

Cour des comptes



ENTITÉS ET POLITIQUES PUBLIQUES

# L'ÉTAT ACTIONNAIRE

Rapport public thématique

Synthèse

Janvier 2017

## **AVERTISSEMENT**

**Cette synthèse est destinée à faciliter la lecture et l'utilisation du rapport de la Cour des comptes.**

**Seul le rapport engage la Cour des comptes.**

**Les réponses des administrations et des organismes concernés figurent à la suite du rapport.**

# Sommaire

|                                                                               |    |
|-------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Introduction</b> .....                                                     | 5  |
| <b>1</b> Un ensemble vaste et hétérogène, des défis majeurs .....             | 7  |
| <b>2</b> Une situation financière préoccupante .....                          | 11 |
| <b>3</b> Les contradictions de l'État actionnaire .....                       | 17 |
| <b>4</b> Des progrès de gouvernance notables, des carences persistantes ..... | 21 |
| <b>5</b> Les voies de progrès .....                                           | 25 |
| <b>Conclusion</b> .....                                                       | 29 |
| <b>Recommandations</b> .....                                                  | 30 |



# Introduction

L'État est-il un bon actionnaire ?

Utilise-t-il ses participations dans les entreprises à bon escient, comme un outil de politique publique ?

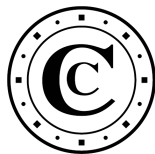
La Cour des comptes a cherché à répondre à ces questions en examinant l'utilisation qui a été faite, entre 2010 et 2016, des participations publiques – exclusives, majoritaires ou minoritaires – au capital des entreprises. L'État actionnaire est considéré ici au sens large : l'État stricto sensu, incarné par l'Agence des participations de l'État (APE), mais aussi la Caisse des dépôts et consignations (CDC), établissement public à statut sui generis, et Bpifrance, détenue à parité par l'État et la Caisse des dépôts.

L'État n'est pas un actionnaire comme un autre. Aux préoccupations patrimoniales habituelles d'un actionnaire s'ajoutent des enjeux de nature plus générale qui justifient la participation publique dans l'entreprise. La multiplicité des objectifs poursuivis, souvent contradictoires, caractérise ainsi l'État actionnaire. Il en résulte des difficultés récurrentes que la Cour a de nouveau constatées et qui conduisent à s'interroger sur l'efficacité de l'actionnariat public. Pour autant, les participations dans les entreprises restent, en France, un outil d'intervention particulièrement développé, au regard de ce que l'on constate dans des pays comparables.

Le rapport Nora sur les entreprises publiques estimait déjà en 1967 que « le secteur public offre l'image d'un paysage aux frontières imprécises et à la physionomie chaotique ». Il dénonçait « la dilution des responsabilités » et recommandait de donner aux entreprises publiques une très large autonomie de gestion. En 2003, le rapport Barbier de La Serre déplorait en des termes très proches la confusion des rôles remplis par l'État à l'égard des entreprises publiques, l'identification insuffisante de la fonction d'actionnaire, le manque d'orientations claires données aux dirigeants, le mauvais fonctionnement des conseils d'administration et une présence excessive de l'État dans la gestion des entreprises. L'Agence des participations de l'État a été créée en 2004 pour remédier à ces dysfonctionnements.

Dans une économie de marché, l'intervention de l'État comme producteur de biens et de services marchands reste discutée. Sans ignorer ces débats de doctrine, l'approche retenue par la Cour a été volontairement pragmatique. À partir d'une série d'analyses sectorielles, elle a cherché à apprécier concrètement l'aptitude de l'État à utiliser le levier de l'intervention en fonds propres, à identifier les conditions requises pour en tirer le meilleur parti, et à en mesurer les effets sur les finances publiques.





# 1 Un ensemble vaste et hétérogène, des défis majeurs

## Un niveau élevé de participations dans un large éventail de secteurs

Les participations publiques dans les entreprises représentent un vaste ensemble de 1800 entreprises détenues directement, à titre exclusif, majoritaire ou minoritaire. Sa valeur comptable est d'environ 100 Md€ à la fin de 2015. Au sein de ce portefeuille, 62 participations sont cotées en

bourse, pour une valorisation totale de 77,4 Md€ à la fin de 2016. L'APE est le principal actionnaire, suivi par la Caisse des dépôts et consignations, puis par Bpifrance. Dispersé entre différentes mains et de nombreuses lignes, ce patrimoine reste toutefois, en l'absence de publications synthétiques régulières, mal connu, malgré l'importance du capital public immobilisé.

**Le portefeuille des participations publiques dans les entreprises au 31 décembre 2015**

| Actionnaires             | Nombre de participations | Valeur nette comptable | %          |
|--------------------------|--------------------------|------------------------|------------|
| <i>APE</i>               | <i>91</i>                | <i>80 190 M€</i>       |            |
| APE (hors Bpifrance)     | 90                       | 69 612 M€              | 70,4       |
| <i>Caisse des dépôts</i> | <i>922</i>               | <i>22 058 M€</i>       |            |
| CDC (hors Bpifrance)     | 921                      | 11 567 M€              | 11,7       |
| Bpifrance                | 707                      | 15 982 M€              | 16,1       |
| BRGM, CEA, CNES et IFPEN | 32                       | 1 764 M€               | 1,8        |
| <b>Total</b>             | <b>1 750</b>             | <b>98 925 M€</b>       | <b>100</b> |

Source : Cour des comptes

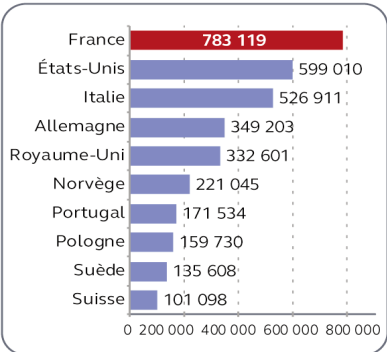
Notes : les totaux sont effectués après élimination des données relatives à Bpifrance, elle-même détenue à parité par l'État et la CDC ; à l'exception des fonds d'investissement, ne sont retenues ici que les participations de premier rang.

