard de la subtile dialectique des objectifs du FSI, on ne peut exclure que, dans l'instruction de certains dossiers, **la recherche de rentabilité à moyen terme des fonds investis ait pris le pas sur les impératifs de politique industrielle**.

De même, **l'installation des équipes du FSI rue de Lille a parfois été mal perçue en interne à la CDC**. La singularité du fonds, la mise à disposition de locaux ou le particularisme d'équipes constituées de toute pièce, issues du capital-investissement privé et non familières de la culture et des usages de la Caisse, ont pu créer dans un premier temps une impression de « tour de verre » privilégiée, objet de l'attention des dirigeants de la Caisse.

Au total, le FSI a reçu **près de 2 000 dossiers en 2009 et 2010**, dont la grande diversité sectorielle est à l'image de l'étendue de l'impact de la crise.

Répartition sectorielle des dossiers reçus en 2009 et 2010

Secteur	Nombre de dossiers	En % du total
Aérospatiale	29	1,5 %
Alimentation	87	4,6 %
Automobile	135	7,1 %
Biens d'équipement pétroliers et distribution	8	0,4 %
Biens d'équipement privés et biens de consommation	119	6,2 %
Biens d'équipement technologiques	67	3,5 %
Biotechnologies	115	6,0 %
Boissons	13	0,7 %
Construction et matériaux de construction	59	3,1 %
Défense	11	0,6 %
Distribution	50	2,6 %
Electricité, gaz et eau (« utilities »)	81	4,3 %
Équipements électroniques et électriques	78	4,1 %
Équipements industriels, ingénierie	94	4,9 %
Forêts/papier	17	0,9 %
Immobilier	13	0,7 %
Industries chimiques	47	2,5 %
Industries diverses	149	7,8 %
Industries minières et métallurgiques	23	1,2 %
Logiciels et services informatiques	245	12,9 %
Médias	64	3,4 %
Mines	2	0,1 %
Producteurs de pétrole et gaz	2	0,1 %
Produits pharmaceutiques	29	1,5 %
Services et équipements de la santé	56	2,9 %
Services financiers	9	0,5 %
Services supports	95	5,0 %
Télécommunications	41	2,2 %
Transports	57	3,0 %
Vente d'alimentation en gros et au détail	5	0,3 %
Distribution et vente de médicaments	4	0,2 %
Voyages et loisirs	52	2,7 %
Autres secteurs	49	2,6 %
Total	1 905	100 %

Source : réponse au questionnaire adressé à Jean-Yves Gilet

Les collaborateurs en charge des fonds sectoriels ont fait face à une importante activité. Si l'on considère les flux des dossiers et le nombre d'investissements *in fine* réalisés au 1^{er} mars 2011, on constate notamment que :

- **le dispositif OC+ a été très sollicité** avec près de six cent dossiers traités, dont les trois quarts ont reçu une réponse négative ou ont été réorientés. En revanche, plus de la moitié des dossiers analysés ont donné lieu à des investissements (engagés ou réalisés) ;

- **le Fonds Bois se distingue par un faible taux d'acceptabilité** des dossiers, puisque près de neuf dossiers sur dix ont été rapidement clos ou

réorientés. Cette situation peut révéler les **graves difficultés de la filière et/ou une mauvaise orientation des dossiers reçus localement**. Elle illustre également un **manque de « bons dossiers »** (selon les critères du FSI), et sans doute un « gap culturel » dans une filière peu accoutumée à l'intervention d'actionnaires financiers ;

- le fonds Innobio se montre particulièrement sélectif, avec seulement 8 investissements engagés pour 51 dossiers analysés, soit un ratio de 15,7 %.

Activité des fonds sectoriels depuis leur création (au 1^{er} mars 2011)

Fonds	Dossiers traités	Dossiers analysés	Investissements engagés	Investissements réalisés
FMEA 1 et 2	96	44	18	16
OC+	593	146	83	50
Fonds Bois	97	12	4	4
FCDE	164	39	13	10
Innobio	163	51	8	6
Total	1 113	292	126	86

Source : document de présentation du FSI du 14 avril 2011

b) 3,8 milliards d'euros d'investissements financés entre janvier 2009 et mars 2011

Depuis sa création jusqu'à mars 2011, les investissements réalisés par le FSI et par les fonds qu'il finance se sont élevés à **3,82 milliards d'euros**, dont 2,4 milliards d'euros en direct dans 42 entreprises⁴² (soit hors participations transférées) et 1,42 milliard d'euros *via* des fonds dans 756 entreprises. Le rythme d'investissement s'est ainsi révélé proche des prévisions portant sur deux milliards d'euros d'investissement annuels, en particulier en 2010.

L'investissement le plus important a été réalisé en mars 2011 dans la société de production de semi-conducteurs **STMicroelectronics** (STM), par reprise de la participation d'Areva⁴³ dans la société holding FT1CI pour un montant de **695 millions d'euros**, soit, indirectement, 10,9 % du capital de STM. Un tel investissement, atypique par son montant, ne pourrait être renouvelé plusieurs fois au cours d'un même exercice compte tenu des moyens du Fonds, mais apparaissait justifié par le caractère stratégique de l'activité et les perspectives de croissance de la société.

Les investissements directs et indirects auxquels le FSI a contribué se répartissent ainsi :

⁴² Hors l'investissement de 13 millions d'euros en actions et obligations convertibles dans le groupe éolien Vergnet, annoncé le 14 avril 2011 et réalisé en partenariat avec Nass&Wind.

⁴³ Et de ses engagements au titre du pacte d'actionnaires conclu avec le Commissariat à l'énergie atomique et le Trésor italien.

	De janvier 2009 à mars 2011	En 2009	En 2010
Investissements directs (dont FCID géré par CDC Entreprises)	42 entreprises pour 2,4 milliards €	21 entreprises pour 700 millions €	21 entreprises pour 1,7 milliard €
Investissements des fonds créés par le FSI	86 entreprises pour 419 millions €	23 entreprises pour 216 millions €	61 entreprises pour 196 millions €
Dont : FMEA 1 et 2	16 entreprises pour 241 millions €	9 entreprises pour 181 millions €	7 entreprises pour 60 millions €
FCDE	9 entreprises pour 47,3 millions €	-	8 entreprises pour 41 millions €
Fonds Bois	4 entreprises pour 6 millions €	-	4 entreprises pour 6 millions €
Fonds OC+	50 entreprises pour 104,4 millions €	13 entreprises pour 29 millions €	37 entreprises pour 75 millions €
Innobio	7 entreprises pour 20,4 millions €	1 entreprise pour 6 millions €	5 entreprises pour 14 millions €
Investissements des fonds partenaires (programme FSI France Investissement)	670 entreprises pour un montant d'environ un milliard €	330 PME pour environ 500 millions €	340 PME pour environ 500 millions €
Total	798 entreprises pour un montant de 3,82 milliards €	374 entreprises pour un montant de 1,42 milliard €	422 entreprises pour un montant de 2,4 milliards €

Source : réponses du FSI et document de présentation du FSI du 14 avril 2011

Dans ses réponses au questionnaire, le FSI estime que **l'effet de levier** (nonobstant la rentabilité) **du programme FSI France Investissement** sur les financements privés, en particulier *via* les fonds partenaires, **est élevé**, de l'ordre de cinq. Cela signifie qu'à un euro investi par le secteur public (FSI et CDC Entreprises) viennent s'ajouter cinq euros de fonds privés. De même, les fonds sectoriels cofinancés par le FSI ont permis de mobiliser **620 millions d'euros d'engagements de partenaires privés** soit, en rapportant la dotation globale de ces fonds au montant engagé par le FSI (mais décaissé au fur et à mesure de la réalisation des investissements), un **effet de levier proche de deux**.

Mobilisation de l'investissement privé dans les fonds sectoriels

(en millions d'euros)

Fonds	Capitaux engagés par le FSI	Capitaux engagés par les partenaires	Total	Investissements au 28 février 2011
FMEA 1	200	400	600	229,0
FMEA 2	25 (via FMEA 1) +7 (direct)	18	50	12,0
Fonds Bois	5	15	20	6,0
FCDE	90	100	190	47,3
Innobio	52	87	139	20,4
Total	379	620	999	314,7

Source : document de présentation du FSI du 14 avril 2011

Si l'on exclut les participations stratégiques transférées lors de la constitution du FSI, les entreprises dans lesquelles il a investi **directement** depuis 2009, en incluant les investissements réalisés *via* le FCID qu'il finance intégralement, emploient plus de 81 000 personnes en France et concernent les secteurs suivants :

**Ventilation sectorielle des investissements directs du FSI de janvier 2009 à mars 2011
(hors participations transférées)**

Secteur	Nombre d'entreprises	Entreprises
Agro-industries	3	Groupe Grimaud, Siclaé, Limagrain
Industries et technologies de santé	10	Cythéris, Péters Surgical, Biospace Med, Nicox, Innate Pharma, Bontoux, Cerenis Therapeutics, Forenap, IPS
Transports	4	Valeo, Gruau, Daher, Mecachrome
Energie et environnement	6	Technip, CGG Veritas, Vallourec, Carso
Biens et services de consommation	4	Nalod's, Meccano, Led to Lite, Ludendo
Logiciels	4	Cegedim, Avanquest Software, Cylande, Gemalto
Industries de spécialité	6	Mäder, Mersen, Alcan, Parisot, Nexans, Farinia
Internet et numérique	2	Dailymotion, Nexway
Electronique	3	Inside Contactless, ST Microelectronics, 3S Photonics

Source : document de présentation du FSI du 14 avril 2011

Dans un contexte de crise et en présence de deux grands actionnaires, le FSI a suscité de fortes attentes et la vigilance des médias -qui ont pu occasionnellement créer des frustrations et amorcer des polémiques- ou n'a pu toujours faire valoir ses vues. On peut ainsi mentionner les cas d'Eramet, Stallergènes, Altis, Yoplait ou de la scission d'Accor. Alors qu'ils étaient soumis à une pression forte et à des interférences politiques, les dirigeants du FSI ont toutefois fait preuve de **prudence et de clairvoyance dans leur gestion du dossier Heuliez** fin 2009, en conditionnant le déblocage de l'apport de 10 millions d'euros, sollicité par le Gouvernement, au versement effectif des 15 millions d'euros promis par le co-investisseur alors pressenti, Bernard Krief Consulting⁴⁴.

c) Des contentieux communautaires désormais clos

Dans la mesure où il s'agit de fonds publics, les investissements du FSI sont susceptibles de faire l'objet d'un **examen vigilant de la Commission européenne au titre des aides d'Etat**, en particulier en temps de crise. La Commission a ainsi interrogé les autorités françaises sur la création du FCDE

⁴⁴ Rappelons qu'après force rebondissements, Heuliez a finalement fait l'objet, fin juin 2010, d'une reprise conjointe par le groupe français BGI (Baelen-De Gaillard Industries) et la société allemande Con-Energy, alliée au groupe Pharma-Kohl. La société a été séparée en deux entités distinctes : Heuliez, qui abandonne la production d'automobiles pour se recentrer sur la sous-traitance industrielle, et Mia Electric, chargée de la conception et de la production d'automobiles électriques.

et la mise en place du dispositif OC+ dans le cadre du plan PME, sur la création du FMEA de rang 2, ainsi que sur les investissements du FMEA dans les sociétés Michel Thierry (en mai 2009) et FSD-SNOP (en septembre 2009). **Les échanges sur tous ces dossiers sont clos depuis plus d'un an.**

L'investissement en capital et en obligations convertibles, de 55 millions d'euros, du FMEA dans l'équipementier **Trèves** (spécialisé dans l'équipement intérieur de voitures), réalisé en mai 2009, **a fait l'objet d'une procédure formelle et d'une enquête plus approfondie.** Ce contentieux a toutefois trouvé une **issue positive** et a été formellement clos le 20 avril 2011.

Le contentieux communautaire relatif à l'investissement du FMEA dans Trèves

Le 29 janvier 2010, la Commission européenne a informé les autorités françaises qu'elle avait décidé d'ouvrir la procédure prévue à l'article 108 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, à propos d'une aide présumée de la France à cette entreprise. La Commission a en effet indiqué qu'elle avait un **doute sur la nature de l'intervention du FMEA et sur la nature du plan d'apurement fiscal et social** de 18 millions d'euros consenti par les créanciers publics à Trèves.

Les autorités françaises ont adressé une réponse à la Commission le 26 mars 2010, dans laquelle elles contestaient la présentation de la Commission et démontraient que l'intervention du FSI avait toutes les caractéristiques d'un investissement avisé recherchant une rentabilité de long terme. Le FMEA, les constructeurs automobiles Renault et Peugeot, la société Trèves, un concurrent anonyme de Trèves ainsi que le ministère italien du développement économique ont ultérieurement présenté à la Commission des observations en qualité de tiers intéressés.

