
Les investissements étrangers en Pologne

Résumé

En rejoignant l'UE, la Pologne a enregistré une nouvelle vague d'acquisitions, de fusions et d'investissements dans de nouveaux projets avant d'être touchée en flux de capitaux étrangers par la crise financière, puis significativement par la crise de la dette souveraine (2011-2013), de laquelle elle ne sortira qu'en 2014. Fortement dépendante des capitaux étrangers, la Pologne a enregistré, après deux années fastes en termes d'investissements entrants (10,75 Mds € en 2014, puis 13,76 Mds € en 2015), **une forte inflexion des flux IDE en 2016 à 12,6 Mds € (-8,5%)** portant, cependant, la position d'IDE entrants de 176 Mds € (+3,4%) à plus de 40% du PIB (selon le principe directionnel). En moyenne annuelle depuis 2004, les flux d'IDE s'élèvent à 10,3 Mds €. Pour 2017, le cabinet de consultance EY s'attend à une nouvelle croissance de 10%, la Pologne pouvant profiter des relocalisations des centres d'opérations implantés au Royaume-Uni.

Selon le récent rapport de Polityka Insight, l'afflux d'IDE aurait accru le PIB polonais de 0,7% par an sur la période 1991-2015. Par conséquent, le PIB polonais aurait été, en 2015, de 15,6% supérieur à ce qu'il aurait avec une position d'IDE restée au niveau de 1991.

Implantées précocement en Pologne après la transition démocratique, la France et l'Allemagne sont très bien positionnées au niveau des stocks. En tenant compte du siège de la maison-mère (et non de l'origine de l'investissement), l'Allemagne (19,1% des IDE), bénéficiant de sa proximité, fait figure, en données retraitées, de premier investisseur direct étranger, après correction des distorsions induites par les flux indirects, devant les Etats-Unis et la France (près de 11% chacun).

Les investisseurs étrangers ont principalement placé leur capital dans les secteurs des services, en particulier le secteur financier (19,0%), le commerce de gros et de détail (14,7%), l'immobilier (8,2%) et les télécommunications (6,2%) ainsi que dans les services spécialisés aux entreprises et ménages (9,5%). Toutefois, l'industrie manufacturière, avec une part de 32%, demeure la première bénéficiaire des IDE et se caractérise par une forte diversification.

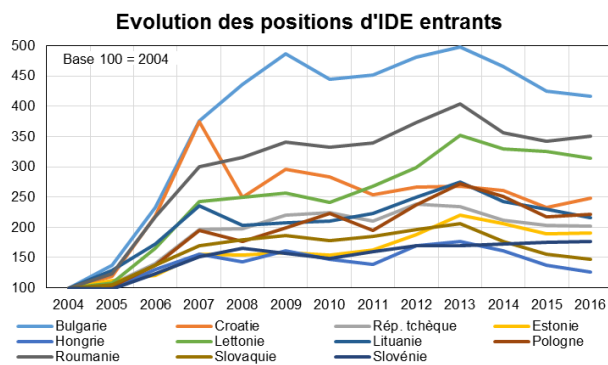
Plus ou près de 50% du capital des secteurs du commerce (61,6%), de l'industrie manufacturière (53,5%) et de l'information et de la communication (49,7%) sont détenus par des non-résidents. **Les quelque 26.000 entreprises à capital étranger recensées par le GUS assureraient ainsi près de la moitié de l'ensemble des échanges extérieurs de biens polonais (contre un peu plus des trois cinquièmes au milieu des années 2000), généreraient un tiers de la valeur ajoutée de l'économie polonaise et emploieraient un dixième de la main d'œuvre.**

I. Contexte régional des investissements étrangers

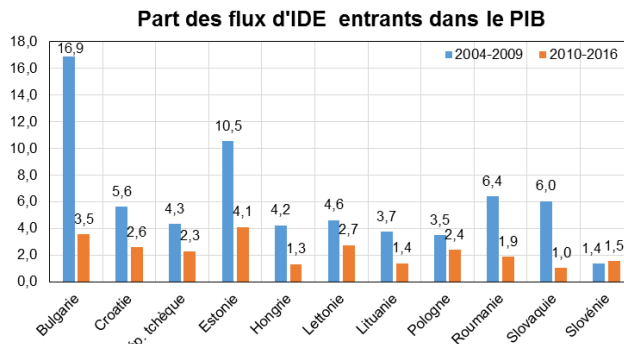
D'après les données de la CNUCED¹, si la Bulgarie (+317%) et la Roumanie (+151%) ont observé les plus fortes croissances en termes de stock d'IDE entrants en volume sur la période 2004-2016, la Pologne (+121%), la République tchèque (+101%) et la Slovaquie (+48%) se distinguent par une structure plus favorable aux capitaux étrangers puisque, bénéficiant d'une proximité géographique aux marchés d'Europe occidentale, les investissements dans ces trois pays sont principalement destinés à la transformation industrielle et aux services aux entreprises. Au cours des années 2010-2016, les Etats baltes (Lettonie et

¹ Les chiffres de la CNUCED étant exprimés en dollars, il convient d'interpréter avec prudence les évolutions des stocks d'IDE, qui peuvent résulter des variations de l'euro et du zloty face à la devise américaine.

Estonie), en pleine reprise après la crise financière, ont affiché les plus fortes croissances d'IDE entrants (+30,3% et +23,4%, respectivement). Rapportés au PIB, les flux d'IDE en Bulgarie ont logiquement surpassé le reste de la région (16,9%) entre 2004-2009 devant l'Estonie (10,5%). A l'exception notable de la Slovaquie (1,4%), l'ensemble des PECO affichaient des flux supérieurs à 3% du PIB sur la période. Après la crise, seules l'Estonie (4,1%) et la Bulgarie (3,5%) ont réussi à excéder ce niveau en 2010-2016, alors qu'en Pologne il atteignait seulement 2,4% en raison, au dénominateur, d'une croissance du PIB supérieure à la croissance des investissements en absolu.



Source : CNUCED, calculs DG Trésor



Source : CNUCED

Les IDE diffèrent des investissements de portefeuille dans la mesure où ils sont effectués dans le but de prendre le contrôle ou d'acquérir une participation active et un intérêt durable² dans la gestion d'une entité opérant au sein d'une économie autre que celle de l'investisseur. Dans le cas de l'investissement direct étranger, qui a donc généralement un horizon de temps plus long que l'investissement de portefeuille, un projet d'investissement peut générer des taux de rentabilité significativement différents en fonction de la région ou de la ville que l'investisseur choisira. C'est pourquoi l'analyse de l'environnement est cruciale : sa dynamique de développement, le niveau et les caractéristiques de sa compétitivité, la qualité de ses ressources (les infrastructures, l'accès aux marchés, la main d'œuvre) et des institutions.

II. Les investissements directs ont reculé en 2016 en raison de cessions de participations étrangères

Il existe deux types d'IDE : d'une part, la création d'actifs productifs par des étrangers et, d'autre part, l'achat d'actifs existants par des étrangers (par exemple au moyen d'opérations de fusions et acquisitions ou de prises de contrôle). Les investissements directs étrangers comptabilisés par les banques centrales, l'OCDE et la CNUCED comprennent tant l'établissement de projets d'investissement que les opérations de fusions et acquisitions.

En rejoignant l'UE, la Pologne a enregistré une nouvelle vague d'acquisitions, de fusions et d'investissements dans de nouveaux projets avant d'être touchée en flux de capitaux étrangers par la crise financière, puis significativement par la crise de la dette souveraine (2011-2013), de laquelle elle ne sortira qu'en 2014. Fortement dépendante des capitaux étrangers, la Pologne a enregistré, après deux années fastes en termes d'investissements entrants (10,75 Mds € en 2014, puis 13,76 Mds € en 2015), **une forte inflexion des flux d'IDE en 2016 à 12,6 Mds € (-8,5%)** portant, cependant, la position d'IDE entrants de 176 Mds € (+3,4%) à plus de 40% du PIB (selon le principe directionnel³), d'après les données de la Banque centrale polonaise (NBP). En moyenne annuelle depuis 2004, les flux d'IDE s'élèvent à 10,3 Mds €. Pour 2017, le cabinet de

² L'intérêt durable est considéré comme existant si l'investisseur acquiert au moins 10 % des capitaux propres de l'entreprise.

³ Pour l'analyse des investissements directs, nous privilégions les données en « principe directionnel » qui permettent de mieux différencier les opérations des investisseurs directs résidents de celles des non-résidents. Sont ainsi retraités les prêts d'une filiale à sa maison mère ou les investissements en capital d'une filiale dans sa maison mère.

consultance EY s'attend à une nouvelle croissance de 10%, la Pologne pouvant profiter des relocalisations des centres d'opérations implantés au Royaume-Uni.