La France est l'un des pays de l'OCDE dans lesquels la part des entreprises à participation publique est la plus importante. Elles emploient 2,4 millions de salariés, soit 10 % de l'emploi salarié total : une personne sur dix est employée par une entreprise à

participation publique et même une sur six si l'on se réfère au seul emploi salarié hors fonction publique. Les participations publiques sont présentes dans un très large éventail de secteurs : audiovisuel, énergie, transports, services, finances et industrie.

# Un ensemble vaste et hétérogène, des défis majeurs

**Effectifs des entreprises publiques  
(à détention majoritaire par l'État)  
dans quinze pays de l'OCDE, à fin 2012**



Source : Cour des comptes d'après données OCDE, APE

## Un portefeuille hétérogène et peu mobile

Intimement lié à l'histoire politique et sociale, le secteur public revêt en France une forte dimension culturelle et symbolique qui porte la marque, toujours profonde, de l'héritage colbertiste. Davantage que dans d'autres pays, les représentations collectives influencent les comportements des acteurs politiques, administratifs et syndicaux. Le portefeuille des participations publiques y doit plus à l'histoire qu'à une quelconque logique.

**Les principales participations publiques dans les entreprises**

|                               | <div>  <p><b>APE</b><br/>AGENCE DES PARTICIPATIONS DE L'ÉTAT</p> </div> | <div>  <p><b>bpi france</b></p> </div> | <div>  <p><b>Caisse des Dépôts</b></p> </div> |
|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Transports                    | <div>  </div>                                                          |                                                                                                                          | <div>  <p><b>transdev</b></p> </div>         |
| Énergie et matières premières | <div>  </div>                                                          | <div>  </div>                         | <div>  <p><b>CNR</b></p> </div>              |
| Services Finance              | <div>  </div>                                                          | <div>  </div>                         | <div>  </div>                                |
| Défense Aéronautique          | <div>  </div>                                                          | <div>  <p><b>DAHER</b></p> </div>     |                                                                                                                                  |
| Industrie Télécoms            | <div>  </div>                                                          | <div>  </div>                         |                                                                                                                                  |
| Audiovisuel                   | <div>  </div>                                                          |                                                                                                                          |                                                                                                                                  |

Source : Cour des comptes

Notes : En cas de co-détention par des actionnaires publics, la participation est affectée à l'actionnaire détenant la part la plus élevée. Les actionnaires sectoriels (CNES, CEA, BRGM, IFPEN) et les établissements publics hors de son champ d'intervention (comme l'INA) sont présentés ici, par simplification, avec l'APE.



# Un ensemble vaste et hétérogène, des défis majeurs

Le portefeuille de l'APE, le plus important (80,2 Md€ à la fin de 2015), résulte principalement des trois vagues de nationalisation qui ont marqué le XX<sup>ème</sup> siècle, lors du Front populaire (1936), dans l'immédiat après-guerre (1946) et au début des années 80 (nationalisations de 1982) et des quatre programmes de privatisation intervenus ensuite, depuis le milieu des années 80 (1986-1988, 1993-1995, 1997-2002, 2002-2007). Il rassemble des participations dans les anciens monopoles, des participations minoritaires dans le secteur industriel, des structures de défaisance, des sociétés financières, et des entreprises présentes dans les médias, les jeux d'argent et de hasard ou les services.

La composition du portefeuille de la Caisse des dépôts et consignations est avant tout liée à la spécificité de cet établissement public créé en 1816. Ses participations (évaluées à 22 Md€ à fin 2015) relèvent de trois ensembles : les filiales « opérateurs », qui sont des héritages des missions d'aménagement et de développement de l'économie française confiées à la Caisse après-guerre (CNP Assurances, Transdev, Egis, Société nationale immobilière) ; les filiales « investisseurs », de création plus récente, comme Bpifrance ; et les participations minoritaires dites stratégiques (Compagnie nationale du Rhône, GRTgaz, La Poste, Société de financement local, Belambra).

Bpifrance détient à fin 2015 un portefeuille d'environ 16 Md€ de participations minoritaires dans de grandes entreprises (Orange, Eutelsat, Eiffage, Gemalto, Technicolor, Technip, etc.), des entreprises à taille intermédiaire (ETI) et des petites et moyennes entreprises (PME), directement ou via des fonds d'investissement.

À l'exception de celui de Bpifrance, le portefeuille des participations publiques est peu mobile, même si la Caisse des dépôts et consignations a, en 2016, annoncé son intention de céder différentes participations, et a commencé à le faire.

## Des entreprises confrontées à des défis majeurs

Dans un contexte de concurrence accrue de la part des acteurs traditionnels et des nouveaux acteurs numériques, les défis sont aujourd'hui considérables pour les entreprises à participation publique, qu'il s'agisse des transports ferroviaires (ouverture du rail à la concurrence, nouveaux modes de transport collaboratif, croissance du low cost aérien), de l'énergie (restructuration de la filière nucléaire, prix bas de l'électricité, surproduction, incertitudes sur le pétrole et les énergies carbonées) ou des services, particulièrement affectés par la transformation numérique (La Poste et l'audiovisuel public). La responsabilité première de l'État actionnaire est d'anticiper ces transformations et d'aider les entreprises qu'il détient à s'adapter.

De tels changements sont possibles, comme le montrent les exemples des anciens monopoles La Poste et Orange, dont la réforme du statut juridique a débuté en 1991 et s'est accompagnée, dès l'origine, d'une évolution du statut de leurs personnels. Il en va de même dans le secteur de la défense, où les anciens arsenaux, transformés en sociétés, ont pu se restructurer tout en conservant des compétences de pointe reconnues internationalement. L'État, dans les cas considérés, a apporté la preuve de son aptitude à accompagner la transformation des entreprises dont il est actionnaire.





## 2 Une situation financière préoccupante

Les résultats financiers, s'ils ne sont pas le seul indicateur de l'efficacité de la politique d'intervention en fonds propres, n'en constituent pas moins un élément d'appréciation essentiel. Or la situation financière globale des entreprises à participation publique s'est sensiblement dégradée au cours des dernières années et pèsera fortement à l'avenir sur les finances publiques.