Dans un communiqué de presse daté du 20 avril 2011, la Commission européenne **a conclu que cet investissement ne constituait pas une aide d'Etat et que le FMEA s'était comporté selon le principe de l'investisseur avisé en économie de marché.** La Commission a ainsi souligné que *« le plan de restructuration de Trèves est réaliste et crédible. Les conditions de l'investissement ainsi que les perspectives de retour qui en découlent permettent également d'établir que le FMEA a agi dans des conditions similaires à celles d'un investisseur avisé en économie de marché. La Commission a ainsi établi que le taux de rentabilité interne de l'opération (supérieur à 12 %) était fondé sur des hypothèses solides. La structure de l'investissement, effectué en partie en capital et en partie en titres de dettes donnant accès au capital, s'avère également très avantageuse pour le FMEA. Par conséquent, l'investissement ne constitue pas une aide d'Etat ».*

De même, la Commission a relevé que *« le plan de rééchelonnement des dettes sociales et fiscales de Trèves était assorti de modalités, notamment de sûretés importantes, comparables à celles qu'un créancier privé en économie de marché aurait demandées »,* et qu' *« outre l'intervention du FMEA, le financement du plan de restructuration reposait (...) sur une intervention très significative de partenaires et d'établissements financiers privés ».*

Sources : réponses au questionnaire et communiqué de presse de la Commission européenne du 20 avril 2011

3. La situation du portefeuille et les moyens financiers du Fonds

a) Un portefeuille de titres de 16,35 milliards d'euros fin 2010

Au 31 décembre 2010, la valeur nette comptable⁴⁵ (hors intérêts courus et dividendes à recevoir) du portefeuille de titres du FSI – composé d'actions, d'actions de préférence⁴⁶, d'obligations convertibles ou remboursables en actions, de parts sociales, de parts de FCPR ou de certificats de préférence – s'élevait à **16 355 071 156,09 euros**, répartis de la manière suivante :

Valorisation du portefeuille de titres du FSI au 31 décembre 2010

(en millions d'euros)

Catégorie de titres	Nombre de sociétés ou fonds	Valeur d'apport en 2009	Valeur comptable au 31/12/10 (de marché ou estimative)
Apports initiaux de l'Etat (via l'APE)	3	6 860,0	6 098,3
Apports initiaux de la CDC dans des sociétés cotées	20	4 178,5	6 127,1
Apports de France Investissement (CDC) dans des structures non cotées	10	1 953,6	1 536,3
Investissements directs du FSI	21	N.S.	1 092,4
FSI PME Portefeuille	1	958,8	1 305,4
FMEA 1 et 2	2	N.S.	195,6
Total	57	N.S.	16 355,1

N.B : les valorisations en 2009 et 2010 ne sauraient être directement confrontées compte tenu des éventuelles variations de périmètre (cessions intervenues).

Source : réponse du FSI au questionnaire

Le total de bilan du FSI s'élevait quant à lui à **21,84 milliards d'euros** fin 2010, ce qui inclut en particulier, outre la valorisation des titres de participation évoqués *supra*, la fraction du capital souscrit par l'Etat et la CDC mais non encore appelée, soit **3,63 milliards d'euros** sur les 6 milliards d'euros d'apports en numéraire initiaux. Cette fraction a vocation à être libérée, en cas de besoin, au fur et à mesure des investissements du FSI.

b) Les dividendes reçus du Fonds

Le FSI a perçu des **produits de distribution** de ses participations, en particulier des dividendes de sociétés cotées, à hauteur de **252,44 millions d'euros en 2009** et de **702,08 millions d'euros en 2010**, qui viennent renforcer ses moyens d'investissement. Le premier contributeur est, de loin, France Télécom puisque ses dividendes représentaient à eux seuls 86 % des produits perçus en 2009 et 71 % de ceux enregistrés en 2010. Le Fonds a

⁴⁵ Soit la valeur de marché pour les participations cotées, et une valeur estimative pour les autres participations.

⁴⁶ Uniquement pour la participation détenue dans Cérénius.

également procédé en 2010 à la **cession** de titres afférents à quatre participations⁴⁷, permettant de dégager une **plus-value comptable de 77,4 millions d'euros**, soit en moyenne 23,2 % du prix de cession.

Le résultat opérationnel du FSI s'est ainsi élevé à 667,8 millions d'euros en 2010, et **son résultat net (part du groupe) à 646 millions d'euros**, après paiement de 85,9 millions d'euros d'impôt sur les sociétés⁴⁸ et déduction des intérêts minoritaires.

c) Un dividende élevé versé aux deux actionnaires

Lors de sa réunion du 9 mars 2011, le conseil d'administration du fonds a décidé de verser aux deux actionnaires un **dividende de 387 millions d'euros**⁴⁹ (0,20 euro par action), soit un **taux de distribution de 60 %**.

On peut s'interroger sur ce niveau élevé de distribution, supérieur à celui de la plupart des sociétés composant l'indice CAC 40 (47 % en moyenne au titre des résultats de 2010). Il est probable que l'APE se serait « contentée » d'un dividende moins élevé, **mais l'impératif d'assainissement des finances publiques à court terme a vraisemblablement été un critère déterminant**. D'autres entités publiques ont d'ailleurs été soumises à un traitement analogue, notamment la Banque de France, qui a versé à l'Etat un dividende de 1,55 milliard d'euros, soit un taux de distribution de 57,3 %.

Votre rapporteur spécial juge cependant le niveau du dividende d'autant plus étonnant qu'il a été décidé au même moment de renforcer les moyens du Fonds en recourant au fonds d'épargne de la Caisse des dépôts (*cf. infra*).

d) Quelles perspectives de rotation du portefeuille à moyen terme ?

Le FSI dispose pour investir des revenus de son portefeuille et des apports en numéraire de ses actionnaires, mais a également vocation à « faire tourner » et « monétiser » une partie de son portefeuille en dégageant des plus-values de cession, comme cela a été le cas en 2010 (*cf. supra*). Ses facultés sont cependant contraintes et le COS, qui a souligné l'importance de cette rotation, estime à juste raison que **les marges de manœuvre du fonds sont limitées**. En effet :

- conformément à sa doctrine d'investissement, les participations directement acquises par le FSI en 2009 et 2010 doivent être **détenues sur le long terme** et ne pourront donc pas être cédées avant plusieurs années (sans doute 2014 au plus tôt) ;

- **certaines participations ont été identifiées comme « stratégiques »**, au regard notamment de l'importance et de la situation

⁴⁷ Edenred, Zodiac, Accor Hospitality et Assystem.

⁴⁸ Ce montant a priori faible doit être rapproché du régime d'imposition des plus-values de long terme, qui s'effectue à taux réduit (1,67 % s'agissant des titres de participation).

⁴⁹ Soit 197,3 millions d'euros à la CDC et 189,6 millions d'euros à l'Etat.

financière des sociétés concernées, du niveau de détention du capital et des pactes d'actionnaires. C'est en particulier le cas des trois participations transférées par l'Etat, et vraisemblablement de celles apportées par la CDC dont le seuil de détention du capital ou des droits de vote est supérieur à 10 %, telles que Assystem (12,9 % des droits de vote), Eutelsat Communications (25,6 %) ou Séché Environnement (14 %). En outre, la participation dans une société telle que France Télécom est susceptible d'apporter durablement des montants élevés de revenus ;

- les parts détenues dans des FCPR transférés par la CDC sont par nature peu liquides et doivent être valorisées jusqu'à l'échéance des fonds. Des opportunités de sortie du capital peuvent cependant se présenter. L'introduction en bourse fait ainsi partie des options envisagées pour TDF⁵⁰, dont le FSI détient 24 % du capital *via* un fonds de la CDC.

Dès lors, **le potentiel de cession dans les années à venir repose essentiellement sur les participations dans des sociétés cotées, représentant moins de 5 % du capital ou des droits de vote**, qui constituent le « portefeuille financier ». Le seuil de 5 % est, en effet, très significatif en droit boursier et fiscal puisqu'il permet de demander l'examen d'une résolution en assemblée générale des actionnaires et qu'il est nécessaire de disposer, seul ou de concert, d'au moins 95 % du capital et des droits de vote d'une filiale pour procéder au rachat obligatoire des titres des actionnaires minoritaires (permettant en particulier un retrait de la cote) ou intégrer la société dans un groupe fiscal.

De fait, ces participations ne présentent pas un intérêt stratégique pour le FSI et ont été transférées dans un double objectif de constitution de la masse critique du portefeuille du Fonds et de monétisation du portefeuille.

Si toutes les participations du FSI doivent s'inscrire dans le cadre des orientations stratégiques arrêtées à la création du Fonds, la doctrine d'investissement peut évoluer pour les participations susceptibles d'être monétisées. **Le FSI se voit alors plutôt comme un investisseur financier que comme un investisseur de long terme**, soucieux de préserver l'intérêt de la société mais aussi attentif aux conditions de marché, dans une logique d'investisseur avisé se devant d'optimiser la rentabilité de ses placements.

Les perspectives annuelles de gestion et de rotation du portefeuille, et en particulier les modalités de cession des participations non stratégiques, sont fixées, sur proposition de la direction générale, par le conseil d'administration du Fonds. Si la situation l'exige, des modifications ponctuelles du programme de cession peuvent être soumises en cours d'année au conseil d'administration. Ainsi que Jean-Yves Gilet, directeur général du Fonds, l'a indiqué à votre rapporteur spécial, le FSI n'exclut pas de céder ses participations non stratégiques afin de procéder à d'autres investissements, **sous réserve que les conditions suivantes soient réunies :**

⁵⁰ Une entrée en bourse de TDF demeure toutefois conditionnée à une amélioration de son profil d'endettement, accru par deux LBO successifs.

- si les conditions de marché le permettent ;
- dans une logique d'investisseur avisé soucieux de garantir la bonne gestion de son patrimoine ;
- si la cession ne fait pas courir de risques à la société concernée.

La cession de tout ou partie d'une des participations transférées par l'Etat demeure également envisageable. L'APE considère d'ailleurs que le choix de titres à céder est effectué en fonction d'une analyse technique qui ne distingue pas les participations en fonction de leur apporteur. Que les titres aient été apportés par l'Etat ou la CDC, le FSI peut ainsi souhaiter maintenir sa participation au capital, voire se renforcer (comme dans le cas de Technip ou Vallourec), ou *a contrario* la céder (Edenred par exemple).

Une éventuelle cession de titres Aéroports de Paris ou France Télécom ne pourrait toutefois avoir lieu que dans le respect de la législation sur les privatisations, après examen par la Commission des participations et des transferts et **en bonne intelligence avec l'Etat**, compte tenu des obligations d'information et de concertation fixées dans les pactes d'actionnaires. Le FSI dispose néanmoins d'une certaine autonomie en la matière puisque **l'Etat actionnaire ne dispose d'aucun droit de veto**, que ce soit dans les pactes auxquels il est partie ou au conseil d'administration du Fonds.

e) Une augmentation attendue et nécessaire des apports en numéraire

Le Président de la République a annoncé, lors d'un discours sur la politique industrielle de la France prononcé le 25 janvier 2011 à Saint-Nazaire, une **augmentation des moyens dévolus au Fonds**, évaluée par la suite à 1,5 milliard d'euros, sans toutefois détailler la provenance de ces nouveaux apports en numéraire. **Ce discours était également éclairant sur la conception du FSI au plus haut niveau de l'Etat**, en particulier sa vocation originelle de prétendu « fonds souverain » défensif et son redéploiement régional.

**Extrait du discours du Président de la République
prononcé à Saint-Nazaire le 25 janvier 2011**

« Un mot sur le Fonds stratégique d'investissement que nous avons créé en 2008, avec Mme Lagarde. Vous savez, on a créé ce fonds, pourquoi ? Parce qu'en 2008 quand il y a eu la crise, tous les investisseurs sont partis, le prix des entreprises a diminué et je n'ai pas voulu que l'on se réveille avec des fonds venus d'ailleurs, qui auraient racheté nos grandes entreprises, à vil prix parce que le marché s'était écroulé.

*« Et donc nous avons créé ce **fonds souverain français** qui est le premier investisseur en fonds propres dans les PME, **pour éviter que certaines de nos entreprises stratégiques partent sous le contrôle étranger**, uniquement parce qu'il y avait une dépression momentanée du marché.*

*« **Je souhaite que l'on renforce les moyens de ce fonds.** Et je souhaite également après deux ans d'existence, que l'on passe à une nouvelle étape de ce fonds. Le Fonds souverain français, ce n'est pas un fonds d'investissement comme les autres. **Il n'a pas à demander des taux de rentabilité extrême.** Il y a assez de fonds d'investissement qui veulent étrangler les entreprises. Il n'a pas à le faire. Il faut qu'il soit plus dynamique et je pense notamment à vos sous-traitants quand il y a une mauvaise passe, quand plus personne ne veut prêter de l'argent, le fonds souverain doit être là pour les aider. Je souhaite d'ailleurs, je le dis au maire comme aux élus, **que ce fonds souverain développe sa vocation régionale**, parce que les banques régionales sont un peu faibles pour cela. »*

Source : site Internet elysee.fr

Dans les semaines qui ont suivi, une **incertitude** s'est fait jour sur le point de savoir si cet apport de 1,5 milliard d'euros aurait un caractère véritablement supplémentaire, par prélèvement sur le fonds d'épargne de la CDC, ou serait simplement issu de la libération anticipée d'une partie de l'apport initial en numéraire.

La dotation additionnelle a toutefois été ultérieurement confirmée par plusieurs déclarations, en particulier du Premier ministre, et ses modalités précisées le 9 mai 2011 par Christine Lagarde, ministre de l'économie, des finances et de l'industrie. Elle a ainsi annoncé que le FSI bénéficierait de nouvelles ressources à hauteur de **500 millions d'euros par an de 2011 à 2013**, *« apportées par le fonds d'épargne sous la forme d'un prêt à long terme, qui sera décaissé sur demande en plusieurs tranches au fur et à mesure des besoins du FSI »*.

Un tel apport ne grèvera pas la situation financière du fonds d'épargne, qui a enregistré un résultat net de 1,5 milliard d'euros en 2010 et gère un encours de dépôts de 212 milliards d'euros. Le choix d'un prêt plutôt que d'un apport en capital est cependant motivé par les exigences prudentielles auxquelles est soumise la section du fonds d'épargne, et demeure conforme aux statuts du Fonds. La maturité des prêts ne devrait logiquement pas être inférieure à l'horizon d'investissement du FSI, soit un minimum de cinq ans.