Selon la NBP (en principe directionnel, voir ci-dessus), l'inflexion des flux d'IDE entrants est principalement due à la **chute de 63,1% des titres de participation**, tandis que les bénéficiaires réinvestis ont augmenté de 12,6% et que les instruments de créance affichent une croissance de 79,9% sur l'année. Cela peut être mis en perspective par le repli de l'investissement en 2016 (-7,9%), relevé dans tous les secteurs à l'exception du secteur manufacturier (+1,9%) et du commerce (+0,3%) ainsi que par l'atonie des importations (+0,9%) qui illustre plutôt bien l'estompement des IDE entrants en 2016, ceux-ci étant souvent et logiquement accompagnés d'importations de biens d'équipement industriel. Dans l'intervalle, de nombreuses cessions sont intervenues pendant l'année (Pekao, BPH, Multimedia Allegro), bien que de nombreux projets soient sortis de terre. **Toutes les institutions internationales ont ainsi relevé un recul des investissements étrangers en 2016** (Eurostat : -9,0% en euros ; OCDE : -14,7% en dollars et -10,7% en zlotys ; CNUCED : -15,7% en dollars). En réalité, **l'inflexion observée en 2016 se justifie tant par la série d'opérations de désinvestissement que par la dépréciation du zloty**, alors que les flux d'IDE libellés en monnaie locale ont baissé de 4,6% selon la NBP.

Parmi les Etats membres de l'UE d'Europe centrale et orientale, les flux d'IDE entrants, d'après les données de la CNUCED⁴, se sont généralement stabilisés ou se sont repris en 2016, après s'être fortement contractés en 2015. En Hongrie, on observe, pour la seconde année consécutive, un flux net négatif (cession nette), mais moindre qu'en 2015 à (-5,3 Mds \$) à la faveur du rebond des prêts intragroupe. Les flux entrants en République tchèque ont rebondi de manière significative, le prêt intragroupe négatif entrant responsable principalement du déclin en 2015 étant redevenu positif.

A. Les projets d'investissement se tournent de plus en plus vers les services

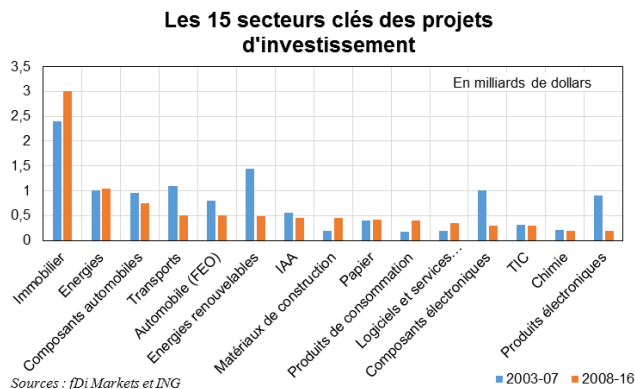
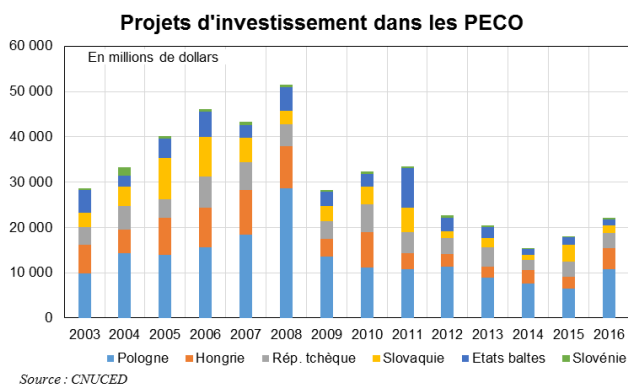
Depuis le début de sa transformation économique, la Pologne a été choisie par de nombreux investisseurs étrangers (publics et privés) pour y implanter des usines ou des centres de services. En 2016, de nombreux projets étaient encore annoncés :

- ❖ Daimler : construction d'une usine de fabrication de moteurs automobiles modernes à Jawor (Basse Silésie) pour un montant de 2 Mds PLN ;
- ❖ Zalando : construction d'un centre logistique international à Gryfin près de Szczecin pour un montant de 800 M PLN ;
- ❖ Volkswagen : construction d'une usine automobile à Białeżyce (près de Września), où sera assemblé le nouveau Crafter, pour un montant de 3,4 Mds PLN ;
- ❖ LG Chem : construction de la première usine en Europe dans laquelle des batteries pour voitures électriques seront fabriquées pour un montant de 1,3 Md PLN ;
- ❖ Toyota : construction de nouvelles lignes de production à Wałbrzych en 2018 (boîtes de vitesses hybrides) et à Jelcz-Laskowice en 2017 et 2019 (moteurs à essence) pour un montant de 650 M PLN portant à 4 Mds PLN la valeur des investissements totaux du constructeur japonais en Pologne.

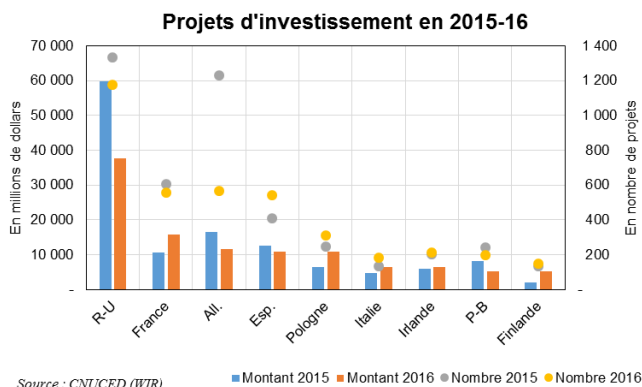
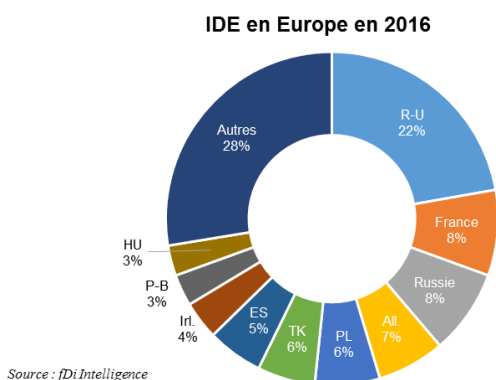
La CNUCED a relevé, en 2016, **311 projets d'investissement en installations nouvelles (« greenfield investments ») annoncés par les entreprises (+65 par rapport à 2015) d'une valeur de 10,8 Mds \$**. En forte hausse de 66% par rapport à 2015, il s'agit également du montant le plus élevé depuis 2012, alors que le niveau de 2008 semble inatteignable (29 Mds \$). Avec une part de 7,6% dans les projets européens totaux (7,4% de l'UE), la Pologne devient le 5^e bénéficiaire de projets d'investissement en Europe en 2016 derrière le R-U, la France, l'Allemagne et l'Espagne. Depuis 2008, l'afflux de projets d'investissement a décéléré de manière considérable passant de quasiment 30 Mds \$ à 10 Mds \$ sur la période 2009-2016 en moyenne. Les réductions les plus importantes ont été observées dans les secteurs de l'énergie renouvelable, de

⁴ UNCTAD, *World Investment Report 2017: Investment and the Digital Economy*, juin 2017 (http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2017_en.pdf)

l'électronique grand public, des composants électroniques, des transports et, dans une moindre mesure, de l'automobile. L'immobilier, à l'inverse, est l'un des rares secteurs ayant connu une forte croissance⁵.



Le rapport 2017 de fDi Intelligence⁶, qui comprend les projets d'investissement étrangers annoncés ou finalisés par une entreprise (et donc ne diffère que légèrement des données « *announced greenfield projects* » de la CNUCED), fait état de **272 projets lancés en 2016 (+36%) pour un montant de près de 10 Mds \$ (+75%)** plaçant la Pologne au 5^e rang des destinations des investissements étrangers en Europe. La France serait la 2nde destination d'IDE avec 13 Mds \$, en hausse de 54% par rapport à 2015, loin derrière les 34 Mds \$ d'investissements au Royaume-Uni. La Hongrie affiche la plus forte croissance des investissements avec une hausse de 79% pour un montant de 4,6 Mds \$. Selon tant la CNUCED que fDi Markets, **la part des projets d'installations nouvelles en Pologne dans le total de l'UE (6-7%) est plus de deux fois supérieure à la contribution de l'économie polonaise dans le PIB européen (3%).**



Le rapport du *Financial Times* semble donc contredire la thèse suggérant que le ralentissement de l'investissement en 2016 résultait de l'incertitude croissante pesant sur l'environnement des affaires en liaison avec l'introduction de nouvelles taxes sectorielles (bancaire et distribution), les réglementations restrictives (terres agricoles, projets éoliens) et la détérioration des relations entre Varsovie et Bruxelles (réformes judiciaires). En outre, il est fort logique qu'étant donné le long processus de prise de décision et de financement, la stratégie d'une entreprise ne puisse être modifiée en raison de la « seule incertitude politique ». Au niveau sectoriel, la plus forte croissance a été enregistrée dans la construction (plus de 100%) devant le transport, l'entreposage et les projets logistiques (+60%) ainsi que l'industrie manufacturière (+47%). Or, à un horizon de cinq ans, il semble que les projets de développement et d'investissement dans les sièges sociaux d'entreprises afficheront la plus forte hausse créant une plus forte valeur ajoutée que les usines d'assemblage. Selon Grzegorz Maliszewski, économiste en chef de la banque Millennium, **si le gouvernement polonais peut se satisfaire du nouveau capital d'investissement, il doit garder à l'esprit que les coûts de main-**

⁵ ING, *Worldwide investment hotspots*, December 2016

⁶ fDi Intelligence, *The fDi Report 2017, Global greenfield investment trends, 2017* (http://forms.fdiintelligence.com/report2017/files/The_fDi_Report_2017.pdf).

d'œuvre sont encore le facteur principal d'attractivité des investissements étrangers.