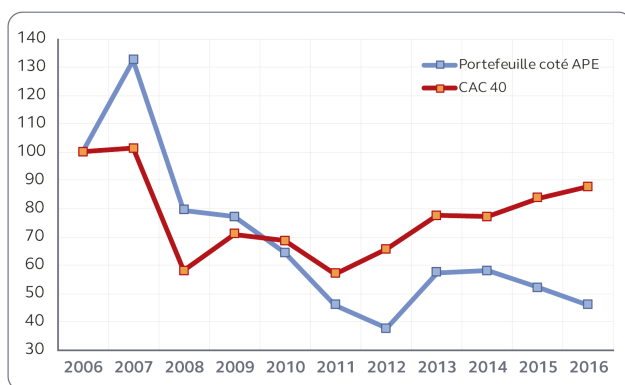
### Des performances financières contrastées, mais globalement dégradées

Entre 2010 et 2015, les performances financières des entreprises à participation publique ont été contrastées, avec une nette détérioration globale pour les entreprises relevant de l'APE. Cette dernière enregistre en 2015 une très

lourde perte (- 10,1 Md€), fruit des difficultés structurelles du système ferroviaire (SNCF) et des grands opérateurs de l'énergie (Areva, EDF).

La rentabilité financière des entreprises à participation publique chute lourdement pour s'établir à 2,8 % en moyenne entre 2010 et 2015, contre 10 % pour les entreprises de l'indice SBF 120. La valeur boursière du portefeuille coté décroche sensiblement, avec une baisse de 54 % entre 2006 et 2016, à périmètre constant. Alors que la performance du portefeuille de l'APE était meilleure que celle du CAC 40 avant 2010, cette situation s'est inversée depuis cette date : - 29 % de 2010 à 2016 pour l'APE, contre + 28 % pour le CAC 40, notamment en raison du poids de l'énergie dans le portefeuille public (près de la moitié).

Évolution comparée du portefeuille coté de l'APE (à périmètre constant) et du CAC 40 (base 100 au 31 décembre 2006)



Source : Cour des comptes d'après données APE

# Une situation financière préoccupante

Valeur boursière des vingt principales participations publiques cotées  
au 31 décembre 2016



Sources : Cour des comptes d'après données de marché  
Notes : Les taux de détention recouvrent l'ensemble des participations publiques. La valeur boursière est celle correspondant à la part détenue par les actionnaires publics et non à la capitalisation totale des entreprises.

# Une situation financière préoccupante

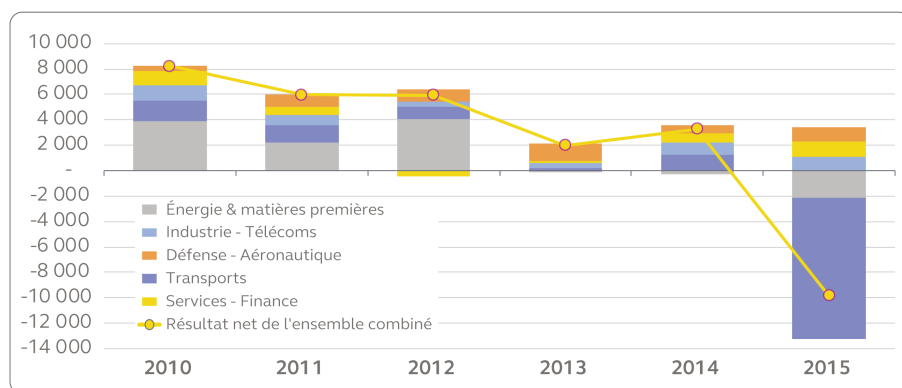
Les filiales et participations de la Caisse des dépôts et consignations ont connu des performances variables au cours de la période examinée, mais avec une contribution au budget de l'État globalement positive entre 2010 et 2015. Les résultats se redressent depuis 2013, après les années 2011 et 2012 marquées par le sinistre Dexia.

S'agissant des participations détenues par Bpifrance, les performances doivent être appréciées avec la prudence que requièrent à la fois le faible recul depuis la création de la banque et la nature particulière de certains de ses investissements (capital risque). Le portefeuille de grandes entreprises affiche un multiple d'investissement positif ; le portefeuille d'ETI fait ressortir

une grande disparité, avec des rentabilités voisines de + 30 % et d'autres de - 35 % ; et l'investissement dans les PME enregistre des performances positives mais variables.

Dans l'ensemble, les performances sont très différentes selon les secteurs. Les entreprises à participation minoritaire des secteurs de la défense et de l'aéronautique connaissent des résultats financiers continûment positifs. Dans l'industrie, on relève l'amélioration de la situation des constructeurs automobiles et une forte appréciation de leur valorisation boursière : celle de PSA Groupe a doublé (+ 121 %) depuis l'acquisition de 14 % de ses titres par l'État en 2014 et celle de Renault a crû de 93 % depuis 2010.

**Résultat net des entreprises du portefeuille de l'APE  
par secteur d'activité (en Md€)**



Source : Cour des comptes d'après données APE

# Une situation financière préoccupante

À l'inverse, la situation des entreprises des secteurs de l'énergie, des transports ferroviaires et de l'audiovisuel, détenues majoritairement ou exclusivement, est tendue :

- dans l'énergie, la perte de valeur est substantielle et ne résulte pas seulement du contexte dégradé du marché mondial. La capitalisation boursière d'EDF (détenue à 84,9 % par l'État) a baissé de 70 % entre son introduction en bourse en novembre 2005 et la fin de l'année 2016 (20 Md€), le titre ayant été exclu du CAC 40 en 2015. La capitalisation d'Areva, détenue à 83 % par le CEA et l'État, a baissé de plus de 90 %, atteignant 1,6 Md€ fin 2016 ;
- les dépréciations massives enregistrées dans les comptes de la SNCF en 2015 (près de 12 Md€) sanctionnent un manque de rentabilité devenu chronique ;
- la situation financière de l'audiovisuel public est fragile : son excédent brut d'exploitation combiné a baissé de 25 % entre 2010 et 2015 et ses résultats nets sont constamment négatifs depuis 2013.