Ce nouvel apport est surtout nécessaire pour que le FSI puisse maintenir ou, si possible, augmenter son rythme d'investissement dans les prochaines années. En supposant qu'il bénéficie comme en 2010 d'environ 700 millions d'euros de dividendes et procède à des cessions pour 300 millions d'euros, la fraction non libérée de l'apport en numéraire ne pourrait servir ses appels de fonds que sur un peu plus de trois ans. En tablant sur une durée minimale de détention de cinq ans, le FSI pourra, à compter de 2014, amorcer la rotation de son portefeuille de participations acquises en propres, mais les plus-values correspondantes ne suffiront vraisemblablement pas à couvrir ses besoins.

Votre rapporteur spécial estime qu'il importe de **veiller à ce que ce mode de financement ne marque pas le début d'un cycle d'endettement du FSI**, et que la ligne de crédit du fonds d'épargne ne doit pas se substituer à ou précéder la libération des apports en capital décidés lors de la constitution du Fonds.

En tout état de cause, le contexte de reprise économique et les moyens à la disposition du Fonds **permettent d'escompter en 2011 et 2012 un volume d'investissements au moins équivalent à celui de 2010.** Il sera néanmoins avant tout lié au flux et à la qualité des dossiers comme aux modalités de valorisation des sociétés.

II. DES AJUSTEMENTS NÉCESSAIRES

A. UN POSITIONNEMENT À CLARIFIER, UNE VISIBILITÉ À CONQUÉRIR

1. Le positionnement du FSI à l'égard de ses actionnaires

a) L'Etat : actionnaire « *ni plus ni moins* »

Selon les dirigeants du FSI, **les relations avec les deux actionnaires du Fonds sont normales** et ceux-ci ont jusqu'ici pleinement assumé leur rôle et leur représentation au sein des instances de gouvernance de la société. L'un comme l'autre veillent à faire valoir leur point de vue, qui est débattu en conseil d'administration et au sein des comités spécialisés.

S'agissant de l'Etat, Jean-Dominique Comolli a indiqué à votre rapporteur spécial qu'il exerçait son rôle d'actionnaire, « *ni plus ni moins* », sans disposer formellement d'un droit de veto pour les investissements et cessions. La vigilance exercée par les représentants de l'Etat a certes pu donner lieu à des divergences dans de rares cas (Stallergènes en particulier), mais **sans que cela paraisse excéder le cadre normal des relations avec deux actionnaires exclusifs**. L'autonomie du FSI est complète pour la gestion quotidienne de ses participations, et logiquement plus réduite pour celles qui font l'objet d'un pacte d'actionnaires.

Les visites présidentielles et ministérielles sur des sites industriels, parfois assorties d'effets d'annonce, ont pu **attiser occasionnellement le soupçon d'un fonds « aux ordres » du politique**. Dans les faits, **l'autonomie de gestion et la capacité de décision des dirigeants du FSI ne semblent pas avoir été compromises**. Certains investissements, en particulier lors des premiers mois d'activité du Fonds, ont certes donné lieu à une plus forte exposition médiatique et politique. On peut ainsi mentionner les prises de participation dans les sociétés **Daher** et **Gemalto**, respectivement en mars et mai 2009, ou l'hypothèse souvent évoquée d'une entrée au capital de l'armateur **CMA CGM**.

Votre rapporteur spécial considère néanmoins que **le FSI, entité publique, ne saurait être ni totalement autonome ni « instrumentalisé » par l'Etat** : ses orientations stratégiques sont fixées par ses deux actionnaires publics et l'Etat comme la CDC sont fondés à lui soumettre des dossiers, mais ses équipes doivent conserver une réelle indépendance dans l'instruction de la solidité financière du projet, de la crédibilité du plan d'affaires et de la conformité à sa doctrine d'investissement. La présence de trois personnalités qualifiées et indépendantes au conseil d'administration apporte à cet égard une **garantie d'impartialité** dans la décision finale.

En revanche, votre rapporteur spécial estime qu'au regard de la stratégie globale de l'Etat actionnaire, **la justification des participations conjointement détenues par l'Etat et le FSI n'est pas claire**. Ce co-

actionnariat contribue à brouiller la nécessaire distinction des rôles (*cf. infra*) entre l'APE et le FSI, et à mêler des logiques patrimoniale et stratégique.

b) La Caisse des dépôts et consignations : une tutelle affirmée

Le positionnement du FSI à l'égard de la CDC est logiquement plus complexe, compte tenu de la diversité des apports réalisés en 2009 et des modalités byzantines de l'investissement intermédié. **La CDC est ainsi à la fois actionnaire principal du Fonds, co-investisseur et co-gestionnaire**, via ses filiales CDC Entreprises et Avenir Entreprises, de la majeure partie de son portefeuille (à l'exception notable du FMEA).

En outre, le recours à diverses appellations mentionnant le FSI – FSI PME (plan d'action transversal), FSI PME Portefeuille (filiale du FSI dédiée à ses participations dans les PME non cotées) et FSI France Investissement (programme qui recouvre l'essentiel des financements indirects du FSI) – **rend un peu plus opaque le paysage institutionnel**, en particulier l'articulation entre le FSI, société de financement, et CDC Entreprises, société de gestion qui gère la majorité des programmes du FSI à destination des PME dans le cadre d'une stratégie d'investissement définie par ce dernier.

Dans ce contexte, une **option de simplification assez drastique** consisterait à placer CDC Entreprises dans le giron du FSI, par filialisation et, le cas échéant, en la fusionnant avec FSI PME Portefeuille, et à supprimer l'appellation FSI France Investissement au profit du label FSI PME.

Ce choix d'un « jardin à la française » ne serait toutefois pas nécessairement le plus pertinent et se heurterait sans doute à de fortes résistances de la CDC. Le FSI n'est en effet qu'une source de financement parmi d'autres des fonds gérés par CDC Entreprises, et cette dernière gère d'autres fonds (quoique minoritaires dans son portefeuille) que ceux auxquels contribue le FSI. De même, l'architecture du financement des PME résulte largement de l'application de la **règlementation afférente à la gestion de fonds**, qui impose notamment de distinguer les structures dédiées à la gestion pour compte de tiers et à celle pour compte propre.

Selon Jean-Yves Gilet, **le recours à CDC Entreprises répond aussi à une exigence d'efficacité**, dans la mesure où ses équipes disposent de plusieurs années d'expérience dans l'investissement en direct dans les PME ou dans la sélection de fonds privés qui entrent au capital de ces entreprises. Cette expérience a contribué à faire de CDC Entreprises la première société de gestion française pour l'investissement direct ou indirect dans les PME. **Il paraît donc difficile de « faire table rase du passé ».**

Il n'en demeure pas moins **nécessaire de clarifier et simplifier le dispositif, comme de garantir une réelle cohérence entre les doctrines d'investissement du FSI et des fonds auquel il contribue**, en particulier ceux gérés ou sélectionnés par CDC Entreprises. Il importe d'éviter que le FSI n'ait aucune prise sur la manière dont sont gérés ses investissements indirects. La nouvelle lettre de mission adressée au directeur général du FSI le

9 mai 2011 rappelle ainsi que « *l'harmonisation des critères d'instruction entre les différents dispositifs destinés aux PME apparaît nécessaire* ».

Cette problématique ne se pose pas vraiment pour les fonds sectoriels ou répondant à une logique de consolidation financière (OC+ et FCDE) : en tant que co-fondateur de ces structures, le FSI imprime clairement sa marque dans leurs investissements. La **nomination, en mars dernier, de Philippe Braidy**, président de CDC Entreprises, comme directeur général délégué du FSI, en charge des PME et de l'action régionale, est également une première étape utile au rapprochement institutionnel, mais elle ne suffit pas.

Votre rapporteur spécial préconise donc d'améliorer le positionnement du FSI selon trois axes :

- **recourir plus systématiquement à FSI PME comme « marque » unique** des interventions du FSI à destination de cette catégorie d'entreprises (*cf. infra*), plutôt qu'aux appellations héritées de dispositifs préexistants à la création du FSI. Une autre marque « **FSI ETI** » pourrait également être mise en place pour identifier les actions correspondantes du Fonds. En tout état de cause, il importe de **limiter la rivalité susceptible d'apparaître, sur le terrain de la communication, entre le FSI et CDC Entreprises**, l'un et l'autre désireux de mettre en avant leur implication auprès des PME ;

- **assurer la conformité des investissements intermédiés à la doctrine du FSI**, lors de la renégociation des règlements des fonds existants et en prévoyant, par exemple, que tous les fonds partenaires signent une **charte d'engagements** permettant de garantir une information pertinente du FSI, la mention de son financement, la qualité d'écoute des entrepreneurs et le respect des principaux éléments de sa doctrine, notamment en matière d'investissement socialement responsable. D'après les informations recueillies par votre rapporteur spécial, il est prévu de mettre en place une telle charte ;

- **renforcer la visibilité du FSI en région** en s'appuyant sur le réseau de la CDC (*cf. infra*).

2. Clarifier l'articulation du FSI avec les autres acteurs publics du financement des entreprises

La politique de soutien aux entreprises n'échappe pas au génie français de la complication et à une propension bien connue à multiplier les structures qui se chevauchent, doublonnent, s'ignorent ou même se contredisent. Que ce soit du point de vue du contribuable qui le finance, du Parlement qui le contrôle ou de l'entreprise qui le sollicite, le FSI doit donc voir son action **mieux articulée avec celle des autres acteurs du financement public des entreprises**.

a) *Le FSI et l'Etat actionnaire : « qui fait quoi » en matière de politique industrielle ?*

Cette clarification est tout d'abord nécessaire à l'égard de **l'Etat actionnaire** lui-même. Jusqu'à une période récente, l'Agence des participations de l'Etat se voyait assigner une mission claire et presque exclusivement tournée vers la **défense et la promotion des intérêts patrimoniaux de l'Etat**. Cette orientation transparaisait d'ailleurs très clairement dans les objectifs et indicateurs de performance assignés à l'agence et retracés dans l'annexe budgétaire relative au compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'Etat », le premier d'entre eux consistant à « *veiller à l'augmentation de la valeur des participations financières de l'Etat* ».

Dans le sillage de la crise, et notamment à la suite des Etats généraux de l'industrie clos en mars 2010, le Président de la République a exprimé le souhait que l'Etat actionnaire mette désormais « *au premier plan la vision industrielle du pilotage de ses participations* »⁵¹ et affirme, « *pour les entreprises concernées, une stratégie de **développement industriel et économique claire de long terme*** ». S'il appartient à l'Etat actionnaire de mettre en œuvre une politique industrielle active, la question doit donc être posée du partage des rôles entre ce dernier et le FSI, dont la vocation est très similaire.

Lors de la création du fonds, notre collègue Philippe Marini avait, plus globalement, mis en évidence la **reconfiguration du paysage de l'actionnariat public** qui découlait de la création du FSI, les effets indirects qu'elle aurait sur le **positionnement de l'APE** et le **risque de confusion et de dispersion** qui pourrait en résulter : « *Le FSI étant une filiale de la CDC, le centre de gravité de l'actionnariat public tend à se déplacer vers cette dernière et l'Agence des participations de l'Etat est de facto recentrée sur les participations majoritaires ou exclusives dans les entreprises qui constituent le "noyau dur" du service public marchand (tel que la Poste, EDF et la SNCF) ou dans lesquelles l'Etat a vocation, par une minorité de blocage ou la présence d'administrateurs, à exercer un contrôle de la stratégie et de la gestion. On peut ainsi placer dans cette seconde catégorie des sociétés telles que GDF-Suez, EADS et Thalès. Il n'en reste pas moins que cette dualité apparaîtra de plus en plus comme un facteur de confusion des responsabilités et de dispersion des efforts* »⁵².

Par conséquent, et sauf à ne plus savoir exactement « qui fait quoi » en matière de politique industrielle, votre rapporteur spécial **juge indispensable de préciser très clairement les rôles respectifs du FSI et de l'APE**. Selon l'agence, la feuille de route confiée au Commissaire aux participations de l'Etat par le Conseil des ministres du 3 août 2010 concerne

⁵¹ Annexe « Etat actionnaire » au projet de loi de finances pour 2011.

⁵² Rapport n° 162 (2008-2009) de M. Philippe Marini, fait au nom de la commission des finances, déposé le 14 janvier 2009.

avant tout la question de la logique de développement industriel des participations de l'Etat et de « l'empreinte » de ces participations, qui sont souvent des grands donneurs d'ordre ou des acteurs de premier rang à **l'aval des filières**. C'est dans le cadre du pilotage de ces entreprises que l'APE doit mettre au premier plan la vision industrielle. Le FSI, pour sa part, a vocation à participer à la structuration des acteurs de **l'amont** des filières, c'est-à-dire les équipementiers, fournisseurs de composants ou PME spécialisées dans des services aux grands donneurs d'ordre ou encore aux grands intégrateurs.

Au demeurant, **l'APE** a vocation à détenir des participations dans les anciennes grandes entreprises publiques nationales, ainsi que dans les entreprises assumant des missions de **service public** ou à **caractère stratégique**, ce terme renvoyant à la sécurité ou à l'indépendance nationales. La gestion de ces participations, qui n'implique pas la rotation du portefeuille à court ou moyen terme, doit concilier la défense des **intérêts patrimoniaux** de l'Etat et la mise en œuvre d'une stratégie de **développement industriel et économique** de long terme. Pour sa part, le **FSI** doit être principalement⁵³ orienté vers les **PME** et les **ETI** « stratégiques » au sens de leur contribution à la croissance et à la compétitivité de l'économie⁵⁴. Ses prises de participations doivent en outre viser un horizon moins long, afin de permettre un taux de rotation suffisant, et la valorisation desdites participations ne doit être recherchée que dans la limite des besoins d'intervention futurs du Fonds.