Pour 2017, les prévisions de fDi pour la Pologne sont relativement bonnes, tablant principalement sur poursuite de la reprise économique en zone euro, principal partenaire commercial de la Pologne, qui pourrait également trouver des opportunités dans le Brexit pour accueillir certains établissements actuellement localisés au Royaume-Uni. Enfin, les investissements chinois, attirés par le marché de consommateurs et la robustesse de la croissance, pourraient encore monter en régime. Toutefois, la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis ainsi que les tentatives de la Chine de limiter les sorties de capitaux pourraient avoir un impact négatif sur le climat mondial des investissements.

B. La Pologne et les PECO auraient attiré en 2016 plus de la moitié des emplois générés par l'afflux d'IDE

5^e destination européenne des IDE en 2016, la Pologne aurait accueilli 256 projets d'investissement, soit une hausse de 21% par rapport à l'année précédente d'après la société de consultance EY⁷. La République tchèque a attiré 110 projets, en hausse de 57%, la Hongrie 107 (+14%) et la Slovaquie 70 (+30%). Les États baltes, qui bénéficient d'une concentration dans les secteurs du numérique, ont attiré plus de 100 projets. Au total, l'Europe centrale et orientale a capté 23% des projets d'IDE. Ayant accueilli toutes trois 51% des projets d'investissement en Europe, la Grande-Bretagne, l'Allemagne et la France étaient les principales destinations des investissements étrangers en 2016.

Top 20 destination countries by FDI projects

	2015	2016	Percentage Change (2016 vs. 2015)
United Kingdom	1,065	1,144	↑ 7%
Germany	946	1,063	↑ 12%
France	598	779	↑ 30%
Spain	248	308	↑ 24%
Poland	211	256	↑ 21%
Netherlands	219	207	↓ -5%
Russia	201	205	↑ 2%
Belgium	211	200	↓ -5%
Ireland	127	141	↑ 11%
Turkey	134	138	↑ 3%
Finland	105	133	↑ 27%
Romania	98	132	↑ 35%
Czech Republic	70	110	↑ 57%
Hungary	94	107	↑ 14%
Sweden	51	90	↑ 76%
Italy	55	89	↑ 62%
Switzerland	90	88	↓ -2%
Denmark	63	72	↑ 14%
Slovakia	54	70	↑ 30%
Portugal	47	59	↑ 26%
Others	396	454	↑ 15%
Total	5,083	5,845	↑ 15%

Top 20 destination countries by FDI job creation

	2015	2016	Percentage Change (2016 vs. 2015)
United Kingdom	42,336	43,165	↑ 2%
Poland	19,651	22,074	↑ 12%
Germany	17,126	19,961	↑ 17%
Romania	12,746	17,545	↑ 38%
France	13,639	16,980	↑ 24%
Serbia	10,631	16,396	↑ 54%
Russia	13,672	15,064	↑ 10%
Czech Republic	9,332	14,292	↑ 53%
Spain	7,126	12,969	↑ 82%
Hungary	11,741	12,450	↑ 6%
Ireland	10,772	8,535	↓ -21%
Slovakia	9,564	8,308	↓ -13%
Turkey	2,971	7,179	↑ 142%
Austria	1,357	4,759	↑ 251%
Ukraine	850	4,547	↑ 435%
Bulgaria	3,598	3,959	↑ 10%
Switzerland	1,391	3,416	↑ 146%
Belgium	3,168	3,309	↑ 4%
Moldova	1,000	3,200	↑ 220%
Italy	1,383	2,654	↑ 92%
Others	23,612	18,911	↓ -20%
Total	217,666	259,673	↑ 19%

Source: EY European Investment Monitor (EIM), 2017.

Concernant les créations d'emploi, la Pologne en fut le 2^e bénéficiaire avec 22.074 emplois créés en 2016, en hausse de 12%. En lien avec la forte hausse du nombre de projets, la République tchèque a observé la création de 14.292 nouveaux emplois (+53%). Si 12.450 nouveaux emplois ont été créés en Hongrie (+6%), au nombre de 8.308 en Slovaquie ils se sont contractés de 13% en 2016 par rapport à 2015. Les créations d'emploi en Europe centrale et orientale ont accaparé 52% du total en Europe.

En raison d'une main d'œuvre qualifiée et abordable en termes de coûts, la région d'Europe centrale est devenue un lieu privilégié pour implanter des usines automobiles comme l'illustre le choix de la Slovaquie qui est devenue en une seule décennie le premier producteur européen par tête de véhicules motorisés. De nombreux fournisseurs de pièces détachées et d'appareils électroménagers et électroniques sont également présents dans la région, note EY. **La Pologne et ses voisins, y compris les États baltes, attirent également une troisième vague de centres de services partagés** (+83% pour les PECO en 2016) et d'autres activités

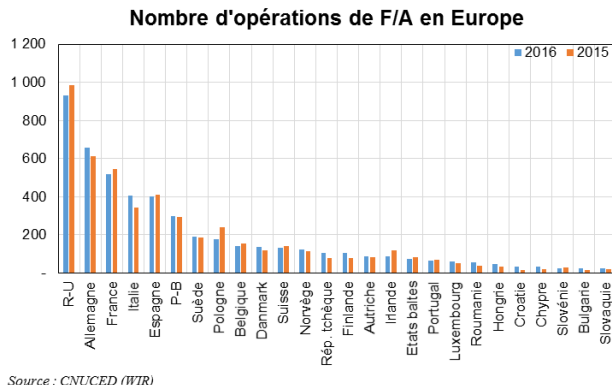
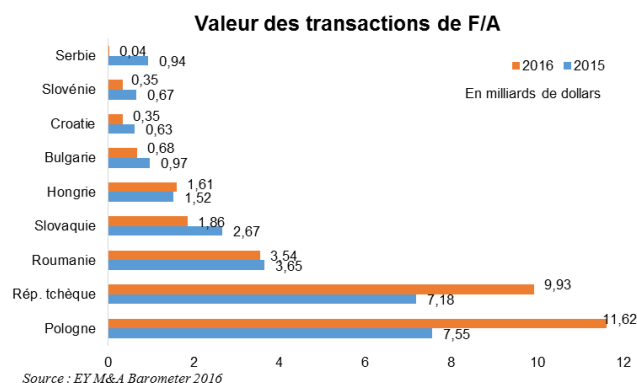
⁷ EY, EY's Attractiveness Survey Poland, Mai 2017.

fournissant des services aux entreprises. Les investisseurs permettent ainsi aux économies de progresser dans la chaîne de valeur européenne : par exemple, une implantation qui a débuté en tant que centre d'appels peut être élargie à une fonction de support informatique, impliquant des développeurs de logiciels sophistiqués, des fabricants de sites, qui localisent l'assemblage et accroissent les capacités de R&D. En 2016, le nombre de projets de R&D dans les PECO a ainsi progressé de 36%.

Cependant, alors qu'ils cherchent à étendre leurs opérations, les premiers arrivés constatent que, bien que les compétences élevées et les faibles salaires demeurent des forts atouts, **le resserrement des conditions sur les marchés du travail, engendrant pénuries de main d'œuvre qualifiée et pression à la hausse sur les salaires (en particulier, dans des villes comme Varsovie et Prague) les incite à se développer dans des villes de deuxième ou troisième zones telles que Lodz ou Brno, voire à s'implanter en Europe du sud dans des pays hors-UE.**

C. Les opérations de fusions et acquisitions ont été altérées par les cessions de participations étrangères

Bien que l'on observe depuis 2007 un nombre croissant d'opérations de fusions et acquisitions parmi les PECO, la Pologne a connu une nette baisse du nombre de transactions en 2016 (de 278 à 216 d'après EY et de 241 à 177 selon la CNUCED). Toutefois, le volume total des M&A est revenu à un niveau proche de 2013 à la faveur d'une multiplication de grosses opérations en fin d'année (Pekao, SABMiller et Allegro). Dans les PECO, la valeur des transactions s'est ainsi accrue de 29,5% en 2016, d'après les chiffres d'EY⁸. **La Pologne, où des opérations d'une valeur de 11,62 Mds \$ ont été relevées en 2016, affiche la plus forte hausse par rapport à 2015 (+54%) en Europe centrale et orientale.**

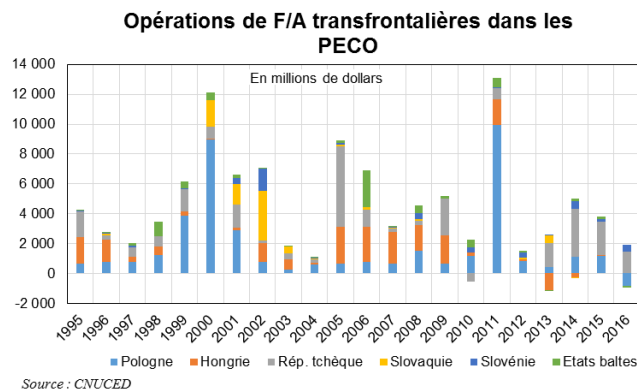
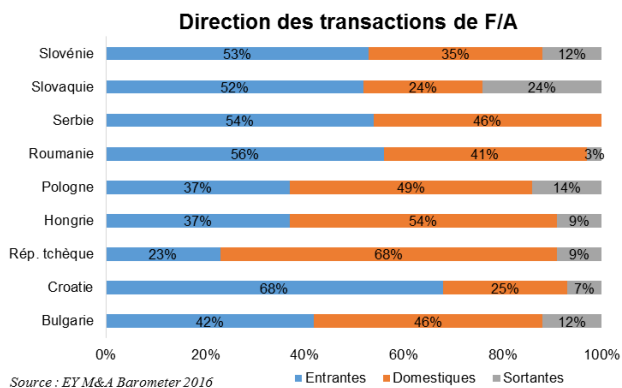


Les transactions ont été dominées par des fusions et acquisitions sur le marché domestique polonais (49%), alors que 37% des opérations consistaient en des fusions et acquisitions provenant de l'étranger, soit une part dans les opérations bien inférieure à celles relevées en Slovaquie (le Chinois CEFC a acquis 40% des parts dans le capital du groupe financier J&T) et Slovénie (l'Etat slovène a notamment cédé NKBM au fonds Appollo). Les Etats-Unis (avec 16 opérations), l'Allemagne (9) et le Royaume-Uni (6) étaient en 2016 les principales économies d'origine des opérations de M&A en Pologne (voir Annexe 2).