Ces évolutions ne sont pas seulement conjoncturelles. Elles reflètent aussi des difficultés structurelles, dont les effets vont continuer à se manifester dans les prochaines années, et peser sur les finances publiques.

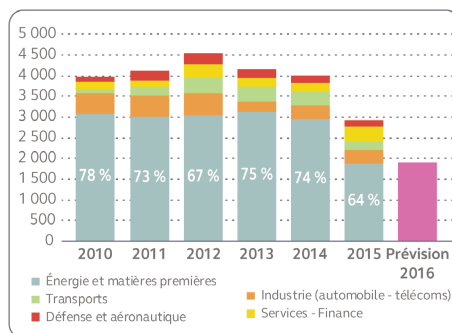
## Des contributions au budget de l'État en baisse et des besoins croissants

Les perspectives pour les finances publiques sont tout aussi inquiétantes. En données cumulées sur la période 2010-2015, l'État a cédé pour 8,5 Md€

d'actifs, investi 8 Md€. La contribution au désendettement a été modeste : 2,3 Md€ en six ans, soit moins de 400 M€ par an en moyenne.

Il a reçu, sur la même période, 25,9 Md€ de dividendes. Leur niveau est resté élevé jusqu'en 2011-2012, avec des taux de distribution supérieurs à la moyenne des entreprises du CAC 40, qui ont pesé sur la situation financière des entreprises concernées (notamment EDF). Depuis 2012, le montant des dividendes a, en revanche, connu une baisse continue, imputable principalement au secteur de l'énergie. Cette tendance devrait se prolonger dans les prochaines années : l'État ne pourra pas, au moins dans un avenir proche, continuer à prélever un niveau équivalent à celui qu'il a obtenu au début des années 2010. Alors que les dividendes en numéraire se sont élevés en moyenne à 3,8 Md€ par an entre 2010 et 2015, leur montant devrait chuter à 1,8 Md€ en 2016, soit le niveau le plus faible depuis 2005.

Dividendes versés en numéraire à l'État  
(en M€) – périmètre APE



Source : Cour des comptes d'après données rapports de l'État actionnaire

# Une situation financière préoccupante

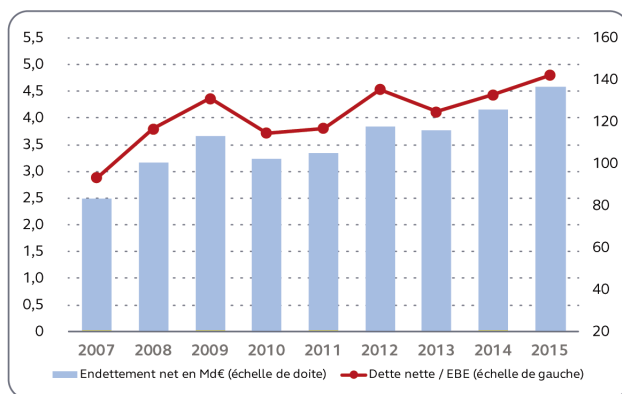
L'État engage par ailleurs des crédits, comparativement plus importants, au profit des entreprises publiques, notamment dans les secteurs ferroviaire et audiovisuel : 10 Md€ par an, dont 6 Md€ pour la seule SNCF. Ces dépenses sont liées pour une part aux spécificités de ces entreprises à participation publique et aux dysfonctionnements de l'État, qui impose par exemple des investissements non rentables au groupe SNCF et se voit ensuite amené à contribuer à son exploitation.

La prise en compte de l'ensemble des flux liés aux participations de l'État (opérations en capital, dividendes, crédits budgétaires) fait finalement ressortir un bilan déséquilibré pour les finances publiques. Encore ce bilan ne tient-il pas compte du fait que l'État reporte sur d'autres entités

publiques une partie de ses propres engagements : il mobilise la Caisse des dépôts et consignations pour entrer à ses côtés au capital d'autres entreprises et laisse certaines entreprises publiques s'endetter à l'excès, leur dette n'étant pas incluse dans la dette des administrations publiques (dite « maastrichtienne »).

La structure financière des entreprises publiques (détenues à plus de 50 % par l'APE) s'est fortement dégradée. Leur dette financière nette, qui atteignait 136,6 Md€ à la fin de 2015, a augmenté de 63 % depuis 2007. Elle représente, à la fin de 2015, 150 % de leurs capitaux propres (contre un ratio de 25 % seulement pour les entreprises du CAC 40) et 4,8 années d'excédent brut d'exploitation (contre 2,9 en 2007).

**Dette financière nette (en Md€ - échelle de droite) et ratios de soutenabilité (échelle de gauche) des entreprises suivies par l'APE**



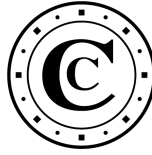
Source : Cour des comptes d'après données APE

Les besoins budgétaires liés aux participations dans les entreprises sont devenus inhabituellement élevés, en raison de la dégradation de la situation financière des grandes entreprises publiques et des recapitalisations annoncées dans l'énergie (7 Md€ dès 2017). Il ne paraît pas possible de

satisfaire ces besoins avec les seules ressources de cession prévues à brève échéance. Il faudra donc soit amplifier fortement le programme de cessions, soit mettre à contribution le budget général et augmenter ainsi la dépense et la dette publiques.







## 3 Les contradictions de l'État actionnaire

La difficulté principale de l'État actionnaire tient à ce qu'il doit en permanence concilier des objectifs nombreux et souvent contradictoires. Leur confrontation tend à faire passer au second plan les préoccupations patrimoniales : l'État est ainsi affaibli par ses propres contradictions.

### Un État multicéphale

Contrairement à un gestionnaire d'actifs privé, dont l'objectif principal, sinon unique, est la valorisation de son patrimoine, l'État est un actionnaire atypique soumis à une pluralité d'exigences. L'État actionnaire coexiste avec l'État porteur de politiques publiques et prescripteur de missions de service public, l'État gestionnaire des finances publiques, l'État régulateur et l'État client.