Cette répartition des rôles devrait permettre de dissiper les incertitudes liées à la nature exacte des missions du FSI, incertitudes qu'avait par ailleurs relevées son comité d'orientation stratégique⁵⁵.

b) Le FSI et Oséo : deux outils complémentaires qui ne doivent pas devenir redondants

Outre la question des relations entre le FSI et CDC Entreprises, qui a fait l'objet de développements *supra*, la clarification du positionnement du FSI doit conduire à mieux définir son articulation avec **Oséo** d'une part et avec le récent **Programme d'investissements d'avenir** d'autre part.

Le « public » visé par Oséo s'apparente peu ou prou à celui du FSI, puisque l'entreprise se définit comme le « *bras armé de l'Etat en matière de financement de l'innovation et de la croissance des PME comme des entreprises de taille intermédiaire* »⁵⁶ et a pour mission de « *faciliter l'accès*

⁵³ Principalement, mais non exclusivement, le FSI ayant également vocation à jouer un rôle de renforcement/arrimage de l'actionnariat des grandes entreprises cotées.

⁵⁴ Le FSI veille ainsi à ce que les projets initiés par les entreprises qu'il finance aient un impact sur la compétitivité économique du pays, qu'il s'agisse d'innovation, de rayonnement international, d'effet d'entraînement sur une filière voire d'empreinte territoriale.

⁵⁵ Ainsi le COS croyait-il bon de rappeler, dans son rapport du 16 avril 2010 : « Le FSI n'a pas vocation générale à reprendre les participations de l'Etat ou d'autres acteurs publics. Il ne doit être sollicité que pour des investissements cohérents avec sa mission. D'autres institutions, comme la CDC ou l'APE ont pour rôle de contribuer à la gestion du patrimoine d'actifs publics. »

⁵⁶ www.Oseo.fr

aux financements, là où le poids du risque ne permet pas au marché en général de répondre de façon satisfaisante aux attentes des entrepreneurs pour la réalisation de leurs projets ».

La principale différence entre Oséo et le FSI réside donc dans leurs **modalités d'intervention** en faveur des entreprises petites, moyennes et de taille intermédiaire. Alors que le FSI intervient exclusivement par l'apport de fonds propres et de quasi-fonds propres, Oséo a recours à trois types de mécanismes :

1) l'octroi de **subventions** et **d'avances remboursables** pour le financement en amont de projets innovants ;

2) la **garantie** des financements bancaires et des interventions des organismes de fonds propres ;

3) le financement des investissements et du cycle d'exploitation au moyen de **prêts** et en cofinancement systématique avec les banques commerciales.

Plusieurs personnalités auditionnées ont donc souligné le **caractère complémentaire** du FSI et d'Oséo, le premier ayant vocation à intervenir en « haut de bilan » des entreprises et le second en « bas de bilan ». Votre rapporteur spécial prend acte de cette répartition des rôles ; il souhaite qu'elle **demeure et qu'il soit veillé attentivement à l'absence de chevauchements entre les actions menées par ces deux entités.**

Ce cloisonnement n'interdit naturellement pas les **collaborations**, à l'instar de celle que les deux opérateurs ont nouée autour du programme OC+ (*cf. supra*), et que les actionnaires semblent aujourd'hui vouloir **encourager**. Dans leur lettre de mission adressée au directeur général du FSI le 9 mai 2011, les représentants de l'Etat et de la CDC considèrent en effet qu'il serait « *utile de renforcer la coordination entre l'ensemble des acteurs publics du financement des PME en région, notamment entre le FSI et Oséo. Ce qui a été réalisé pour les obligations convertibles OC+, au travers d'Avenir Entreprises, fonctionne bien et devrait être répliqué* ».

Votre rapporteur spécial n'est pas opposé à une telle « réplique », à la condition **qu'elle ne soit pas interprétée comme un encouragement, pour Oséo, à développer des interventions en fonds propres et, a fortiori, en capital**, ce qui aboutirait à doubler l'action du FSI et à compliquer davantage un « maquis » de financeurs déjà fort peu intelligible pour les chefs d'entreprise (*cf. infra*).

c) Le FSI et le volet « Financement des entreprises » du Programme d'investissements d'avenir

Votre rapporteur spécial s'est enfin interrogé sur l'articulation de l'action du FSI avec le **Programme d'investissements d'avenir** (PIA) financé au moyen de l'emprunt national, et plus particulièrement avec son volet consacré au **financement des entreprises**, doté de 3,09 milliards d'euros.

Au sein de cette enveloppe, plusieurs actions, au demeurant mises en œuvre par la CDC ou Oséo⁵⁷, poursuivent des **objectifs voisins** de ceux assignés au FSI. Il en va ainsi du **Fonds national d'amorçage**, doté de 400 millions d'euros, géré par CDC Entreprises, et destiné à **prendre des participations** dans des « *fonds d'investissement intervenant à l'amorçage, afin d'améliorer le financement en fonds propres des petites et moyennes entreprises innovantes, notamment celles qui se créent dans les secteurs technologiques prioritaires définis par la stratégie nationale pour la recherche et l'innovation (SNRI) : la santé, l'alimentation et les biotechnologies, l'information, la communication et les nanotechnologies, l'urgence environnementale et les écotechnologies* »⁵⁸.

Votre rapporteur spécial observe donc que **dans deux cadres différents** (le Programme d'investissements d'avenir d'une part et le FSI, *via* son fonds « Innobio » d'autre part)⁵⁹, un **même opérateur** (CDC Entreprises), utilisant peu ou prou le **même mode opératoire** (les prises de participations, directes dans un cas, intermédiées dans l'autre) poursuit **des finalités très voisines** (le soutien, soit sous forme d'amorçage, soit sous forme de capital-risque, aux PME innovantes, notamment dans le domaine de la santé). Si la Caisse des dépôts estime que **la probabilité d'un chevauchement des investissements conduits par CDC Entreprises sur ces deux fonds semble assez faible**⁶⁰, elle admet qu'un tel cas de figure n'est **pas à exclure**. Dans cette hypothèse, il reviendrait à l'équipe dirigeante de CDC Entreprises, dans le respect des dispositions réglementaires en vigueur et des principes déontologiques promus notamment par l'AFIC, de décider si un co-investissement est envisageable.

De manière analogue, 300 millions d'euros ont été dévolus, dans le cadre des investissements d'avenir, au **renforcement de la compétitivité des PMI et des filières industrielles stratégiques**. Si le mode opératoire diffère de celui du FSI, dans la mesure où ces fonds doivent permettre de renforcer la capacité d'action d'Oséo-Garantie⁶¹, les objectifs poursuivis recoupent, une fois encore, les priorités données au FSI en matière de structuration des filières sectorielles (*cf. infra*), puisqu'il s'agit d'« *accompagner les projets ayant un impact structurant sur leur filière industrielle, et qui s'inscrivent dans la continuité des feuilles de route définies par les comités stratégiques de filière* » mis en place par la Conférence nationale de l'industrie.

⁵⁷ Les filiales d'Oséo bénéficient, à cet égard, d'une augmentation de leurs fonds propres de 140 millions d'euros grâce au PIA.

⁵⁸ Source : <http://investissement-avenir.gouvernement.fr/>

⁵⁹ Fonds de capital-risque dédié au financement de sociétés fournissant des produits et services technologiques et innovants dans le domaine de la santé, géré par CDC Entreprises et doté de 52 millions d'euros par le FSI.

⁶⁰ Selon la CDC, les entreprises ciblées par le FNA se situent par ailleurs à un stade de développement très en amont (création d'entreprises ou premiers tours de capital risque), alors qu'Innobio cible en priorité les segments aval du capital-risque et du petit capital développement.

⁶¹ Il s'agit donc essentiellement de garantir des emprunts bancaires.

Votre rapporteur spécial n'a pas observé, à ce stade, de contradiction ou de chevauchement manifeste des actions respectivement mises en œuvres dans le cadre du PIA et par le FSI. Au cours de son audition, le directeur général du Fonds a estimé qu'il n'existait **aucune interaction significative** entre les investissements déployés par le FSI et les Investissements d'avenir, ces derniers étant centrés sur les infrastructures et les projets de recherche et fonctionnant essentiellement sur le mode de l'appel à projets. Jean-Yves Gilet a également précisé que, lorsque les « thématiques » d'intervention étaient proches, le FSI s'efforçait de mener une **action complémentaire** de celle des Investissements d'avenir, comme en matière numérique, où il s'est concentré sur la problématique de l'e-commerce, non prise en compte dans le PIA.

Votre rapporteur spécial prend acte de ces garanties et recommande qu'une **vigilance particulière soit apportée à la claire articulation des priorités respectivement poursuivies par le FSI et dans le cadre du programme de financement des entreprises des Investissements d'avenir.**

3. Gagner en visibilité à l'égard des entreprises

Le positionnement du FSI doit enfin être clarifié à l'égard du premier de ses interlocuteurs : le monde de l'**entreprise**. A cet égard, si le Fonds et son action doivent indéniablement **gagner en visibilité** auprès des chefs d'entreprises, les procès en « bureaucratie » dont il a pu faire l'objet ne sont guère – ou ne sont plus – fondés.

a) Une action plus visible : faire émerger la « marque FSI »

L'absence de visibilité du FSI semble particulièrement prégnante en **région**. Selon Jean-Dominique Comolli, commissaire aux participations de l'Etat, il demeure ainsi malaisé de « *trouver le bon chemin vers le bon dispositif* »⁶². En effet, si des correspondants régionaux du FSI existent, **le fait qu'ils soient localisés au sein des antennes locales de la CDC ne permet pas de les identifier clairement**. Le FSI demeure donc un acteur relativement méconnu des chefs d'entreprises, et **sa notoriété est en tout état de cause très inférieure à celle d'Oséo ou de la Caisse des dépôts**.

Cette analyse est partagée par le comité d'orientation stratégique du FSI, qui estime que « *l'Etat fait un effort important et diversifié au service des entreprises mais celles-ci ont du mal à s'y retrouver. Elles sont perdues dans un maquis touffu d'outils et d'organismes et l'action publique leur apparaît sans cohérence ni lisibilité (...) les administrations elles-mêmes, notamment territoriales, ont souvent du mal à maîtriser la vaste boîte à outils de l'Etat dans laquelle le FSI n'est qu'un nouveau venu. Le COS a certes pu constater que les grands principes de l'action du FSI sont connus. Pour autant, l'outil reste abstrait, une ligne supplémentaire d'un long catalogue* »⁶³.

⁶² *Propos tenus lors de l'audition par votre rapporteur spécial.*

⁶³ *Rapport du 16 juillet 2009, page 4.*

Une enquête⁶⁴ réalisée auprès de chefs d'entreprise ayant entrepris une démarche spontanée de renforcement de leurs fonds propres fournit d'intéressants éléments de comparaison. Cette étude indique en effet que **« lorsque les répondants sont suivis par Oséo, c'est en général (52 %) par Oséo lui-même qu'ils en ont entendu parler. Pour ceux suivis par le FSI, ils en ont entendu parler par Oséo ou une relation professionnelle (pour un tiers respectivement) »**.

Enfin, et de façon plus anecdotique mais révélatrice de la difficulté à émerger de la « marque FSI », les pages Internet de certains fonds sectoriels tels que le Fonds Bois, le Fonds Innobio ou le Fonds de co-investissement direct (FCID) sont « estampillées » CDC Entreprises, la signalétique du FSI étant reléguée au second plan et son rôle étant évoqué avec un certain laconisme, phénomène symptomatique de la « concurrence » qui, en termes d'image, peut encore exister entre le FSI et la CDC.

Votre rapporteur spécial juge donc indispensable d'améliorer la visibilité du FSI, d'accroître sa notoriété auprès des chefs d'entreprise, de faciliter l'accès de ces derniers à ses implantations locales et de mieux les orienter à travers la multiplicité de « guichets publics » dédiés à l'investissement⁶⁵. Dans cette optique, les responsables du FSI ont fait valoir au cours de leur audition que Philippe Braidy, président de CDC Entreprises et nouveau directeur général délégué aux PME, serait désormais chargé d'animer le réseau du FSI en région, sur la base d'une convention avec la CDC stipulant que 20 % de l'activité des responsables de caisses régionales sera consacrée au Fonds.

Dans le même esprit, la récente **lettre de mission⁶⁶** adressée au directeur général du FSI par ses deux actionnaires appelle à **« l'harmonisation des critères d'instruction entre les différents dispositifs destinés aux PME »** et à **« l'unité de communication autour de ces dispositifs, qui doit mettre au premier plan la "marque FSI" »**. Cette lettre insiste en outre sur la nécessité **« qu'une entreprise s'adressant à l'un quelconque des différents intervenants puisse être directement orientée vers un correspondant, souvent local, qui dispose de l'outil adéquat, la conseille et l'accompagne jusqu'au bout et (...) de connaître à tout moment l'interlocuteur en charge et l'état d'avancement du dossier »**.

b) Un procès en « bureaucratie » à relativiser

Le second rapport du COS a relevé que le processus de décision à l'œuvre au FSI était ressenti par les entreprises comme lent et opaque :

⁶⁴ Enquête Plan-PME réalisée par Opinion-Way en décembre 2010.