La cession au brasseur japonais Asahi du portefeuille de marques de bières d'Europe centrale de **SABMiller** pour 7,8 Mds \$ (7,3 Mds €) – dans le cadre de l'acquisition de ce dernier par AB Inbev – constitue la plus importante transaction de l'année 2016 au sein des PECO. En Pologne, le groupe sud-africain Naspers, spécialisé dans les médias et l'électronique, a cédé **Allegro**, le premier site de ventes aux enchères, pour un montant de 3,25 Mds \$ (2,96 Mds €), à un véhicule de financement luxembourgeois (SPV) formé par un consortium composé de divers fonds d'investissement britanniques (Cinven, Permira et l'acteur régional Mid Europa). L'accord, qui en fait **la plus grande opération de fusions et acquisitions en Pologne depuis juin 2011**, révèle l'attrait des fonds de capital-investissement pour la région d'Europe centrale et illustre la

⁸ EY, M&A Barometer 2016

prédominance du secteur des technologies de l'information dans l'activité des M&A. Dans le même temps, l'Américain Liberty Global PLC a acquis le câblo-opérateur **Multimedia** pour 763,16 M\$ via sa filiale polonaise UPC Poland Holding BV établie aux Pays-Bas. Le fonds MidEuropa PE a, dans l'intervalle, nommé un conseiller financier en vue de la cession de **Zabka**, la chaîne de magasins de proximité, pour lequel le marché estime un prix de vente de 1 Md€. Enfin, le fonds mexicain Grupo Finaccess a augmenté sa part dans le capital d'**Amrest**, la chaîne de restauration rapide (exploitant les franchises de KFC, Pizza Hut, Burger King, Starbucks et Applebee's), de 33 à 66% pour un montant de 424 M\$ (385 M€).



En termes nets, **le volume des opérations de fusions et acquisitions transfrontalières laisse apparaître, selon la CNUCED, un flux négatif de 835,4 M\$** (le volume des ventes ayant excédé le volume des acquisitions par des non-résidents) **en raison d'importantes cessions de filiales polonaises d'entités non-résidentes à des acteurs locaux**. Si le nombre de cessions (opérations de fusions et acquisitions par lesquelles les groupes multinationaux cèdent leurs participations étrangères aux investisseurs nationaux dans le pays hôte) a progressivement diminué en Europe, passant de 554 en 2005 à 469 en 2016, seize opérations de fusions et acquisitions de ce genre ont ainsi été enregistrées dans les Etats baltes et 56 dans les pays d'Europe centrale et orientale en 2016, ce qui laisse suggérer une tendance clairement à la hausse depuis 2010 de la « re-domestication » des économies d'Europe centrale et baltique. **L'Etat polonais aurait ainsi, selon les chiffres du cabinet d'avocats de droit des affaires CMS⁹, repris pour 3,6 Mds € d'actifs en 2016** (voir Annexe 3).

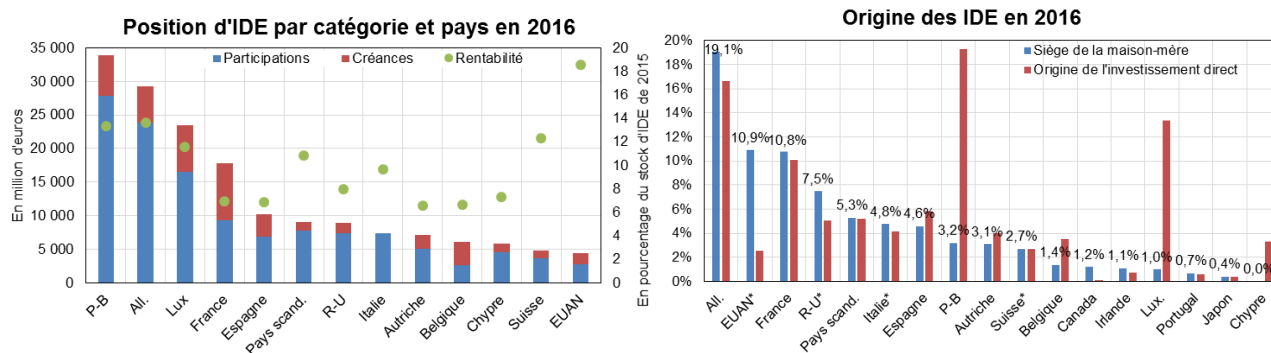
En Pologne, une politique de « repolonisation » a été poursuivie – par les gouvernements successifs – après la crise financière mondiale, dont la compagnie d'assurance publique, PZU, est le fer de lance. En 2016, **Alior Bank**, contrôlé majoritairement par l'Etat via PZU, a acquis les actifs polonais de l'Américain GE Capital (dont sa filiale **BPH**) pour une transaction d'une valeur de 678 M\$, lui permettant de devenir la 9^{ème} banque polonaise par taille d'actifs. Alior Bank avait cédé en 2015 à PZU, 25,3% de son capital pour 395 M€. L'Italien UniCredit a annoncé en décembre 2016 un accord visant à céder ses participations dans la banque locale **Pekao**, la deuxième plus grande banque polonaise, pour 2,5 Mds € à un consortium composé de PZU et du Fonds de développement polonais nouvellement créé, le PFR (voir Annexe 1). Enfin, le groupe financier sous contrôle étatique, PKO BP, a racheté la filiale polonaise de **Raiffeisen** spécialisée dans le leasing pour 850 M PLN. Côté investisseurs, les cessions réalisées par GE Capital, Raiffeisen et UniCredit ont été motivées par une restructuration de leurs portefeuilles d'actifs dans le sillon de la crise financière de 2008. Dans d'autres cas, le Suédois Nordea avait cédé PKO Bank Polski en 2014 afin de se conformer aux changements réglementaires (voir VIII pour plus de détails).

⁹ CMS, *Emerging Europe M&A Report 2016/17*

III. L'investissement direct étranger demeure fortement concentré en terme géographique

Selon le critère de provenance directe des investissements, **les Pays-Bas, l'Allemagne et le Luxembourg forment le trio de tête des investisseurs étrangers en Pologne devant la France**. Implantées précocement en Pologne après la transition démocratique, la France et l'Allemagne sont très bien positionnées au niveau des stocks. D'après les chiffres de la Banque centrale polonaise (NBP), l'Allemagne, dont le stock de 29,2 Mds € est essentiellement composé d'instruments de participation (à 81,7%), est dépassée par les Pays-Bas, dont les stocks atteignaient 33,9 Mds € au 31 décembre 2016. La France, quatrième source d'IDE avec un stock de 17,8 Mds €, est, quant à elle, devancée par le Luxembourg (23,5 Mds €) ; le stock français se différencie, au sein des principaux investisseurs, par une proportion d'instruments de créance nettement supérieure (47,7% du total) à celle de ses concurrents (25,5%). Suivent, après la France, l'Espagne (10,3 Mds €), le Royaume-Uni (8,9 Mds €), l'Italie (7,3 Mds €), l'Autriche (7,0 Mds €), la Belgique (6,2 Mds €), Chypre (5,9 Mds €), la Suisse (4,8 Mds €) et les Etats-Unis (4,4 Mds €), premier investisseur extra-européen ; le stock d'IDE russes, dont une partie transite vraisemblablement par Chypre, ne ressortait, pour sa part, qu'à 270 M€ en 2016. Si les trois principaux pays d'origine des IDE (Pays-Bas, Allemagne et Luxembourg) voient leurs positions progresser de 7,1%, 13,4% et 5,7%, respectivement, celles de l'Irlande et de l'Italie, cette dernière étant affectée par la cession de la filiale bancaire d'UniCredit, se réduisent de 35,7% et 13,5%, respectivement, au profit de l'Autriche (+12,2%) et de la Belgique (+17,5%) ; les stocks français (-1,0%) et espagnol (-1,2%) demeurent quasiment stables.