Source : Cour des comptes

La puissance publique exerce tous ces rôles simultanément, en donnant à chacun une pondération différente : souvent, la défense de ses intérêts patrimoniaux et de l'intérêt social des entreprises qu'il détient passe après les autres objectifs. La variété des objectifs a aussi pour effet de multiplier les interlocuteurs : une même entreprise peut avoir plusieurs dizaines de correspondants. Cette polyphonie administrative et politique affaiblit l'État face aux dirigeants des entreprises et entrave sa capacité d'anticipation.

### Des conflits d'objectifs et d'intérêts permanents

Les nombreux exemples analysés par la Cour soulignent les tensions auxquelles l'État actionnaire est confronté en permanence et les difficultés chroniques rencontrées pour les surmonter, avec plus ou moins succès.

Dans certains secteurs, la conciliation des différents objectifs de l'État est fluide. Dans le cas de La Poste, l'ensemble des intervenants publics (actionnaires, régulateur, prescripteur de missions de service public) a su accompagner la transformation de l'entreprise. Dans le secteur de la défense et de l'aéronautique, l'État réussit à concilier des objectifs variés, notamment les intérêts essentiels de la Nation, ceux de l'État client et ceux de l'État actionnaire.

# Les contradictions de l'État actionnaire

Il en va de même dans le cas des participations minoritaires dans l'industrie et les télécommunications, mais on peut s'interroger sur la capacité réelle de l'État à peser sur la stratégie de ces entreprises, ainsi que sur l'intérêt du maintien à terme de sa présence. La volonté des pouvoirs publics de préserver leur influence peut y constituer un frein au développement des entreprises sur le plan international ou pour les opérations de consolidation industrielle. La réticence de l'État à voir sa participation diluée et son influence réduite a été une des raisons, parmi d'autres, de l'échec de la tentative de rapprochement entre Orange et Bouygues début 2016.

Les tensions sont les plus fortes dans des secteurs où l'État est resté un actionnaire dominant ou exclusif :

- dans le domaine des transports ferroviaires, l'État porte des demandes nombreuses et contradictoires : création de lignes à grande vitesse dont l'exploitation sera déficitaire ; soutien à la filière industrielle ferroviaire, conduisant à demander à la SNCF de commander de nouvelles rames dont l'utilité est incertaine et la rentabilité négative ; modernisation inachevée de l'organisation du système ferroviaire. Sans stratégie à long terme, l'État agit fréquemment au détriment des intérêts économiques du groupe SNCF et de son équilibre financier, aggravant son endettement ;
- dans le secteur de l'énergie, les contradictions entre les multiples objectifs poursuivis par l'État ont

été particulièrement fortes. Ainsi la politique tarifaire a-t-elle été utilisée en faveur des consommateurs et au détriment de l'équilibre financier d'EDF. L'État, actionnaire très majoritaire d'EDF et d'Areva, n'a pas su empêcher la dégradation de la situation financière de ces entreprises. Il a lui-même contribué à cette situation, dans un contexte certes marqué par une crise mondiale du secteur (accident de Fukushima, fluctuations des prix de l'énergie) ;

- dans le secteur de l'audiovisuel public, s'entremêlent, non sans confusion, la mise en œuvre des objectifs de politique publique (soutien à la création, diversité et qualité des programmes), un dispositif réglementaire complexe (cahiers des charges et contrats d'objectifs lourds et redondants), et la présence d'une autorité de régulation investie du pouvoir de nomination des dirigeants. Dans un contexte où les dirigeants des entreprises ne sont désignés ni par leur actionnaire ni par leur conseil d'administration, mais par l'autorité de régulation (le Conseil supérieur de l'audiovisuel), la fonction d'actionnaire a du mal à trouver sa place et à faire prévaloir les intérêts propres des entreprises concernées. La situation d'ensemble des médias de service public porte la trace de ces contradictions : gouvernance inadaptée, réformes inabouties, modèle économique structurellement fragile, résultats financiers négatifs.

# Les contradictions de l'État actionnaire

## De fortes contraintes juridiques

L'ordonnance du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique a utilement clarifié le cadre d'intervention de l'État actionnaire. Elle n'a toutefois pas supprimé les redondances et les complexités existantes, comme le recours fréquent à des seuils de détention à portée parfois symbolique qui s'ajoutent à des protections réglementaires fortes comme dans le cas d'Engie ou du groupe ADP. En outre, l'ordonnance ne s'applique pas à toutes les entités du périmètre de l'APE : les établissements publics n'y sont pas soumis et les sociétés audiovisuelles ne le sont qu'en partie seulement.

Situé au croisement du droit public et du droit des sociétés, l'État actionnaire doit composer avec ces deux régimes juridiques aux logiques parfois contradictoires : le régime public de la tutelle repose sur un contrôle *a priori* par des organes extérieurs à l'entreprise, quand le droit des sociétés prévoit un contrôle *a posteriori* effectué par les organes de gouvernance. Les opérations concernant les participations publiques

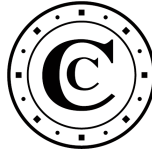
nécessitent également un examen attentif sous l'angle des dispositions européennes relatives aux aides d'État.

## Un cadre budgétaire inadapté

Le cadre budgétaire des opérations relatives aux participations publiques présente plusieurs inconvénients préjudiciables à la conduite efficace d'une activité de gestion de participations financières.

Les règles applicables au compte d'affectation spéciale des participations financières de l'État (CAS PFE) limitent ses marges de manœuvre pour conduire ses opérations patrimoniales et créent une rigidité dans l'utilisation des ressources disponibles. Parce qu'il dissocie les opérations en capital (gérées par l'APE) et les dividendes (alimentant le budget général), le cadre budgétaire est inadapté à l'activité de gestion d'un portefeuille de participations. Il ne favorise donc ni une gestion dynamique du portefeuille, qui supposerait une souplesse accrue dans l'utilisation des produits issus des participations, ni une contribution significative au désendettement de l'État.





## 4 Des progrès de gouvernance notables, des carences persistantes

Confrontés depuis longtemps aux difficultés inhérentes au rôle d'actionnaire, les pouvoirs publics se sont efforcés d'y remédier. Les améliorations ont été tangibles mais insuffisantes : en dépit de ces progrès, l'État n'est pas parvenu à maîtriser suffisamment le jeu de sollicitations contradictoires auxquelles il est soumis et à respecter pleinement l'autonomie de gestion des entreprises publiques.