⁶⁵ Une coordination entre le groupe Caisse des dépôts et les autres acteurs du financement des entreprises en région, notamment OSÉO, est d'ores et déjà assurée par les directeurs régionaux de la Caisse des dépôts au sein des plateformes AppuiPME chargées notamment de l'orientation des dossiers vers les bons interlocuteurs.

⁶⁶ Lettre de la ministre de l'économie, des finances et de l'industrie et du directeur général de la Caisse des dépôts au directeur général du FSI en date du 9 mai 2011.

« l'instruction des dossiers par le FSI reste perçue comme lente et bureaucratique notamment (mais pas seulement) par les PME. (...) Ceci nourrit une **image administrative et parisienne du FSI qui est encore forte** ». Le COS déplorait également une **motivation « insuffisante, voire inexistante »** des refus aux entreprises, ces refus étant « rarement une occasion de réflexion et de maturation pour et avec leurs dirigeants », et recommandait de « **réduire sensiblement le délai d'instruction et de conclusion des dossiers, surtout en indirect** ».

Interrogés sur ce point, les responsables du FSI font valoir que, « le FSI a systématiquement cherché à apporter une réponse aux entrepreneurs avec lesquels il a été en contact, même lorsque la décision d'investissement s'est avérée négative, ce qui fait inévitablement partie du métier d'investisseur avisé »⁶⁷. Votre rapporteur spécial estime que plusieurs éléments ont pu concourir à altérer la perception de l'action du Fonds dans les mois qui ont suivi sa création. Créé dans un contexte de crise, le FSI a, comme il a déjà été dit, pu être perçu comme un fonds de soutien aux entreprises en difficulté et, selon l'expression du commissaire aux participations de l'Etat, comme un « **guichet public non discriminant** ». Les entreprises dont les dossiers n'ont pas été retenus en ont – de façon fort compréhensible – conçu une certaine amertume et se sont probablement manifestées avec davantage de véhémence que celles dont la candidature avait été retenue.

Ce même contexte de crise a, en second lieu, suscité un **afflux important de dossiers** qui a pu avoir des répercussions sur leur rythme de traitement, agir en investisseur avisé impliquant d'instruire chaque cas de manière approfondie.

A l'appui de leur « défense », les responsables du FSI ont fait état d'une enquête conduite en décembre 2010 par l'institut *Opinion-Way* auprès de 95 chefs d'entreprises, sur la notoriété et la qualité de traitement des outils de financement mis en place dans le cadre du plan de relance⁶⁸. Il ressort de cette enquête « *un fort degré de satisfaction des entrepreneurs interrogés* ». Ainsi :

1) **93 %** des entrepreneurs ont trouvé la **prise de contact simple** ;

2) au sujet du premier contact, les entrepreneurs apprécient **l'écoute** qu'ils ont reçue par rapport à leurs besoins de financement (100 %), la **qualité de l'accueil** (100 %), la **pertinence des réponses** par rapport à leurs besoins de financement (100 %), la **mise en relation** avec d'autres organismes (73 % ; 13 % sont sans avis, 14 % moins satisfaits) ;

3) le **temps écoulé** entre le premier contact et la réponse du FSI est inférieur à 3 mois dans 34 % des cas et compris entre 3 et 6 mois dans 25 % des cas. Le délai de réponse du FSI est donc inférieur à 6 mois dans 59 % des

⁶⁷ Réponses au questionnaire de votre rapporteur spécial.

⁶⁸ Pour le FSI et CDC Entreprises, c'est la partie amont du traitement des dossiers d'investissement qui a été évaluée

cas. Dans les autres cas, le délai de réponse est supérieur à 6 mois (8 %) ou inconnu (25 %). **93 % des entrepreneurs sont satisfaits de ce délai** entre le premier contact et la réponse⁶⁹.

Ce *satisfecit* est partagé par l'APE, dont les représentants ont estimé que les équipes du FSI étaient « réactives » et « *connaissaient bien leur sujet* »⁷⁰. Au demeurant, Jean-François Dehecq, président du COS, a admis, au cours de son audition par votre rapporteur spécial, **que des progrès avaient été accomplis dans l'instruction des dossiers en direct, et estimé que la direction générale du Fonds avait compris l'importance d'une motivation circonstanciée des refus.**

B. UNE DOCTRINE D'INVESTISSEMENT À AFFERMIR

1. Le FSI n'est pas un fonds « classique » de capital-investissement

a) Veiller à ne pas exercer un effet d'éviction à l'égard des acteurs privés

A l'instar des dirigeants et actionnaires du FSI, votre rapporteur spécial estime que cette structure **n'a clairement pas vocation à concurrencer les fonds privés de capital-investissement**, dès lors que ceux-ci ne présentent pas une menace pour les intérêts stratégiques de notre économie, mais à exercer un effet de levier sur le marché, en incitant les investisseurs privés à prendre conscience de l'intérêt stratégique d'une société. De même, il ne saurait constituer un « ultime recours » pour des entreprises non viables ou structurellement déficitaires.

Le directeur général du FSI estime que **le risque éventuel d'effet d'éviction à l'égard du secteur privé est marginal**. Créé au plus fort de la crise, **le FSI a permis en 2009 de pallier l'absence d'investisseurs** dans un marché du capital-investissement très déprimé. Il peut ainsi combler un manque de financements disponibles pour des entreprises pourtant porteuses de projets de croissance. En tant qu'investisseur avisé, il doit **intervenir à des conditions de marché**, mais il ne participe pas aux processus concurrentiels de cessions⁷¹ et envisage des durées de retour sur investissement plus longues que celles des acteurs privés.

Les conditions d'investissement du FSI ne sont donc pas immédiatement comparables à celles des fonds privés de capital-investissement. **La distinction entre complémentarité et substitution peut toutefois se révéler subtile**. En jouant un rôle proche des fonds privés, mais

⁶⁹ Un indicateur du délai de réponse a été mis en place.

⁷⁰ *Propos tenus par Jean-Dominique Comolli au cours de son audition par votre rapporteur spécial.*

⁷¹ *Les phénomènes d'« enchères » sont toutefois plutôt constatés sur le segment du LBO en haut de cycle (effet de rareté et abondance des liquidités).*

avec des exigences financières moins strictes en termes de taux annuel de rendement interne, le FSI est susceptible d'exercer une forme de concurrence à l'égard des acteurs traditionnels du capital-investissement. Mais en tant qu'investisseur de long terme, socialement responsable, minoritaire et soucieux de stabiliser le capital des sociétés, il entend aussi apporter une **valeur ajoutée qui ne soit pas que financière**.

Le président du COS, Jean-François Dehecq, a également indiqué à votre rapporteur spécial que, de son point de vue, certains investissements auraient sans doute pu être réalisés sans le FSI. En outre, ainsi qu'il a été évoqué plus haut, la nature des premiers recrutements, réalisés auprès de fonds de capital-investissement, a imprimé sa marque sur l'approche financière du Fonds.

L'activité du capital-investissement est corrélée aux cycles économiques⁷². Il convient donc de veiller davantage, dans la période actuelle de reprise de la croissance et de dynamisation du capital-investissement, à ce que le FSI ne se substitue pas aux fonds privés.

Votre rapporteur spécial juge ainsi que le Fonds devrait s'abstenir d'intervenir si sa présence ne crée pas de réel effet d'entraînement sur d'autres investisseurs et s'il apparaît qu'un investissement potentiel peut être financé dans de bonnes conditions par les seuls acteurs privés. Jean-Dominique Comolli a ainsi confirmé à votre rapporteur spécial que le FSI n'a vocation à intervenir que si le marché ne le fait pas, ou en tant qu'alternative à la reprise par un fonds dont les objectifs n'apparaîtraient que financiers et de court terme. Ses interventions reposent sur une **analyse « contrefactuelle »**, consistant à évaluer ce qu'il adviendrait de la société si le FSI ne la soutenait pas.

Outre le FSI, **le groupe CDC est aussi un investisseur avisé de long terme**, qui se positionne à la fois comme acteur financier (dont les revenus contribuent au financement de ses missions d'intérêt public) et comme investisseur d'intérêt général, au profit du développement territorial et des PME. Ses doctrines d'investissement ont ainsi été précisées et publiées le 18 décembre 2008.

A cet égard, **votre rapporteur spécial s'interroge sur la légitimité du positionnement de la Caisse sur le segment du LBO, via sa filiale Qualium** (ex-CDC Capital Investissement), qui détient notamment des sociétés telles que Quick et la Foir'fouille. Certes, Qualium investit également sur le segment du capital-développement et entend se distinguer des fonds privés de LBO en intégrant explicitement les principaux thèmes de l'investissement socialement responsable. La contribution du LBO à l'intérêt général, malgré son insertion dans les principes d'investissement de la Caisse, paraît toutefois plus ténue que celle des autres activités de capital-investissement financées par la CDC.

⁷² Avec généralement un certain décalage, lié à la phase de levées de fonds.

b) Des exigences de rendement qui doivent être équilibrées

Entre valorisation de l'argent public et exigences d'intérêt général, notamment le respect du rythme de développement de chaque société, l'objectif de rendement du FSI s'inscrit dans un équilibre délicat. **Le FSI doit ainsi concilier sa nature d'investisseur avisé avec l'intérêt collectif.** La recherche d'une rentabilité de long terme apporte également un gage de sérieux, de crédibilité et de professionnalisme pour les entreprises dans lesquelles le Fonds investit.

A ce titre, **les exigences de rentabilité du FSI sont conformes aux pratiques du marché et liées au couple rendement-risque.** D'après le directeur général du FSI, Jean-Yves Gilet, **il n'est pas souhaitable de fixer ex ante un taux de rendement interne (TRI) de référence**, de manière indifférenciée ou par catégorie d'investissement, le TRI étant avant tout fonction des spécificités de chaque société (secteur, environnement concurrentiel, maturité dans le cycle de croissance, niveau d'activité, situation financière, environnement social, etc.). Votre rapporteur spécial approuve cette démarche. En outre, le FSI est d'autant plus fondé à escompter un TRI inférieur à celui affiché par certains fonds privés de capital-investissement qu'il peut investir sur une durée en moyenne plus longue.

Des difficultés peuvent toutefois surgir lorsque le FSI investit aux côtés de fonds privés dont les exigences de rendement sont plus élevées. Il appartient dans ce cas au Fonds de veiller à ce que la rentabilité globale attendue ne mette pas en péril le développement de la société.

Votre rapporteur spécial considère également que **l'objectif de TRI ne doit pas constituer le critère primordial** d'un investissement, et **doit le cas échéant pouvoir être abaissé en temps de crise** pendant la durée de l'investissement. Il est vrai qu'à l'heure actuelle, une inflexion dans les ambitions de développement et de rentabilité semble d'autant moins justifiée que l'essentiel de la crise est passé. Jean-Yves Gilet admet toutefois qu'elle pourrait se justifier au cas par cas sur la base du principe de l'investisseur avisé, c'est-à-dire si le risque associé avec l'investissement diminue.

Votre rapporteur spécial s'est enfin interrogé sur le **niveau de la rémunération des produits OC+**, de 12 % à 15 % prime de non-conversion incluse. Le directeur général du FSI estime que ces taux ne sont pas excessifs, comme en témoigne le succès du dispositif. Dans la mesure où ils se révèlent **assez proches du rendement moyen des financements dits « mezzanine »**⁷³ que l'on retrouve fréquemment dans des montages LBO reposant sur un rendement du capital de l'ordre de 25 %, votre rapporteur spécial considère que ces taux sont **plutôt élevés**. Selon la CDC, tout rendement inférieur à 12 % aurait toutefois pu être qualifié d'aide d'Etat par les autorités de la concurrence.

⁷³ *Sommairement, il s'agit de titres de dette intermédiaires entre le capital et la dette « senior » (ie. remboursée en priorité), généralement assortis de bons de souscription d'actions.*

2. Un investisseur « socialement responsable » : des intentions aux actes

La différence entre le FSI et un fonds de capital-investissement « classique » tient également à **l'attention portée aux dimensions sociale et environnementale dans l'entreprise au capital desquelles il est question d'entrer**. Or, si ce positionnement de principe a toujours été revendiqué par les responsables du FSI, sa traduction opérationnelle a été plus lente à s'opérer.

a) Un positionnement constamment revendiqué

Le statut d'investisseur socialement responsable (ISR) du FSI a **constamment été revendiqué** par ses responsables. Auditionné par votre commission des finances le 29 avril 2009, Gilles Michel, premier directeur général du Fonds, déclarait ainsi : *« nous investissons avec une volonté d'être un minoritaire actif associé à la gouvernance de l'entreprise dans ses différentes composantes, à la fois sociale en étant attentif à la responsabilité sociale de l'actionnaire que nous serons et de l'entreprise dans laquelle nous serons actionnaires et, bien sûr, porteurs d'une position assez exigeante en matière d'éthique et de bonne gouvernance »*.

Jean-Yves Gilet, son successeur, affirmait récemment dans la presse⁷⁴, qu'*« étant investisseur de deniers publics, nous avons des exigences différentes vis-à-vis des entreprises qu'un fonds classique de private equity (...). C'est notamment vrai en matière de respect de l'environnement, de dialogue social, de formation des salariés et d'ancrage de l'emploi dans les régions. Par exemple, il est clair que notre décision d'accompagner Windhurst dans le rachat de Parisot [mobilier en kit] n'était pas étrangère au fait qu'il y avait là moyen d'ancrer 1 500 emplois entre les Vosges et la Haute-Saône, région en pleine désindustrialisation »*.