La Pologne accueille des capitaux de transit venant du Luxembourg, de Chypre, des Pays-Bas et d'Irlande : des investissements dans des véhicules à usage spécial (« *special pupose vehicles* ») qui sont principalement utilisés pour l'optimisation fiscale et qui n'entraînent pas le développement d'activités économiques en Pologne. Selon le rapport de Polityka Insight et nos propres estimations, **en tenant compte du siège de la maison-mère ultime (et non de l'origine de l'investissement), l'Allemagne (19,1% des IDE)**, bénéficiant de sa proximité, **fait figure de premier investisseur direct étranger**, après correction des distorsions induites par les flux indirects, **devant les Etats-Unis¹⁰ et la France (près de 11% chacun)**. Suite à l'acquisition d'Allegro, le Royaume-Uni (7,5%) consolide sa cinquième place obtenue en 2015 (lors de laquelle il a affiché une hausse de 30% de son stock), tandis que les autres importants pays d'origine des investissements demeurent les pays scandinaves (5,3%), l'Italie (4,8%) et l'Espagne (4,6%).



Source : NBP, calculs DG Trésor (SER de Varsovie)

Sources : OCDE, NBP, Polityka Insight *Calculs DG Trésor (SER de Varsovie)

Les flux d'IDE en 2016 ont été dominés par les Pays-Bas (36,8% des IDE), l'Allemagne (25,0%), le Luxembourg (15,8%) et la France (7,4%), suivis de l'Autriche (7,3%) et la Suisse (6,4%). 2016 illustre parfaitement l'utilisation des plateformes néerlandaise et luxembourgeoise dans le cas de fusions-acquisitions (exemples de Multimedia et Allegro), puisque les IDE en provenance des Pays-Bas constituaient la quasi-totalité des investissements en capitaux propres (96%), d'importants désinvestissements ayant, en contrepartie, été réalisés de la part des Italiens (-713,3 M€) et des Américains (-732,1 M€)¹¹. En outre, on

¹⁰ Le montant de la cession de BPH par GE Capital a dû être compensé par l'acquisition de Multimedia par UPC.

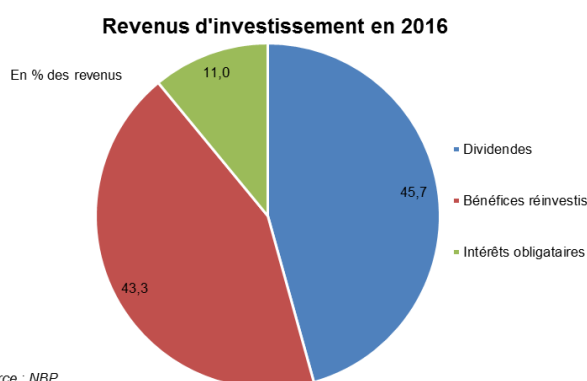
¹¹ Cessions des banques Pekao et BPH, respectivement.

relève un flux net négatif du côté des IDE irlandais en raison de la probable échéance d'instruments de créance dus à une entité étrangère (-517,8 M€).

Les IDE en Pologne ont généré 18,1 Mds € de revenus en 2016, soit un ROI de 10,6% par rapport au stock fin 2015. Si le quatuor de tête (P-B, All., Lux. et France) affiche, en toute logique, les revenus d'investissement les plus conséquents, le taux de rentabilité des investissements français par rapport au stock de début d'année (6,9%) apparaît bien inférieur à celui de ses pairs en raison de la prédominance de certains secteurs (finance, commerce de gros et de détail, construction), dont la rentabilité est attendue sur une longue période. En particulier, **les pays servant de**

plateformes financières et hébergeant des holdings affichent les retours sur investissement les plus élevés (Pays-Bas : 13,3% ; Suisse : 12,3% ; Luxembourg : 11,6%). Qui plus est, les pays ayant implanté des industries lourdes (machines industrielles, automobile) et des entreprises du secteur des TIC ont plus tendance à réinvestir leurs bénéfices (Suisse : 61,7% ; Suède : 57,3% ; Allemagne : 54,8% ; P-B : 48,9%) que ceux ayant investi dans les secteurs de l'immobilier et de la construction (France : 26,9% ; Luxembourg : 28,1% ; R-U : 36,2%) en raison de la moindre exigence de ces secteurs en investissements matériels. A cela s'ajoute la nature du financement de certaines filiales qui requiert, dans le cas de l'utilisation d'instruments de dette (souvent corrélée au taux élevé de l'IS dans le pays d'origine), le paiement régulier d'intérêts à l'entité étrangère créancière. **Si cela a pour conséquence de restreindre le réinvestissement des bénéfices, cela permet de déduire les dettes de l'assiette fiscale imposée en Pologne.**

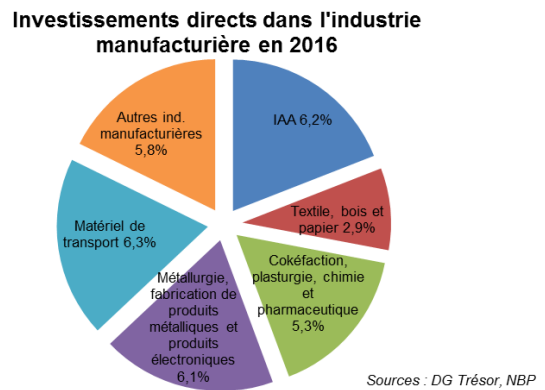
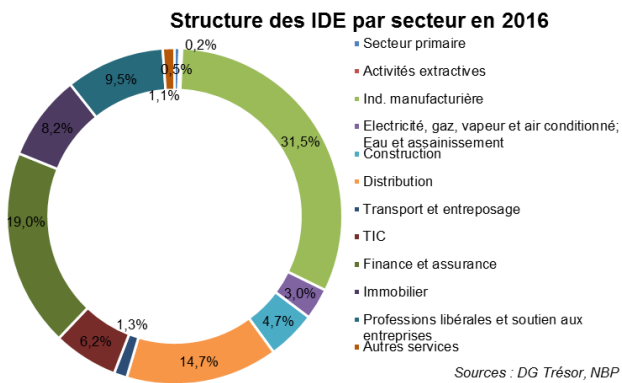
L'analyse géographique des IDE reçus par la Pologne demeure donc obérée par la forte représentation, tant en flux qu'en stocks, de petits pays depuis lesquels l'investissement semble en partie procéder de flux indirects (Luxembourg, Chypre et Pays-Bas) et faussent, dès lors, la lecture des investissements effectifs de pays comme la France, l'Allemagne ou la Russie. Cependant, les chiffres de la NBP n'en confirment pas moins la concentration de l'essentiel des flux et stocks d'IDE autour de quelques investisseurs historiques : les quatre premiers investisseurs directs représentaient ainsi, en stocks, un investissement direct de 104,4 Mds € fin 2016, soit 59,3% du stock total selon la Banque centrale.



IV. Les investissements étrangers se traduisent par un contrôle accru de l'économie polonaise

A. L'industrie manufacturière accapare près d'un tiers des investissements étrangers

Sur les **176 Mds € de stocks d'IDE** recensés par la Banque centrale polonaise (NBP) au 31 décembre 2016, les investisseurs étrangers ont principalement placé leur capital dans les secteurs des services, en particulier le secteur financier (19,0%), le commerce de gros et de détail (14,7%), l'immobilier (8,2%) et les télécommunications (6,2%) ainsi que dans les services spécialisés aux entreprises et ménages (9,5%). Toutefois, l'industrie manufacturière, avec une part de 32%, demeure la première bénéficiaire des IDE et se caractérise par une forte diversification. Parmi les 55,5 Mds € de stocks d'IDE entrants dans le secteur manufacturier, 10,9 Mds € étaient ainsi dévolus aux industries agro-alimentaires (6,2%), 9,4 Mds € à la transformation des produits pétroliers, chimiques, pharmaceutiques et plastiques (5,3%), 9,2 Mds € aux industries automobiles principalement consacrées à la fabrication de pièces détachées (5,2%) et 10,2 Mds € aux autres secteurs manufacturiers (5,8%), qui comprennent notamment l'industrie aéronautique (0,7%) et le secteur du meuble. A l'instar des voisins d'Europe centrale, le secteur du matériel de transport, en contribuant pour 6,3% à la position d'IDE dans le pays, affiche une place prépondérante.

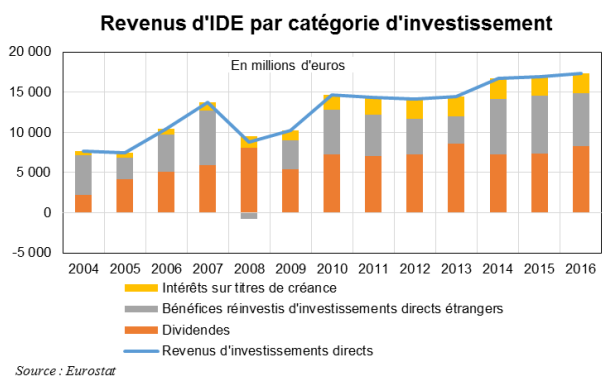
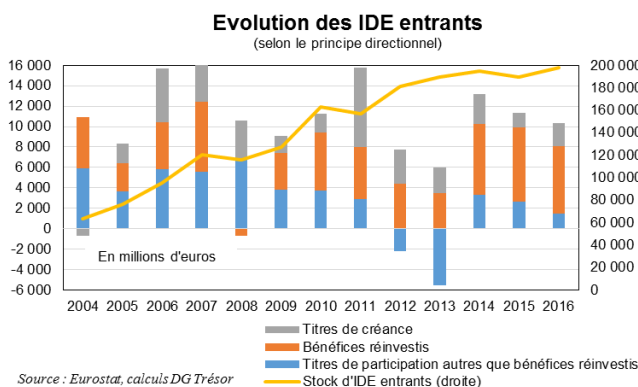


B. Les IDE arrivent majoritairement sous la forme de participations dans des filiales locales

Le revenu des entreprises étrangères provenant des investissements directs peut être divisé en trois catégories :

- ❖ les dividendes, ou la partie du revenu d'une société étrangère perçue par l'investisseur ;
- ❖ les bénéfices réinvestis, ou la partie qui reste dans l'entreprise pour stimuler son développement ;
- ❖ les intérêts ou les revenus liés aux investissements dans des titres de créance, comme les prêts et les obligations.