### Des motifs de détention partiellement clarifiés

Des améliorations ont été réalisées au cours des dernières années dans le sens d'une meilleure définition des motifs de détention. Ainsi, la publication, en 2014, des lignes directrices de l'État actionnaire a-t-elle donné une cohérence, au moins rétrospective, au portefeuille de l'État. Pour utile qu'elle soit, la clarification des motifs d'intervention reste cependant partielle. Elle n'a pas eu d'effets visibles sur la composition et le périmètre du portefeuille de l'APE. La Caisse des dépôts et consignations dispose d'une doctrine d'actionnaire incomplète. Bpifrance a publié en 2013 une doctrine d'investissement, articulée avec celles de l'État et de la Caisse.

Si le recul manque pour apprécier les performances de Bpifrance, la détention de participations publiques par son intermédiaire présente des avantages : la détention déléguée à un tiers protège les entreprises des injonctions contradictoires de l'État ; le caractère minoritaire des participations contraint l'actionnaire public à adopter un comportement plus proche des bonnes pratiques de marché ; et le partage du capital entre l'État et la Caisse des dépôts constitue un facteur d'équilibre.

Dans l'ensemble, l'existence de ces différentes doctrines constitue un progrès mais les motifs de détention restent encore insuffisamment précisés.

### Des améliorations réelles mais insuffisantes de la gouvernance

La gouvernance a progressé grâce à une professionnalisation aujourd'hui reconnue de la fonction d'actionnaire public et à la mise en place d'outils et de procédures appropriés : diffusion des bonnes pratiques, séparation plus fréquente entre les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général, attention portée aux relations avec les entreprises (contractualisation, fixation des objectifs), promotion de la responsabilité sociale et environnementale.

# Des progrès de gouvernance notables, des carences persistantes

Certains défauts de surveillance ont toutefois été lourds de conséquences :

- l'État n'a pas exercé avec une exigence suffisante ses responsabilités d'actionnaire des principaux acteurs de la filière nucléaire. Si la réorganisation de la filière est désormais engagée, cette remise en ordre a été tardive. L'État n'a en particulier pas traité en temps utile les graves problèmes apparus chez Areva : stratégie d'expansion aventureuse, surestimation des capacités à piloter de grands projets, dégradation des savoir-faire industriels, investissements hasardeux et mal maîtrisés, gouvernance inadaptée. Confronté à une impasse stratégique, le groupe a connu une forte dégradation de sa situation financière, avec près de 9,5 Md€ de pertes cumulées depuis 2010. La restructuration de la filière a été engagée par les pouvoirs publics (désignation d'EDF comme chef de file de la construction de réacteurs nucléaires, recentrage d'Areva sur le cycle du combustible, annonce des recapitalisations d'EDF et d'Areva), mais cette remise en ordre, annoncée en 2015, a été tardive ;
- le coût total du sinistre Dexia (participation minoritaire de la Caisse des dépôts et consignations) a été estimé par la Cour à 6,4 Md€, partagé entre l'État pour 2,5 Md€ et la Caisse des dépôts pour 3,9 Md€ (dont 1 Md€ pour le fonds d'épargne, qui gère le livret A) ;
- les difficultés du projet de réhabilitation de la Maison de la

Radio et les dérives qui en ont perturbé le cours ont entraîné un quasi-doublement de son coût (passant de 230 à 430 M€) témoignant là encore d'un manque de vigilance de l'État.

Par ailleurs, les processus de la décision publique restent trop souvent opaques et les modalités de nomination des dirigeants peu satisfaisantes. Les processus de sélection devraient être plus rigoureux, plus transparents et plus collégiaux. En particulier, le recours à une instance collégiale d'évaluation des candidatures devrait être systématique.

## Une logique de tutelle toujours vivace

Dans un pays où la propension de l'État à intervenir dans l'économie a toujours été forte, les fondements et les modes de fonctionnement du secteur public ont été établis à une époque où les monopoles des industries de réseau assumaient des missions de service public, dans un cadre statutaire protecteur pour les agents et avec le soutien d'un État fort et disposant de moyens financiers importants.

Si l'environnement s'est profondément transformé, les réflexes anciens perdurent, perpétuant une logique de tutelle aujourd'hui inadaptée. La confusion entre tutelle et actionnariat demeure, bien qu'il s'agisse de modes d'intervention publique très différents, sinon antinomiques. Un actionnaire intervient dans le cadre des instances de gouvernance de l'entreprise, chargées collectivement de défendre

# Des progrès de gouvernance notables, des carences persistantes

son intérêt social, et non, comme dans le cas de la tutelle en vertu d'un pouvoir administratif exercé sur les actes émis par une personne publique. Cette confusion restreint le rôle des conseils d'administration des entreprises publiques, comme le montrent les exemples analysés par la Cour (SNCF Réseau, SNCF Mobilités, Port autonome de Paris, France Télévisions, Radio France).

Le statut d'établissement public maintenu pour les trois entités du groupe ferroviaire SNCF, présente des inconvénients substantiels : fragilité au regard du droit européen, absence d'intérêt social précisément identifié, rôle diminué du conseil d'administration. Un tel statut juridique entretient l'impression que ces entités ne seraient que des démembrements de l'État, au sein desquels celui-ci serait légitime à intervenir à tout moment, au mépris de leur autonomie de gestion. Ces inconvénients l'emportent largement sur les avantages immédiats que la puissance publique a pu y trouver.

## Une efficacité incertaine

Si les différents motifs de détention sont mieux formalisés aujourd'hui, la combinaison des doctrines d'intervention permet aux actionnaires publics d'investir dans tous les secteurs de l'économie, sans que les défaillances de marché, les insuffisances de fonds privés ou les autres motifs d'intervention ne soient clairement attestés. Loin d'être théorique, la question des motifs d'intervention se pose de manière concrète, secteur par secteur. L'État

a-t-il par exemple vocation à rester actionnaire de référence de constructeurs automobiles ou d'un opérateur de télécommunications intervenant sur des marchés aujourd'hui entièrement concurrentiels ?