Pour sincère qu'elle soit, l'attention portée aux problématiques sociale ou environnementale ne semble pas avoir trouvé de traduction opérationnelle immédiate, puisque le comité d'orientation stratégique du FSI a jugé bon de rappeler à plusieurs reprises l'importance de cette dimension. Dans son premier rapport à la ministre chargée de l'économie, le COS proposait que figurent parmi les critères ISR *« le développement de l'emploi et des compétences, le renforcement de la recherche et des technologies jugées clés, la capacité d'exportation et la valeur des marques et, dans la mesure du possible, l'équilibre des actions sur le territoire national »*. Ce même rapport regrettait qu'un *« critère d'éthique fiscale des dirigeants »* n'ait pas été retenu.

Dans son second rapport, le COS a à déploré *« l'absence de progrès significatifs »* en la matière. Selon ce document, *« la direction du FSI a fait quelques pas qui paraissent davantage dictés par une perception politique – il faut parler d'emploi – que par une adhésion au fond. Cela se traduit par*

⁷⁴ Entretien accordé au journal Libération le 15 avril 2011.

*l'affichage désormais systématique du nombre d'employés des sociétés dans lesquelles le fonds intervient mais cela paraît insuffisant. (...) Le FSI souligne qu'il est difficile et risqué de vouloir chiffrer un nombre d'emplois sauvés ou créés par ses interventions. Le COS en convient et ne le demande pas mais il souhaite, en revanche, **que la qualité de la gestion sociale des entreprises soit prise en compte** tout en ayant conscience de la sensibilité du sujet. Ce n'est pas un critère de décision suffisant mais il est nécessaire. Le FSI n'a pas de conduite à prescrire mais un dialogue à mener comme il le fait en matière financière. **Il est indispensable qu'une cellule spécialisée examine la situation sociale des sociétés.** Un examen des relations sociales au cours des dernières années ainsi que l'évolution passée de l'emploi et sa projection sur les années à venir paraît un minimum, avant toute prise de participation. L'existence de cette cellule spécialisée permettrait d'ailleurs un échange réel avec les partenaires sociaux présents au COS. » **Ces observations ont conduit le COS à recommander que la dimension sociale soit « institutionnalisée dans la grille d'analyse du FSI » et que le fonds se dote « des compétences nécessaires » pour la prendre pleinement en compte.***

b) Un début de traduction opérationnelle

La mission d'investisseur socialement responsable du FSI a trouvé un début de traduction opérationnelle à travers le recrutement en septembre 2010 d'un **conseiller social**, en la personne d'Yves Barou, et par la définition d'une « grille » d'analyse fondée sur plusieurs critères⁷⁵ que sont **la gouvernance transparente de l'entreprise, des pratiques de management de qualité, l'importance attachée à l'emploi, le recours au dialogue social comme méthode de résolution des problèmes, l'attention portée aux personnes, le souci du territoire local et la préservation de l'environnement.**

Ces critères sont pris en compte **non seulement lors de la décision d'investissement**⁷⁶, **mais également lors de la gestion de la participation prise**, le FSI ayant vocation à jouer un rôle d'« *acteur de référence promouvant les bonnes pratiques* », en définissant des **objectifs de progression** avec chaque entreprise et en organisant leur suivi régulier. En effet, selon Yves Barou, « *contrairement aux acteurs traditionnels de l'investissement socialement responsable, le FSI s'attache moins à la notation de l'entreprise au départ qu'aux progrès qu'elle est capable de réaliser. Il ne s'agit pas de sanctionner des entreprises mais de les convaincre de l'intérêt qu'elles ont à améliorer leurs pratiques et de leur laisser la responsabilité opérationnelle de ces améliorations, à travers un "business plan social et sociétal" »*⁷⁷.

⁷⁵ Dits « critères ESGM » (emploi, social, gouvernance, management).

⁷⁶ Le document de présentation du mécanisme de cotation des investissements remis à votre rapporteur spécial comprend ainsi deux sous-critères « Environnement » et « Social » dont il est néanmoins précisé que la « définition est en cours ».

⁷⁷ Rapport d'activité 2010 du FSI, page 11.

Votre rapporteur spécial prend acte de ces initiatives. Il s'interroge en outre sur l'opportunité d'intégrer la démarche ISR aux **critères d'évaluation professionnelle des équipes d'investisseurs** qui, du fait de leur parcours antérieur, n'ont pas nécessairement été sensibilisées à ces problématiques. Sur ce point, les responsables du Fonds ont précisé que la logique ISR avait été **intégrée dans les objectifs des investisseurs pour 2011**.

Il est également nécessaire que le FSI, en cohérence avec l'APE, œuvre en faveur de la **mise en place d'une gouvernance et d'une politique de rémunération responsables** dans les entreprises dont il est un actionnaire de référence et les fonds auxquels il contribue. Certains interlocuteurs de votre rapporteur spécial lui ont assuré que les administrateurs représentant le FSI s'impliquent beaucoup dans la gouvernance de ses participations, et pour celles cotées, veillent au respect des dispositions du code de gouvernement d'entreprise de l'AFEP et du MEDEF.

Ces principes constituent un minimum et en tant qu'actionnaire et investisseur publics, le FSI peut aller plus loin en promouvant les meilleures pratiques de place en matière de rémunération fixe et variable des dirigeants, de déontologie des administrateurs, de valorisation des comités spécialisés du conseil d'administration, de transparence à l'égard des actionnaires ou de *carried interest* des gestionnaires de fonds.

c) ISR et emploi : le FSI n'est pas un « antidote » contre les licenciements

Enfin, **plusieurs polémiques** ont éclaté lorsque des entreprises au capital desquelles le fonds était entré⁷⁸ ont procédé à des **licenciements**. Au cours d'une séance de questions orales avec débat tenue au Sénat le 10 septembre 2009, notre collègue Nathalie Goulet soulignait, au sujet de l'entreprise Valéo, que « *le Fonds stratégique d'investissement n'a(vait) pu éviter ni les licenciements dans l'entreprise, ni le versement d'un parachute doré de 3,2 millions d'euros au dirigeant congédié* » ; elle avait souhaité « *que l'on remette la question de l'emploi, **totalemt absent des préoccupations du FSI** – du moins dans les motivations annoncées –, au cœur de l'activité du fonds* ».

En réponse, Hervé Novelli, secrétaire d'Etat chargé du commerce, des PME, du tourisme, des services et de la consommation, avait fait valoir que « *les entreprises qui acceptent l'aide du FSI et par conséquent son intervention dans leur gouvernance savent que ses représentants seront particulièrement attentifs, plus que des investisseurs privés, à la motivation réelle et à la qualité d'éventuels plans sociaux. Ce sujet est systématiquement abordé avant l'entrée du FSI dans le capital d'une entreprise, **mais interdire au FSI d'entrer au capital d'entreprises fragilisées au motif qu'elles doivent lancer un plan social risquerait d'exposer ces dernières aux appétits***

⁷⁸ Valeo, Nexans et Farinia notamment.

d'autres actionnaires socialement moins responsables, ce qui aurait des conséquences sans nul doute plus négatives encore pour l'emploi ».

Dans le même esprit, Jean-Yves Gilet considère que *« si les entreprises sont contraintes, pour s'adapter à leur environnement économique, de réduire leur effectif, nous exigeons que cela se fasse dans des conditions exemplaires, avec des mesures de reconversion, de reclassement, etc. C'est une démarche très complète, à la française, qui surprend parfois les investisseurs étrangers »*⁷⁹.

Votre rapporteur spécial partage cette analyse. **Le comportement d'investisseur socialement responsable ne doit pas faire l'objet d'une interprétation extensive, voire « maximaliste », aux termes de laquelle l'entrée du FSI au capital d'une entreprise constituerait un « antidote » contre tout plan social ou toute suppression d'emploi.** Il est en revanche impératif que, dans l'hypothèse où de telles suppressions devraient intervenir, le FSI s'assure de leur caractère inévitable et de la qualité de l'accompagnement social mis en œuvre.

C. DU GUICHET PUBLIC AU FONDS PROACTIF

Au terme d'une période de montée en charge où le FSI a pu fonctionner comme un « guichet » face à l'afflux des dossiers suscité par la crise, son action semble devoir évoluer vers une **démarche de structuration des filières** cohérente avec les priorités définies dans le cadre de la Conférence nationale de l'industrie.

Cette nouvelle approche implique une **attitude plus « proactive »**, que le directeur général du FSI résumait récemment en ces termes : *« nous n'attendons pas que l'on vienne nous chercher. Aujourd'hui, nous identifions dans chaque région au sein de chaque filière les entreprises structurantes, de par leur taille ou leur rôle. Nous prenons alors contact avec elles pour étudier notre participation à leurs projets de développement. Notre objectif est souvent de favoriser les synergies entre entreprises au sein de chaque filière »*⁸⁰.

1. Une approche globale : le FSI comme « prescripteur » de la compétitivité et du renforcement des fonds propres

Le contexte économique et de financement des entreprises a évolué depuis la création du FSI début 2009. En premier lieu, la **menace prédatrice des fonds souverains étrangers**, qui avait été largement débattue en 2008⁸¹

⁷⁹ Entretien au journal Libération du 15 avril 2011.

⁸⁰ Entretien au journal Libération du 15 avril 2011.

⁸¹ Cf. en particulier la table ronde organisée par la commission des finances du Sénat le 15 mai 2008 sur les fonds souverains, qui a donné lieu au rapport d'information n° 336 (2007-2008).

(notamment à la suite d'investissements dans des banques étrangères en difficultés), **s'est aujourd'hui atténuée** et attise moins la méfiance des Etats. La démarche d'ouverture et de partenariat promue par le Gouvernement et la CDC permet d'aborder le rôle des fonds souverains sous un angle plus constructif, le principe de réciprocité étant de nature à garantir un intérêt mutuel à la coopération.

La priorité à accorder aux PME et ETI s'est en revanche renforcée et revêt plusieurs dimensions :

- l'édification des futurs **avantages comparatifs** de notre pays, dans une logique de valorisation des savoirs-faires existants et d'identification en amont de filières d'avenir ;

- l'augmentation des capacités de **création d'emplois** au niveau régional, qui implique d'encourager le développement des grosses PME pour leur permettre d'accéder plus rapidement au stade de l'ETI, et de contribuer à la structuration des filières sectorielles par la responsabilisation des donneurs d'ordres à l'égard du réseau de leurs sous-traitants ;

- le financement privé en **fonds propres** par le capital-investissement ou les marchés financiers, qui fait défaut aux PME et pourrait subir l'impact récessif des réformes prudentielles en cours dans les secteurs de la banque (dispositif « Bâle III » du Comité de Bâle) et des assurances (directive communautaire « Solvabilité II »).

Dès lors, l'objectif de stabilisation et d'ancrage du capital des ETI et grandes entreprises aux mains d'actionnaires français de long terme paraît aujourd'hui moins prégnant. **Le FSI doit en revanche conforter sa vocation de coordonateur et « prescripteur »** (par l'effet de levier sur l'investissement privé) **de l'accompagnement de PME et ETI régionales disposant d'atouts comparatifs, porteuses d'emplois et susceptibles de jouer un rôle dans la consolidation de filières.**

2. Mieux connaître les filières et contribuer à leur structuration

Aux termes de la lettre de mission adressée, le 9 mai 2011, au directeur général du FSI par ses deux actionnaires, le Fonds doit désormais jouer un rôle actif « **de structuration des filières sectorielles et du tissu économique régional** ».

Dès 2009, et notamment sous l'impulsion de son comité d'orientation stratégique, le FSI avait lancé une **série d'études de filières, sectorielles ou technologiques**. Les études de **filières** ont ainsi concerné l'automobile, l'aéronautique et le nucléaire ; les études **sectorielles** ont été conduites pour la pharmacie et les biotechnologies, la chimie, les agro-industries, le luxe, les sociétés de services en ingénierie informatique et les logiciels. Enfin, des études « **technologiques** » ont été entreprises dans les domaines des

écotechnologies, de la sécurité des systèmes d'information et du *cloud computing*⁸².

Dans ses réponses au questionnaire, le FSI a en outre indiqué que « *cinq nouvelles études sont en cours de réalisation. Les domaines correspondants ont été sélectionnés, au-delà de leur capacité à générer de la rentabilité, au regard de leur capacité contributive à la performance de l'économie française (analyse statistique de la contribution à la croissance, à l'emploi, à la balance commerciale, à l'innovation...) ou de considérations particulières de stratégie industrielle. Ils recourent les filières retenues pour les comités stratégiques de filières dans le cadre de la Conférence nationale de l'industrie*⁸³ auxquels le FSI a activement participé »⁸⁴.

Les priorités aujourd'hui identifiées par la lettre de mission sont :

1) de proposer, pour chaque filière, un **programme d'investissement explicite et spécifique** ;

2) d'identifier les **entreprises à fort potentiel**, dotées d'acquis technologiques ou de savoir-faire différenciant par rapport à la concurrence, afin de jouer un « *rôle moteur dans les dossiers de consolidation industrielle et de faciliter (...) la structuration du secteur* » ;

3) de **concentrer les efforts du fonds sur les ETI indépendantes**, dont la fragilité du capital freine la croissance, de façon à atteindre, « *si les conditions de marché le permettent, un doublement du volume d'investissements réalisé annuellement sur ce segment du marché* » ;

4) de **coordonner les investissements consentis par les acteurs de premier rang ou les grands donneurs d'ordres** de filières sectorielles dans le développement de sous-traitants ou PME innovantes. A cet égard, le FSI est invité à « *envisager la mise en place, d'ici la fin de l'année, de nouveaux fonds dans les filières ou cela se prête le mieux, dès lors (qu'il) pourra mobiliser des capitaux extérieurs au secteur public au sein de ces fonds* » ;

5) de « *fédérer les actions à destination du tissu industriel régional* », par le biais d'un rapprochement avec les **fonds régionaux** (cf. infra).