La dynamique et la structure des IDE en Pologne sont donc à relier logiquement aux étapes de développement des entreprises non-résidentes. Lorsqu'une entreprise étrangère s'implante dans un pays étranger, elle investit, dans un premier temps, dans un secteur donné sous la forme de titres de participations en reprenant le contrôle de diverses entités nationales ou en établissant une nouvelle entité. Dans un deuxième temps, la maison-mère (ou une filiale sœur) peut octroyer des prêts intragroupe à ses filiales polonaises. En parallèle, ces dernières ont le loisir de réinvestir dans l'appareil productif les bénéfices qu'elles réalisent ou de les verser à leurs actionnaires, sans omettre de payer les intérêts portant sur leurs emprunts contractés auprès d'entités de leurs groupes.

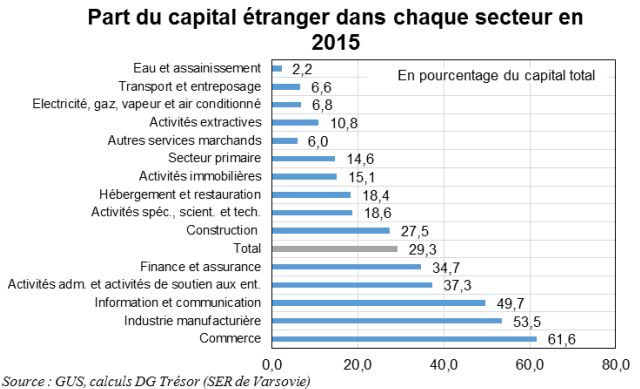
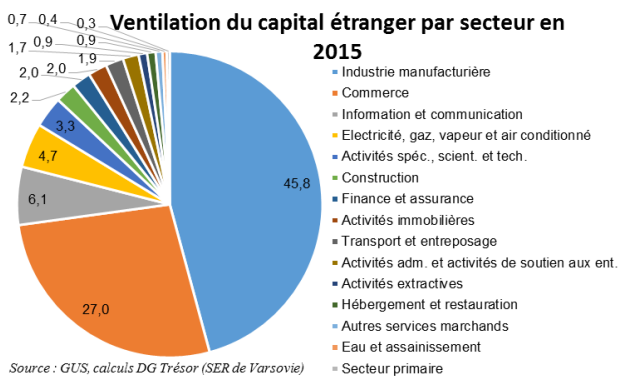


En 2016, la majeure partie des flux d'investissement consistait en des titres de participation (77,7% des flux totaux), dont principalement des bénéfices réinvestis (62,3%), malgré l'octroi de forts dividendes par les investisseurs étrangers (45,7% des revenus d'investissement en 2016).

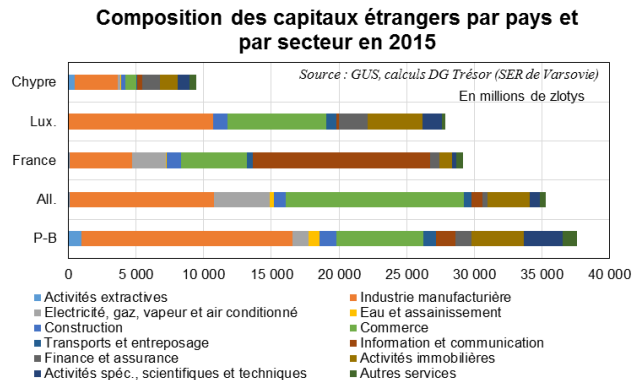
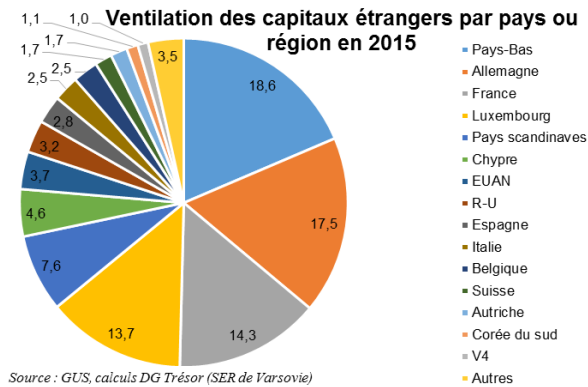
C. Les secteurs-clés apparaissent majoritairement sous contrôle étranger

L'importance continue des flux d'IDE au titre de participation jusque 2011 ont permis aux investisseurs étrangers de monter graduellement dans le capital de certains secteurs. Ainsi, plus ou près de 50% du capital des secteurs du commerce (61,6%), de l'industrie manufacturière (53,5%) et de l'information et de la

communication (49,7%) sont détenus par des non-résidents selon les données du Bureau des statistiques (GUS) de 2015. Parmi les activités de finance et d'assurance, les non-résidents, ostracisés par la montée progressive en régime de l'Etat dans le secteur *via* la compagnie d'assurance PZU, détiennent 35% du capital.



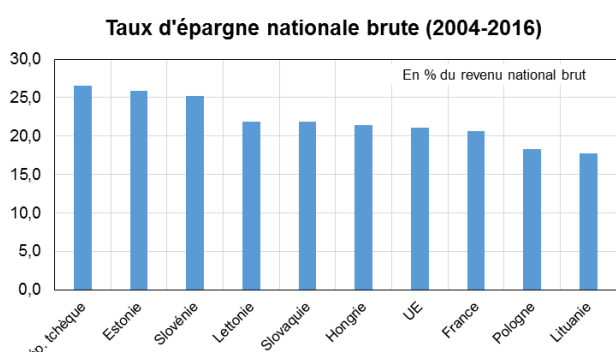
Selon les données du GUS, le nombre d'entités sous contrôle étranger s'élevait à 25.961 entreprises en 2015. La majeure partie du capital étranger a été relevée dans les entreprises du secteur manufacturier (45,8%), le commerce (27,0%) et les TIC (6,1%). Notons que si les activités financières et d'assurance accaparent près de 19% des IDE, le secteur financier ne représente que 2% du capital étranger en Pologne et devrait aller en diminuant en raison des cessions de plusieurs banques à des acteurs locaux. Les capitaux étrangers situés en Pologne proviennent de 127 pays, dont 90,8% en provenance de l'Union européenne et 93,9% des pays membres de l'OCDE. Les premiers pays investisseurs sont les Pays-Bas (18,6% du capital étranger total), l'Allemagne (17,5%) et la France (14,3%). Fin 2015, 1,818 million de personnes étaient employées dans des entreprises à capitaux étrangers, principalement dans l'industrie manufacturière (45,5% du total) et le commerce (23,3%). Selon les données IFATS d'Eurostat, la France, avec 166.217 employés, apparaissait comme le troisième employeur après l'Allemagne (303.364 employés) et les Etats-Unis (175.580).



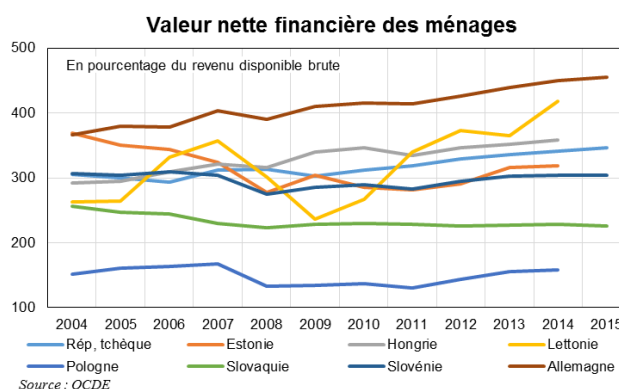
Les 11.132 entreprises exportatrices à capital étranger représentaient ainsi, en 2015, pas moins de la moitié des exportations polonaises de biens et de matériaux, contre 40% des exportations totales de services ; leurs dépenses d'investissement atteignaient, quant à elles, 4,3% du PIB, soit plus d'un cinquième de l'ensemble des dépenses d'investissement des entreprises polonaises pour une main d'œuvre totale de 1,82 million d'employés, soit un dixième de la population salariée.

V. Les investissements étrangers constituent un levier de financement essentiel pour l'économie polonaise

Partageant avec la plupart des économies d'Europe centrale et balte une insuffisance chronique de capitaux internes, la Pologne voit, afin de faire face aux besoins de financement de son économie depuis la chute du rideau de fer, sa dépendance au capital étranger exacerbée par l'insuffisance structurelle de l'épargne domestique brute (elle s'établit en Pologne à 19,1% du PIB en moyenne sur la période 2004-2016). La valeur nette des actifs financiers des ménages¹² en comparaison avec ses pairs d'Europe centrale et orientale illustre d'autant plus fortement la faiblesse des capitaux domestiques détenus par les agents résidents. Sur la période 2004-2014, elle s'élevait ainsi à 148% du revenu disponible brut contre 301% dans le reste des PECO et 407% en Allemagne¹³. Toutefois, on peut relativiser l'apport des investissements étrangers par leur **propension à entraîner un effet d'éviction des dépenses d'investissement des agents résidents** (dont l'épargne des ménages).