Le manque de rigueur dans la définition des objectifs poursuivis emporte différentes conséquences : évaluation imparfaite des résultats effectifs de l'actionnariat public, et recouvrements entre l'APE et Bpifrance d'un côté et entre Bpifrance et le programme d'investissements d'avenir (PIA) de l'autre. À part pour la mission de sauvetage d'entreprises en cas de risques systémiques, convenablement remplie, le degré d'atteinte des objectifs affichés par l'État actionnaire appelle des appréciations nuancées.

L'influence réelle que l'État exerce sur la stratégie des entreprises dont il détient des parts est très variable. Lorsque l'État est l'actionnaire minoritaire d'entreprises industrielles, il peine à peser effectivement sur la stratégie des entreprises, comme dans les cas de l'industrie automobile ou d'Orange.

\*

Le maintien de l'approche traditionnelle de la puissance publique ne peut constituer un garde-fou contre les dérives de gestion : l'État est à la fois trop présent dans la gestion et trop peu vigilant comme actionnaire. Cet apparent paradoxe tient à l'insuffisante transformation des moyens d'action de l'État et montre la nécessité de faire évoluer profondément les pratiques.







## 5 Les voies de progrès

Pour progresser dans la voie d'un actionnariat public plus efficace et pour rompre réellement et durablement avec des comportements solidement ancrés dans les habitudes et les modes de pensée, des transformations profondes doivent être envisagées. À cet effet, la Cour recommande quinze mesures, regroupées en trois priorités d'action.

### Fixer des objectifs stratégiques clairs

L'État actionnaire doit se fixer des objectifs plus clairs et appliquer des **stratégies d'intervention coordonnées** entre les trois principaux actionnaires publics (APE, Caisse des dépôts et consignations, Bpifrance). L'existence de « niveaux cibles » de détention, correspondant à chacun des principaux motifs retenus, guidera utilement les décisions sur le périmètre des participations.

Une **redistribution des rôles entre l'APE et Bpifrance** est préconisée, pour spécialiser chacune de ces entités sur son cœur de métier, l'APE transférant à Bpifrance les participations industrielles, pour la plupart minoritaires et cotées. Une telle évolution améliorerait la gouvernance d'entreprises qui seraient détenues par une entité elle-même soumise au droit des sociétés et dont les dirigeants disposent d'une réelle

autonomie opérationnelle. Elle faciliterait les cessions ultérieures.

L'hétérogénéité du portefeuille de participations publiques nécessite de s'interroger systématiquement, à intervalles réguliers, sur les justifications de la détention de chacun des actifs. Le support de cette réflexion devrait être une **revue de portefeuille**, par laquelle les pouvoirs publics devraient analyser les motifs essentiels du maintien de chaque participation et décider des évolutions à engager.

### Encadrer davantage l'exercice de la fonction d'actionnaire

Pour garantir l'autonomie des entreprises, la Cour recommande tout d'abord d'adapter leur statut juridique, **en préparant la transformation des établissements publics ferroviaires en sociétés**. Même si le statut de société anonyme ne donnera pas une protection absolue aux entreprises publiques contre des décisions néfastes économiquement, il renforcerait les moyens à leur disposition pour s'y opposer. Ce statut leur conférerait un intérêt social distinct, les doterait de conseils d'administration de plein exercice et inciterait les pouvoirs publics à les considérer comme des entreprises à part entière.

D'une manière générale, **l'application intégrale de l'ordonnance du 20 août 2014** à toutes les entreprises du portefeuille permettrait de mieux identifier les différents rôles de l'État, de prévenir les conflits d'objectifs et de moderniser la gouvernance. Ainsi convient-il, dans le secteur de l'audiovisuel public, de transformer, au sein du conseil d'administration, le statut du représentant du ministère de la culture et de la communication en celui de commissaire du gouvernement, sans droit de vote.

La Cour recommande aussi l'élaboration et la publication d'un **code de gouvernance des entreprises à participation publique**, définissant les règles applicables au fonctionnement des organes sociaux et aux relations avec l'actionnaire public.

L'application de ces différentes recommandations permettrait de substantiels progrès, mais elles ne suffiront vraisemblablement pas. Pour rendre ces améliorations effectives et durables, il est nécessaire d'aller au-delà et d'envisager une transformation plus profonde. **L'évolution de l'APE vers un statut d'agence** autonome dans sa gestion permettrait de faire réellement évoluer les pratiques de l'État actionnaire et d'améliorer la gouvernance des entreprises qu'il détient.

## Limiter les interventions en capital au strict nécessaire

Les constats effectués par la Cour invitent à utiliser l'actionnariat public avec davantage de discernement. Les pouvoirs publics disposent d'alternatives aux participations : outils juridiques de protection des intérêts essentiels de la Nation, définition réglementaire des missions de service public, instruments de politique industrielle, régulation sectorielle. **Ces outils alternatifs pourraient être davantage utilisés**, car souvent au moins aussi efficaces que les interventions en fonds propres. Si nécessaire, ils peuvent être renforcés dans certains secteurs comme la défense.

Par ailleurs, **le portefeuille des participations publiques** devrait être redimensionné en fonction des objectifs de politique publique poursuivis. La Cour présente à cet égard deux options, entre lesquelles il ne lui appartient pas de trancher. Elles concernent les trois principaux actionnaires publics, et au premier chef l'APE.

La première option vise à **ajuster le périmètre des participations**, sans que la réduction des taux de participation n'entraîne de pertes d'influence. Cette option ne constitue pas une rupture par rapport à la politique actuelle des participations publiques, puisqu'elle

n'implique pas de changement substantiel du périmètre. Elle consiste en une adaptation des taux de détention dans des secteurs entièrement ouverts à la concurrence (industrie, télécommunications, secteur financier) mais aussi dans les infrastructures de transport ou l'énergie. Ces opérations pourraient procurer une dizaine de milliards d'euros.