Votre rapporteur spécial souhaite que le COS, qui a très tôt manifesté sa sensibilité aux questions de politique industrielle, soit **associé le plus étroitement possible** à la mise en œuvre de ces préconisations.

Il n'est, par ailleurs, pas convaincu que l'effort de structuration des filières doive passer par la création de nouveaux fonds sectoriels. **La création de ces fonds risque en effet de s'opérer au préjudice de la lisibilité de l'action du FSI, de son identification claire en tant que « marque » et au**

⁸² Technique qui consiste à déporter sur des serveurs distants des traitements informatiques traditionnellement localisés sur des serveurs locaux ou sur le poste client de l'utilisateur.

⁸³ Les directeurs d'investissement du FSI participent aux travaux des comités stratégiques de filières de la CNI afin de favoriser la cohérence des actions entreprises.

⁸⁴ Réponses au questionnaire.

prix d'une sophistication supplémentaire du paysage des investisseurs publics susceptible de dérouter les chefs d'entreprise. Les responsables du FSI semblent adopter un positionnement de « compromis » sur ce point : s'ils soulignent que les fonds sectoriels constituent un instrument efficace de « drainage » de l'investissement de partenaires industriels ne souhaitant pas détenir une multiplicité de participations directes ou investir dans un fonds à vocation généraliste, ils admettent néanmoins que la création de tels fonds **ne saurait constituer une approche exclusive dans la structuration des filières.**

3. Conforter une démarche proactive et garantir une visibilité régionale

Passée l'urgence des interventions en temps de crise, le FSI doit avoir une approche moins réactive et plus pro-active, qui traduise un réel investissement sur l'avenir. Depuis début 2010, les dirigeants et collaborateurs du Fonds s'attachent à entrer dans une phase plus dynamique de prospection des dossiers, particulièrement dans les régions. Le Fonds a ainsi mis en place un **plan d'action régionale** selon les axes suivants :

- l'animation, par les dirigeants et directeurs d'investissement du Fonds, de nombreuses **réunions en région**, dans les préfectures ou devant des cercles locaux de dirigeants d'entreprises ;

- **l'adossement au dispositif « Appui PME »**, lancé en avril 2009 par le ministère de l'économie, la CDC et Oséo et destiné à informer les entreprises sur les outils de mise en relation avec des investisseurs. Ce dispositif comprend des plates-formes régionales d'orientation animées par les directions régionales de la CDC et d'Oséo, des outils (numéro d'appel détaxé et site Internet) d'orientation et de mise en relation avec les principaux acteurs du financement des PME, et l'organisation de forums dans les régions, en partenariat avec des organisations professionnelles ;

- une équipe dédiée à l'action régionale, qui anime et coordonne des **délégués régionaux** déployés au sein du réseau territorial de la CDC. Cette démarche s'inscrit dans le cadre plus général du mandat d'action en faveur des entreprises locales dont sont désormais investis les directeurs régionaux de la CDC et auquel ils consacrent environ le tiers de leur temps ;

- la **déclinaison des études sectorielles**, selon une expérimentation menée dans trois régions (Midi-Pyrénées, Nord-Pas-de-Calais et Pays de la Loire). Cette démarche permet d'identifier les secteurs économiques clefs pour l'action du FSI puis, le cas échéant, des opportunités d'investissement.

Le déploiement de l'action régionale en 2010 et 2011 se résume ainsi :

Sens de l'action régionale du FSI	Acteurs de l'action régionale en 2010	Extension de la présence en région en 2011	Mobilisation
<ul style="list-style-type: none"> - Faire connaître l'empreinte territoriale - Identifier de nouvelles entreprises - Mieux connaître et gérer les enjeux locaux - Qualifier, orienter et fluidifier les rapports entre le FSI et les PME candidates 	<ul style="list-style-type: none"> - La mission entreprises du FSI impulse, coordonne et rend compte - Les délégués régionaux du FSI, ceux de la CDC et notamment leurs chargés de mission « entreprises » 	<ul style="list-style-type: none"> - Un FSI physiquement plus présent en région - Une mobilisation régionale au-delà de la « mission entreprises » - Une marque FSI portée par les fonds partenaires - Tout investissement réalisé par un fonds portera la marque FSI France Investissement 	<ul style="list-style-type: none"> - Un dirigeant du FSI pour les relations institutionnelles dans chaque région - Chaque directeur d'investissement est interlocuteur du tissu socio-économique de deux régions - Former le réseau à la logique d'investissement du FSI - En liaison avec la direction de la communication, mettre en œuvre le plan de communication régionale

Source : document de présentation du FSI du 14 avril 2011

La **nouvelle lettre de mission** du directeur général du FSI, signée le 9 mai 2011 et évoquée plus haut, **conforte cette orientation régionale**. Elle considère comme nécessaire « (i) *qu'une entreprise s'adressant à l'un quelconque des différents intervenants puisse être directement orientée vers un correspondant, souvent local, qui dispose de l'outil adéquat, la conseille et l'accompagne jusqu'au bout et* (ii) *de connaître à tout moment l'interlocuteur en charge et l'état d'avancement du dossier* ». Pour répondre à ces deux objectifs, « *les plateformes régionales coordonnant l'ensemble des instruments devraient se développer afin de servir de point d'entrée plus accessible aux entreprises* ».

Votre rapporteur spécial estime que, dès lors que le FSI est appelé à devenir le « guichet unique » du financement en fonds propres des PME, **son identité doit prévaloir sur celle de CDC Entreprises dans la communication locale**, et non pas s'effacer derrière la CDC. Il est en tout cas nécessaire d'éviter une concurrence entre les deux structures sur ce terrain.

En outre, l'action locale du FSI peut contribuer à la **restructuration ou à la redynamisation de fonds régionaux** ne présentant pas la taille critique. Cet axe de développement peut être illustré par le récent co-investissement du FSI, aux côtés du CIC et de la région Alsace, en vue de créer un fonds régional de capital-investissement. Cette opération est d'ailleurs présentée par la Caisse des dépôts comme **emblématique du rôle structurant** que le FSI est appelé à jouer dans les régions.

Le protocole d'accord pour la constitution d'un fonds régional de capital-investissement en Alsace

Le 12 avril 2011, Philippe Richert, ministre chargé des collectivités territoriales et président du conseil régional d'Alsace, Jean-Yves Gilet, directeur général du FSI, Philippe Braïdy, président de CDC Entreprises et directeur général délégué du FSI, et Michel Lucas, président du Crédit Mutuel et du directoire du CIC, en présence d'Augustin de Romanet, directeur général de la CDC, ont signé un protocole d'accord pour la constitution d'un fonds régional de capital-investissement en Alsace : **Alsace Croissance**.

Doté de **50 millions d'euros** apportés par les trois partenaires (25 millions d'euros par CM-CIC, **18 millions d'euros par le FSI via CDC Entreprises**, et 7 millions d'euros par la région), Alsace Croissance a vocation à prendre des participations au capital de sociétés alsaciennes en développement ou en phase de transmission.

La période d'investissement est fixée à **cinq ans** pour des prises de participations dont le montant sera majoritairement compris entre 750 000 euros et 3 millions d'euros. L'objectif est d'entrer au capital d'une **vingtaine d'entreprises**.

La société spécialement créée pour gérer le fonds Alsace Croissance a vocation à **assurer également la gestion des deux outils régionaux existants : Alsace Création et Alsace Amorçage**. Elle couvrira ainsi, en rationalisant les moyens mis en œuvre, toute la chaîne du financement en fonds propres en Alsace.

La création d'Alsace Croissance, compte tenu de la taille du fonds, marque une étape significative dans la politique de capital-investissement de la région Alsace, inaugurée en 1998 avec un premier outil, Alsace Création, spécialisé sur des montants d'investissement plus modestes dans de jeunes entreprises. Elle démontre également **l'implication décisive du groupe Crédit Mutuel-CIC**, très présent en Alsace où il trouve son origine.

Par ce partenariat, le groupe Caisse des dépôts réaffirme sa volonté d'accompagner le développement des PME, notamment avec le FSI, et marque ainsi la première étape d'une nouvelle impulsion dans son action en région. Le groupe est déjà partenaire, directement ou grâce à sa filiale CDC Entreprises, de la totalité des outils de financement alsaciens (SODIV Alsace, Alsace Création, AIRFI...).

Complémentaire d'Alsace Création dans la chaîne du capital investissement, **Alsace Croissance succède au fonds régional Alsace inter-région fonds d'investissement (AIRFI)**, créé en 2005 et dont la période d'investissement est venue à terme. Le montant d'Alsace Croissance est près de quatre fois supérieur à celui d'AIRFI. Le nouveau fonds aura également vocation à succéder à AIRFI dans sa participation à la **plateforme régionale Appui PME** qui a pour objectif d'orienter les PME alsaciennes en recherche de fonds propres.

Ainsi renforcé et articulé, l'ensemble du dispositif d'accompagnement et de financement des PME en Alsace pourra apporter une réponse de proximité au tissu économique local au bénéfice de la croissance, de la compétitivité et de la création d'emplois.

Source : communiqué de presse du FSI du 12 avril 2011

TRAVAUX DE LA COMMISSION

Réunie le mercredi 8 juin 2011 sous la présidence de M. Jean Arthuis, président, la commission a entendu une communication de M. Jean-Pierre Fourcade, rapporteur spécial, sur les participations transférées au Fonds stratégique d'investissement (FSI).

M. Jean Arthuis, président. – Nous entendons Jean-Pierre Fourcade sur les participations transférées au FSI, qui proviennent de l'Etat et de la Caisse des dépôts et consignations (CDC).

M. Jean-Pierre Fourcade, rapporteur spécial. – Après un démarrage un peu difficile, le FSI est aujourd'hui une institution qui fonctionne bien mais qui requiert quelques ajustements. Je formulerai cinq principales observations au gré des transparents qui vous seront projetés.

Le FSI est tout d'abord un outil original et qui a démontré son utilité. Il ne s'est pas transformé en « infirmerie de campagne » en 2009 et 2010 et a joué son rôle de renforcement de la compétitivité des entreprises. Est-il pour autant un fonds souverain ? Les actionnaires et dirigeants du Fonds estiment que c'est le cas, mais pour la commission des finances, il paraît difficile de le considérer comme tel lorsqu'on a un déficit budgétaire de 7 % du PIB et 1 500 milliards d'euros de dette publique ! C'est ma première observation.

Ainsi que le rappelle la nouvelle lettre de mission assignée au directeur général du FSI, adressée le 9 mai dernier et d'ailleurs concomitante avec ma mission de contrôle, le FSI est un investisseur avisé soucieux de l'intérêt collectif, minoritaire et de long terme. Il intervient en fonds propres et quasi-fonds propres auprès d'entreprises de toutes dimensions, pour contribuer à leur développement lorsqu'elles sont en bonne position concurrentielle, accompagner leur transformation dans la mondialisation ou renforcer et arrimer leur actionnariat de long terme.

Ce fonds a été doté de 20 milliards d'euros et est détenu à 51 % par la CDC et à 49 % par l'Etat. De manière originale, cette dotation a été constituée par 14 milliards d'euros d'apports de titres cotés ou non et 6 milliards d'euros d'apports en numéraire, dont une fraction de 3,6 milliards n'est pas encore libérée, ce qui illustre la difficulté de trouver des fonds propres pour ce fonds. L'Etat a apporté trois participations, pour un montant de 6,86 milliards d'euros, dans Aéroports de Paris, France Télécom et STX France Cruise, mais le FSI n'est pour l'heure pas en mesure de les céder. Là réside donc ma deuxième observation : le Fonds a « démarré doucement » et est contraint par un certain manque de liquidité lié aux apports reçus de l'Etat et à la fraction non libérée de l'apport en numéraire. Les apports de la CDC ont été plus variés, avec vingt participations cotées et onze participations dans des

structures non cotées, essentiellement des fonds de capital-investissement. Les participations cotées sont plus liquides et le FSI en a d'ailleurs cédé certaines d'entre elles en 2010.

La gouvernance du Fonds est assez sophistiquée mais m'apparaît efficace. Elle comprend un conseil d'administration, auquel participent les deux actionnaires et trois administrateurs indépendants issus du secteur privé, et un comité d'orientation stratégique (COS) auquel sont notamment représentées les organisations syndicales. Le secrétaire général de la CGT m'a d'ailleurs récemment confié qu'il attachait beaucoup d'importance à ce comité, qui est présidé par une personnalité marquante, Jean-François Dehecq. Les rapports élaborés par le COS en 2009 et 2010 m'ont ainsi été très utiles. Le FSI est également une structure assez légère, dont le coût est modéré. Elle emploie cinquante-sept collaborateurs et ses charges d'exploitation s'élèvent à environ 20 millions d'euros, ce qui représente, en incluant les honoraires externes, seulement 0,3 % des actifs sous gestion.

En revanche, les modes d'intervention sont beaucoup plus complexes. Le FSI investit en direct dans des entreprises, mais aussi de manière indirecte, dans des fonds, à travers deux principaux canaux :

- des fonds spécialisés qu'il a contribué à créer et qu'il cofinance avec des partenaires publics ou privés, en particulier dans une logique de filière. Il finance ainsi les fonds de modernisation des équipementiers automobile de rang 1 et 2, Innobio et le Fonds Bois ;

- le programme généraliste FSI France Investissement, hérité de la CDC et géré par CDC Entreprises, dans le cadre duquel il investit aujourd'hui dans 191 fonds nationaux et régionaux. La CDC justifie cette organisation par un principe de subsidiarité, et entre janvier 2009 et mars 2011, ces fonds partenaires sont entrés au capital d'environ 670 entreprises, pour environ un milliard d'euros.