Source : Eurostat



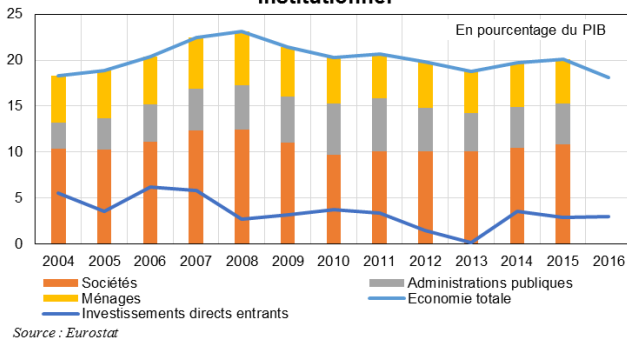
Source : OCDE

La modernisation de l'appareil productif polonais s'est, depuis les années 1990, reposée sur trois grands piliers : i) l'épargne et l'investissement des entreprises à capitaux polonais, ii) les transferts directs sous forme, essentiellement, de fonds structurels (près de 20 Mds € par an au cours des dernières années en incluant la PAC) et de transferts personnels des ressortissants à l'étranger (environ 4 Mds € par an), et iii) les investissements directs étrangers, auxquels il convient d'ajouter une partie des flux de portefeuille reçus chaque année par la Pologne. Plus fortement volatiles, ces deux dernières composantes apparaissent fortement corrélées à l'évolution de l'investissement : le ralentissement des flux d'IDE en 2012-2013 a coïncidé avec une inflexion significative de la FBCF, ramenée, après un pic de 23,1% du PIB en 2008, à un niveau de 18,8% du PIB en 2013. En 2016, le tarissement des fonds européens a entraîné une chute de 7,9% de l'investissement ce qui a également fait reculer son ratio au PIB à 18,1%.

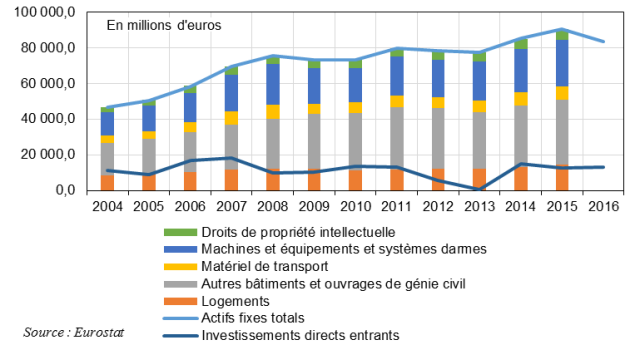
¹² La valeur nette financière des ménages est le solde du compte de patrimoine financier (actifs financiers moins passifs).

¹³ Le manque de liquidité des marchés de capitaux a vraisemblablement été aggravé par la réforme en 2013-2014 des fonds de pension privés (OFE), dont la part obligatoire a été transférée vers un premier pilier public qu'ont été invités à rejoindre – sauf notification contraire expresse – les cotisants des OFE ; procédant en partie de considérations d'ordre budgétaire, la réforme a fait l'objet de nombreuses critiques au regard, notamment, du rôle essentiel qu'avaient joué les fonds de pension dans la mobilisation de l'épargne des particuliers depuis leur création en 1999.

Formation brute de capital par secteur institutionnel

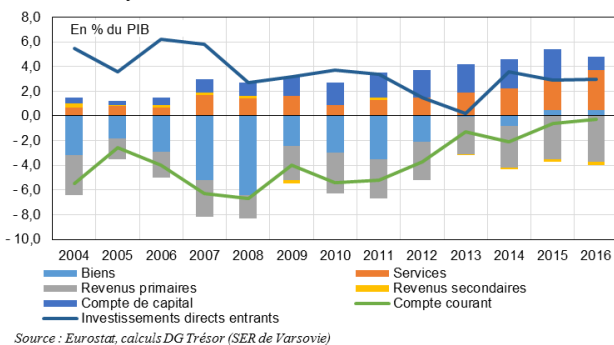


Formation brute de capital par type d'actif

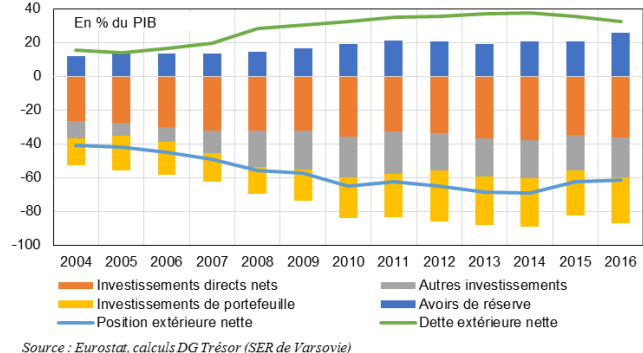


Les investissements étrangers comblent les besoins de financement de l'économie polonaise. Reflété par la forte progression de la part des stocks dans le PIB, passée de 5,5% à 40,0% entre 1995 et 2016 selon la CNUDED, le rôle primordial des IDE dans le financement à long terme de l'économie polonaise apparaît également nettement visible à la lecture des chiffres de la balance des paiements et de la position extérieure nette. Bien que l'afflux des fonds structurels européens ait conduit, **depuis quelques années, au rééquilibrage externe de l'économie polonaise**, qui affiche désormais une capacité nette de financement légèrement positive depuis 2013 (0,8% en 2016), les flux d'IDE demeurent l'un des principaux éléments, en flux, du compte financier (les passifs ont progressé l'an dernier de 8,8 Mds € pour des actifs en hausse de 4,9 Mds €) et, en stocks, de la position extérieure nette : la Pologne affichait ainsi, au 31 décembre 2016, une position extérieure nette débitrice de 258,82 Mds € (61,7% du PIB), dont, pour les composantes hors avoirs de réserve, 41% au titre des IDE, 31% au titre des investissements de portefeuille et 21% au titre des autres instruments.

Capacité de financement et flux d'IDE entrants



Position extérieure nette de la Pologne

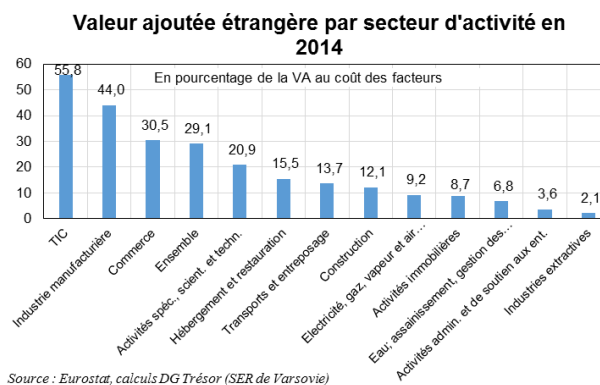
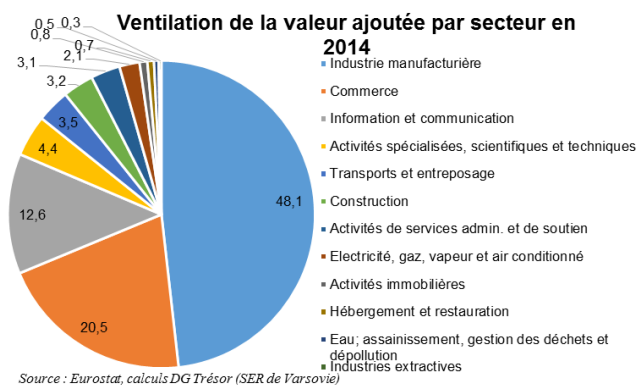


VI. Les investissements étrangers contribuent pleinement à la croissance de l'économie polonaise

Selon le récent rapport de Polityka Insight¹⁴, l'afflux d'IDE aurait accru le PIB polonais de 0,7% par an sur la période 1991-2015. Par conséquent, **le PIB polonais aurait été, en 2015, de 15,6% supérieur à ce qu'il aurait avec des IDE restés au niveau de 1991.**

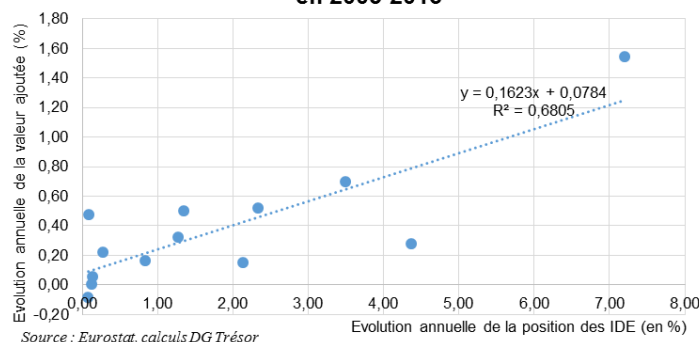
A. Les investissements étrangers génèrent près d'un tiers de la valeur ajoutée de l'économie non-financière

La valeur ajoutée des entreprises à contrôle étranger européen atteignait 52,7 Mds € en 2014, soit 29,1% de la valeur ajoutée dans l'économie marchande non-financière au coût des facteurs d'après les données FATS d'Eurostat. La valeur ajoutée de l'industrie manufacturière constituait en 2014 la moitié de la VA totale réalisée par les filiales polonaises d'entité étrangères, devant le commerce (20,5%) et les TIC (12,5%). Les filiales de groupes étrangers ont ainsi généré près d'un tiers de la valeur ajoutée aux coûts des facteurs en 2014, dont quasiment la moitié de celle du secteur des TIC, 44% de celle de l'industrie manufacturière et 30,5% de celle dans le commerce.