La seconde option procède d'un choix plus marqué, consistant à **resserrer significativement le périmètre**, pour répondre à la difficulté intrinsèque que l'État éprouve à assumer simultanément ses différentes missions et à surmonter ses propres contradictions. La puissance publique se concentrerait, dans cette

hypothèse, sur ses missions de réglementation, de régulation et de prescription de service public. Un tel choix n'interdirait pas à l'État d'être actionnaire, mais cantonnerait son rôle à des motifs précis comme le sauvetage d'entreprises dont la défaillance emporterait des risques systémiques, ou la protection d'entreprises présentant des intérêts essentiels pour la sécurité nationale.

De telles opérations devraient, en tout état de cause, être mises en œuvre de façon ordonnée, en veillant à la préservation des intérêts patrimoniaux de l'État, comme de ceux des entreprises.



# Conclusion

Les constats effectués par la Cour, appuyés sur une analyse des années 2010 à 2016, appellent une appréciation critique de l'aptitude de l'État à être un bon actionnaire. Cinquante ans après le rapport Nora, les mêmes faiblesses demeurent : un portefeuille de participations dispersé et peu mobile, des opérations trop souvent dictées par l'urgence, un étau de contradictions aboutissant à ce que les autres objectifs de politique publique l'emportent sur les préoccupations patrimoniales, aux dépens des entreprises détenues.

Les objectifs de politique publique poursuivis par l'État, qu'il s'agisse de l'équipement du pays en infrastructures de qualité, de la protection des intérêts essentiels de la Nation ou de la compétitivité de l'économie, ne sont nullement en cause ici. La question centrale posée par ce rapport est celle de l'efficacité et de l'efficience de l'outil que constitue l'actionnariat pour atteindre ces objectifs, par comparaison aux autres instruments d'intervention.

Or de nombreux contre-exemples conduisent à douter de cette efficacité. Ainsi, l'actionnariat public se révèle-t-il rarement le moyen le plus adapté pour contrer, en profondeur et dans la durée, la perte de compétitivité et la désindustrialisation de l'économie française. Bien qu'il se veuille stratège, l'État peine à être un actionnaire de long terme, soucieux d'accompagner les mutations des entreprises. De surcroît, la nette détérioration de la situation financière des grandes entreprises publiques s'accompagne de déséquilibres croissants pour les finances publiques et de besoins de recapitalisation inhabituellement élevés.

La persistance de certains comportements dans les pratiques de l'État, notamment une propension à faire fi de l'autonomie de gestion des entreprises, n'en apparaît que plus préjudiciable et anachronique. La puissance publique gagnerait pourtant à s'affranchir résolument de la logique de tutelle - ce terme devant être banni, tant il paraît antinomique de toute forme d'autonomie de gestion.

L'État doit rompre avec une vision inappropriée de son rôle d'actionnaire et avec son penchant à intervenir sous la pression du moment, par crainte d'apparaître impuissant. Car lorsqu'il procède ainsi, il ne peut qu'affaiblir les entreprises dont il est actionnaire et, finalement, s'affaiblir lui-même.

Dans ces conditions, des transformations profondes sont d'autant plus nécessaires que, depuis cinquante ans, l'environnement s'est grandement modifié. L'économie s'est ouverte, la concurrence s'est installée, le numérique et la transition énergétique bouleversent le contexte industriel et commercial, l'entreprise publique n'est plus le modèle, y compris social, qu'elle a incarné au XX<sup>ème</sup> siècle. La gestion d'un portefeuille de participations publiques de 100 Md€ se conçoit différemment dans un pays qui souffre d'un déficit public structurel et supporte une dette publique de 2 200 Md€.

L'ensemble de ces considérations invite à s'interroger sur le domaine de pertinence de l'actionnariat public et donc sur le dimensionnement du portefeuille de participations publiques.

# Recommandations

## **Fixer des objectifs stratégiques clairs**

1. articuler les doctrines d'investissement des actionnaires publics et coordonner leurs stratégies actionnariales ;

2. choisir des niveaux cibles de participation correspondant aux différents motifs d'intervention ;

3. redistribuer les participations entre l'Agence des participations de l'État et Bpifrance en transférant les participations industrielles minoritaires de l'Agence à Bpifrance ;

4. établir et rendre publique une doctrine d'intervention en fonds propres de la Caisse des dépôts et consignations, comme opérateur et comme investisseur financier, et définir le périmètre cible du groupe en le justifiant par la contribution à l'intérêt général ou par un intérêt financier avéré ;

5. procéder régulièrement à une revue de l'ensemble du portefeuille des participations, en actualisant, si nécessaire, le périmètre cible et les taux de détention pertinents ;

6. établir et publier annuellement un état détaillé de la valeur des participations publiques et compléter les informations statistiques de l'Insee en intégrant les participations minoritaires.

## **Encadrer davantage l'exercice de la fonction d'actionnaire**

7. préparer l'évolution des entreprises ferroviaires vers un statut de société anonyme ;

8. aligner la gouvernance des entreprises de l'audiovisuel public sur les dispositions de l'ordonnance du 20 août 2014 en créant un poste

de commissaire du Gouvernement pour le ministère de la culture et de la communication ;

9. établir un code de gouvernance des entreprises à participation publique, traitant notamment de leurs relations avec leurs actionnaires publics et protégeant l'autonomie de gestion de ces entreprises ;

10. rendre plus collégiale et plus transparente la gouvernance de l'APE, notamment en créant un comité stratégique et un comité des nominations ;

11. améliorer l'organisation et le fonctionnement de l'Agence des participations de l'État (fonctions centrales et gestion des ressources humaines) et compléter les outils de suivi de la performance et de maîtrise des risques ;

12. faire évoluer le statut de l'Agence des participations de l'État pour la transformer en agence autonome, mettant en œuvre les orientations arrêtées par les pouvoirs publics.

## **Limiter les interventions en capital au strict nécessaire**

13. utiliser davantage les alternatives aux participations, notamment les dispositifs juridiques de protection des intérêts essentiels de la Nation ;

14. supprimer les seuils minima de détention non justifiés, notamment pour les participations publiques dans Aéroports de Paris, CNP Assurances et Engie ;

15. redimensionner le portefeuille de participations publiques en choisissant entre un ajustement du périmètre et un resserrement plus significatif.