Sur la même période, le FSI a investi au total 3,82 milliards d'euros, dont, outre les fonds que j'ai mentionnés, 2,4 milliards d'euros en direct dans 42 entreprises (en incluant le Fonds de co-investissement direct), et 419 millions d'euros dans 86 entreprises au travers des fonds spécialisés. L'effet a été très important dans le secteur de la sous-traitance automobile, mais plus limité dans la filière bois. L'objectif d'engagements pour 2011 est d'environ deux milliards d'euros, dont un gros investissement de près de 700 millions d'euros dans STMicroelectronics.

La crise a suscité un afflux de demandes et le Fonds a ainsi reçu près de deux mille dossiers en 2009 et 2010, dont peu ont été traités par prospection directe. Le FSI a conclu un partenariat avec le fonds souverain Mubadala, mais qui n'a pour l'instant donné lieu à aucun co-investissement. Ceci conforte mon constat sur la distinction entre le FSI et les fonds souverains tels qu'on les entend habituellement.

La situation financière du FSI est tout à fait convenable. Au 31 décembre 2010, la valeur nette comptable des titres était de 16,4 milliards d'euros, ce qui témoigne d'une bonne valorisation des actifs, le total de bilan de 21,8 milliards d'euros et le résultat net de 646 millions d'euros.

J'en viens ici à ma troisième observation : une fraction de 60 % de ce résultat, soit 387 millions d'euros, a été distribuée aux deux actionnaires, alors qu'au même moment le Gouvernement annonçait un renforcement des moyens du Fonds, au travers d'un prêt du fonds d'épargne de la CDC. Un tel niveau de dividende me paraît incohérent, même s'il vient abonder le budget de l'Etat en recettes non fiscales. Il aurait été préférable, durant les premières années d'existence du Fonds, de conserver une plus grande part de ces profits plutôt que de mobiliser des ressources d'emprunt issues de la collecte de l'épargne réglementée.

L'augmentation des moyens du FSI est en tout cas nécessaire à terme, compte tenu du repositionnement en cours. Les dirigeants du Fonds souhaitent logiquement qu'elle provienne en priorité de la libération du capital non encore versé.

Néanmoins le Fonds fonctionne plutôt bien. La nouvelle lettre de mission précise que le FSI doit être prioritairement orienté vers les entreprises de taille intermédiaire (ETI) et les PME, sans exclure la consolidation ou la protection du capital de grandes entreprises, et le rapport d'activité pour 2010 – au demeurant excellent – expose clairement les axes d'investissement du FSI.

S'agissant à présent des ajustements, je constate tout d'abord que l'Etat se veut un actionnaire « normal ». Le FSI n'est ni aux ordres du politique, comme on l'a vu avec le dossier Heuliez, ni totalement autonome, car il demeure à la disposition des pouvoirs publics. Une des difficultés, qui tend cependant à s'apaiser, a trait au fait que la Caisse des dépôts, qui aide déjà un grand nombre de PME, joue un jeu un peu compliqué en étant à la fois actionnaire principal du Fonds, co-investisseur et co-gestionnaire.

C'est ma quatrième observation : tout le monde s'occupe des PME ! On trouve ainsi le FSI, la CDC, le Programme d'investissements d'avenir et Oséo, qui intervient en bas de bilan et entretient des rapports parfois conflictuels avec le Fonds. Cet édifice d'une grande complexité témoigne d'une politique industrielle active, mais le FSI reste un outil de taille modeste. Je relève aussi que sa notoriété auprès des chefs d'entreprises est nettement inférieure à celle de CDC Entreprises et d'Oséo. Il importe donc de faire émerger la marque « FSI » et de renforcer sa visibilité en région.

Passée la crise, beaucoup moins de dossiers sont transmis au Fonds. Celui-ci a donc engagé, sur instruction de ses actionnaires, un travail d'étude des filières pour identifier leurs difficultés et les entreprises les plus dynamiques.

Ma dernière observation concerne l'intégration de la démarche d'investissement socialement responsable (ISR), tant par le FSI que par l'Agence des participations de l'Etat (APE). Une grille d'analyse fondée sur plusieurs critères a été mise en place par le Fonds et un conseiller social recruté en 2010, ce qui va dans le bon sens, mais il faut aller plus loin en matière de promotion des bonnes pratiques de gouvernance et de politiques de rémunération responsables dans les entreprises dont le FSI ou l'Etat est un actionnaire de référence. Les représentants des deux instances m'ont assuré que de tels principes étaient bien mis en œuvre, mais si on considère ce qui se passe dans les entreprises, ces interventions me paraissent encore timides sur le plan social.

Au plan régional, la lettre de mission du 9 mai dernier souligne que le FSI doit jouer un rôle actif « *de structuration des filières sectorielles et du tissu économique régional* » et qu'il serait « *utile de renforcer la coordination entre l'ensemble des acteurs publics du financement des PME en région, notamment entre le FSI et Oséo* », ce qui correspond à mes souhaits. Le Fonds a engagé des études de filières, mais le vrai problème est bien que les chefs d'entreprises sachent, au plan local, que le FSI existe, a une vocation stratégique et n'est pas un simple « sous-produit » de la CDC. Après avoir affirmé sa singularité, le FSI doit donc conquérir une visibilité auprès des acteurs économiques.

M. Jean Arthuis, président. – Qualifier le FSI de fonds souverain peut paraître abusif, dans un pays qui se caractérise surtout le poids de ses dettes souveraines... Par ailleurs, je crois que lorsque le concours de la puissance publique est apporté *via* des prises de participations du FSI, cela doit impliquer que les dirigeants et mandataires sociaux respectent des règles déontologiques strictes, en particulier s'agissant des rémunérations.

Mme Nicole Bricq. – Je remercie le rapporteur de ses travaux, qui constituent un point d'étape utile. Les débats que nous avons eus en séance, à l'initiative notamment de notre collègue Nathalie Goulet, avaient trahi certaines inquiétudes, notamment au niveau local, sur les modes d'intervention du Fonds.

Pour ma part, j'ai assisté à la naissance du FSI, qui a suscité beaucoup de débats, parfois heurtés, entre l'Etat et la Caisse des dépôts. Au demeurant, des difficultés subsistent et la coexistence de ces deux actionnaires n'est pas toujours paisible ! Par ailleurs, je persiste à me demander ce que l'on met derrière le « S » de FSI : en quoi ses prises de participations sont-elles stratégiques ? Dans certains cas concrets, le Fonds n'a-t-il pas subi des pressions politiques ?

M. Jean Arthuis, président. – Le politique serait donc antinomique du stratégique ! Ce serait inquiétant...

Mme Nicole Bricq. – La création du FSI aura néanmoins incité la CDC à opérer une revue de l'ensemble de ses participations et interventions dans les PME et à les rationaliser. Le rapporteur estime que l'articulation des

financements demeure complexe, ce qui est exact, mais elle l'est moins qu'auparavant. Le représentant de la CDC en région fait véritablement figure d'interlocuteur unique.

Enfin, à titre personnel, je reproche au FSI de privilégier une intervention par filière un peu classique et colbertiste, et de ne pas s'intéresser suffisamment au développement des réseaux d'entreprises. Plus généralement, s'agissant de la conduite de la politique industrielle, une clarification de l'articulation du FSI et de l'Agence des participations de l'Etat serait bienvenue.

M. Jean-Pierre Fourcade, rapporteur spécial. – L'approche par réseaux peut être complémentaire de l'approche par filières et les actionnaires ont récemment invité le FSI à mieux fédérer les actions à destination du tissu industriel régional.

M. Jean Arthuis, président. – Le versement de 60 % de dividendes s'apparente à une pratique d'actionnaire « glouton » que l'on reproche par ailleurs aux investisseurs privés...

M. Jean-Pierre Fourcade, rapporteur spécial. – Ce versement est d'autant moins compréhensible que l'on s'apprête à mettre à disposition du Fonds une ligne de crédit de 1,5 milliard d'euros, et que l'ensemble des apports initiaux n'ont pas encore été libérés.

Mme Nicole Bricq. – Le prêt de 1,5 milliard d'euros n'est pas une affaire réglée ! Les fonds d'épargne ne doivent pas servir à tout et n'importe quoi.

M. Albéric de Montgolfier. – Je partage l'avis du rapporteur selon lequel on ne comprend pas grand-chose à l'articulation des différents fonds et outils. Par ailleurs, je m'interroge sur le caractère stratégique de certaines participations directes, dans les vignobles de champagne par exemple, comme cela a été récemment envisagé.

M. Jean-Pierre Fourcade, rapporteur spécial. – Il faut distinguer les participations transférées, qui n'avaient pas nécessairement un caractère stratégique, des prises de participation. Sur ce second point, les actionnaires ont demandé au FSI d'affiner sa doctrine d'investissement dans une optique de sélectivité.

M. Jean Arthuis, président. – Le positionnement respectif de l'APE, du FSI et de la CDC n'apparaît pas toujours clairement.

M. Jean-Pierre Fourcade, rapporteur spécial. – L'articulation de l'APE et du FSI est une vraie question, que j'aborde dans le rapport, et le rôle de l'APE dans la conduite de la politique industrielle est un sujet en soi, qui mériterait un rapport entier !

M. Jean Arthuis, président. – Ce pourrait être l'occasion de s'interroger sur la doctrine de l'Etat actionnaire en ce qui concerne la rémunération des dirigeants des entreprises à participations publiques.

M. Philippe Adnot. – Cet effort de clarification est particulièrement bienvenu. Je siège au conseil d'orientation de France Investissement, qui peine aujourd'hui à exercer son effet de levier sur les financements privés compte tenu du durcissement des normes prudentielles. De fait, France Investissement semble se rabattre sur les fonds régionaux, ce qui ne me semble pas de nature à renforcer la dimension stratégique de son action. France Investissement est-il inclus dans le bilan des prises de participation que vous avez évoqué ?

M. Jean-Pierre Fourcade, rapporteur spécial. – Absolument.

M. Philippe Adnot. – Par ailleurs, la lettre de mission adressée par les actionnaires du FSI à son directeur général me paraît brouiller sa doctrine. Est-ce renforcer le caractère stratégique du Fonds que de l'encourager à structurer les filières ? N'est-ce pas, au contraire, un facteur de banalisation et ne risque-t-on pas de passer à côté d'un des objectifs initiaux, qui consistait à renforcer notre tissu d'entreprises de taille intermédiaire (ETI) ?

M. Jean-Pierre Fourcade, rapporteur spécial. – Cette lettre était nécessaire. Elle assigne d'ailleurs au FSI un objectif de doublement du volume annuel des investissements en direction des ETI, si les conditions de marché le permettent.

M. Philippe Dallier. – Vous diagnostiquez un échec relatif des partenariats avec les fonds souverains étrangers. Est-ce irrémédiable ?

M. Jean-Pierre Fourcade, rapporteur spécial. – Les gestionnaires de fonds souverains avec lesquels j'ai pu m'entretenir sont clairement à la recherche d'emplois pour leurs fonds. Il n'est cependant pas impossible que le caractère public du FSI et son implication de long terme suscitent une certaine méfiance à l'étranger.

M. Joël Bourdin. – Le FSI est-il endetté ?

M. Jean-Pierre Fourcade, rapporteur spécial. – A ce jour, non.

M. Jean Arthuis, président. – La commission remercie vivement le rapporteur spécial de sa communication, qui prend un relief tout particulier car il s'agit vraisemblablement de la dernière.

M. Jean-Pierre Fourcade, rapporteur spécial. – En effet, Monsieur le Président, j'ai décidé de ne pas me représenter lors du prochain renouvellement sénatorial.

(Applaudissements des commissaires)

A l'issue de ce débat, la commission a, à l'unanimité, donné acte de sa communication à M. Jean-Pierre Fourcade, rapporteur spécial, et en a autorisé la publication sous la forme d'un rapport d'information.

ANNEXE
LISTE DES PERSONNES AUDITIONNEES ET
RENCONTREES

(par ordre alphabétique)

- M. Jean ARTHUIS, président de la commission des finances du Sénat, membre de la commission de surveillance de la CDC
- M. Jean-Pierre BALLIGAND, député, membre de la commission de surveillance de la CDC
- Mme Patricia BARBIZET, présidente du comité des investissements du FSI
- M. Pierre BENEDETTI, directeur financier du FSI
- M. Michel BOUVARD, député, président de la commission de surveillance de la CDC
- M. Philippe BRAIDY, directeur général délégué du FSI aux petites et moyennes entreprises
- M. Jean-Dominique COMOLLI, commissaire aux participations de l'Etat
- M. Jean-François DEHECQ, président du comité d'orientation stratégique du FSI
- M. Cyril FORGET, chef du bureau aéronautique et défense à l'Agence des participations de l'Etat
- M. Jean-Yves GILET, directeur général du FSI
- Mme Brigitte GOTTI, secrétaire générale de la commission de surveillance de la CDC
- M. Olivier GOUIRAND, chargé d'affaires aéronautique et défense à l'Agence des participations de l'Etat
- Mme Arlette GROSSKOST, députée, membre de la commission de surveillance de la CDC
- M. Yves JAMBU-MERLIN, directeur de la communication du FSI
- M. Augustin DE ROMANET, directeur général de la CDC, président du FSI