Selon nos propres calculs, il existe une **forte corrélation de l'évolution de l'investissement étranger avec celle de la valeur ajoutée** par secteur. Ainsi, une hausse de 1% de la position des IDE aurait généré une hausse de 0,24% de la valeur ajoutée sur la période 2003-2015 en moyenne annuelle.

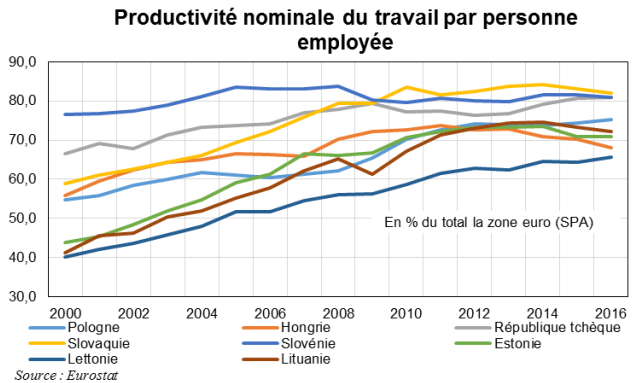
Corrélation entre les évolutions de l'investissement étranger et de la valeur ajoutée en 2003-2015



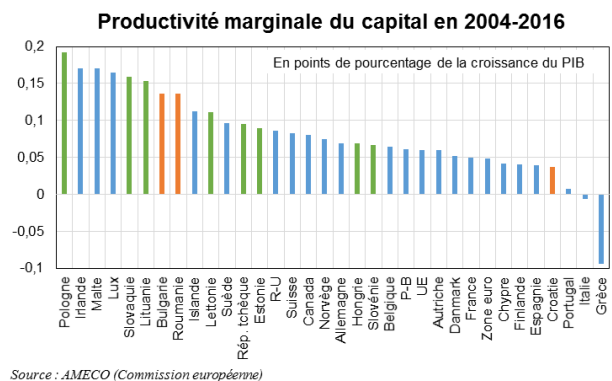
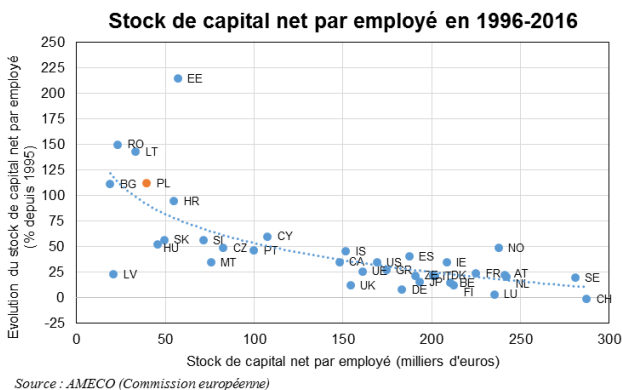
¹⁴ Polityka Insight, *The impact of Foreign Direct Investment: Contribution to the Polish economy in the past quarter century*, Février 2017.

B. Les investissements étrangers constituent un facteur primordial de la hausse de la productivité

L'importance des IDE dans la modernisation de l'économie polonaise est apparue dès les premières privatisations des années 1990, où les entreprises étrangères affichaient une productivité nettement supérieure à celle de leurs homologues polonaises. Les entrées d'IDE en Europe centrale ont, sur la croissance et les exportations du PIB, eu un impact positif dont l'amélioration de la productivité constitue le principal canal d'influence de l'IDE sur l'économie et résulte de deux canaux : les flux de travailleurs vers des IDE plus productifs ainsi que les importations de technologies et de savoir-faire. La productivité du travail par employé¹⁵ en Pologne dans les années 2000-2016 est ainsi passée de 54,7% à 75,3% de la moyenne de l'UE à la faveur d'un transfert de technologie aux entreprises de l'industrie de transformation.



On peut observer le **déclin progressif de la productivité marginale du capital dans les économies développées** au cours des dernières décennies, comme énoncé par la loi sur les rendements marginaux décroissants¹⁶, ce qui s'explique par une réduction des coûts en capital et une augmentation significative du capital par salarié. A l'inverse, au cours des vingt dernières années, **le stock de capital net par employé a doublé en Pologne**, affichant une croissance deux fois supérieure à celles observées en République tchèque, Slovaquie et Hongrie qui ont connu une forte augmentation du nombre d'employés en comparaison avec le capital mis à disposition. Quand bien même, le stock de capital net par employé, repris de la base de données AMECO¹⁷, en Pologne demeure quasiment deux fois inférieur à celui de la République tchèque, qui est économie considérée comme plus « mature ». Cet écart, conjugué à des employés bien formés et à une marge non-négligeable pour accroître la productivité totale des facteurs (TFP), permet à la Pologne d'atteindre une productivité marginale du capital très élevée, quatre fois supérieure en 2004-2016 (0,2%¹⁸) à celle de la zone euro (0,048%) et plus élevée qu'en Slovaquie, République tchèque et Hongrie.



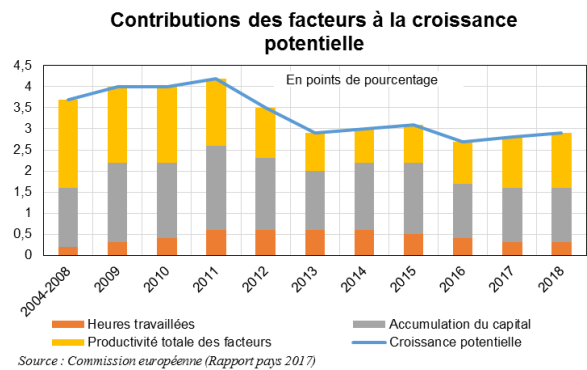
¹⁵ Valeur ajoutée par employé

¹⁶ La loi sur les rendements marginaux décroissants énonce le principe selon lequel lorsqu'on augmente la quantité utilisée d'un facteur, au-delà d'un certain niveau, la production augmente de moins en moins, *ceteris paribus*, ce qui conduit à un état stationnaire de l'économie.

¹⁷ http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm

¹⁸ Une hausse de 1% du capital induit une augmentation de 0,2% du PIB.

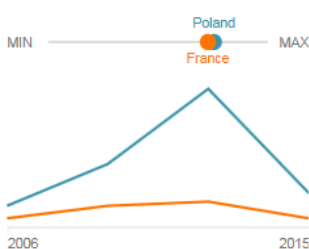
L'économie polonaise affiche une participation accrue des dépenses en capital dans la croissance du PIB. Malgré la baisse du taux de croissance du PIB pour la période 2010-2016 par rapport à la période 1995-2016, la part des dépenses en immobilisations est restée au même niveau – 1,6 point de pourcentage. En conséquence, **l'accumulation de capital est devenue un facteur majeur de la croissance du PIB de la Pologne depuis 2012**, bien que, depuis 2014, on observe également une augmentation notable de l'emploi. Sur la période 2010-2016, la contribution à l'emploi ne représentait ainsi que 0,5 point de pourcentage.



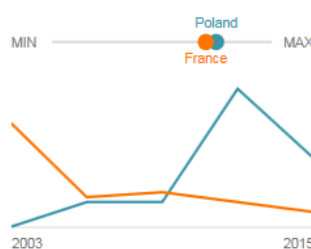
La forte contribution continue du capital à la croissance économique de la Pologne démontre que les investissements génèrent un taux de rendement élevé, ce qui s'explique par un capital social encore relativement faible par employé et, d'autre part, par la forte compétitivité-prix des entreprises polonaises qui bénéficient de la libre circulation des capitaux dans l'UE. Des pays d'Europe centrale, une contribution comparable du capital à la croissance du PIB au cours des 20 dernières années n'a été observée qu'en Bulgarie.

Outre l'amélioration de la productivité, **la qualité de l'éducation constitue l'un des avantages concurrentiels les plus importants de la Pologne par rapport aux pays d'Europe centrale**, en particulier les connaissances et les compétences en sciences et en mathématiques. Au cours des dernières années, le nombre d'étudiants et de diplômés en sciences et en technologie a ainsi augmenté. Dans chacune des catégories évaluées de l'étude PISA de 2015 (mathématiques, lecture et sciences), la Pologne s'est classée au-dessus de la moyenne de l'OCDE. Les diplômés et les étudiants polonais se distinguent également par leur bonne connaissance de l'anglais, ce qui est un facteur important dans l'attraction des investissements dans les services aux entreprises (BPO / SCC). Selon l'indice de connaissance de l'anglais en 2015, les Polonais se sont classés 9^e en Europe. La Pologne est le leader mondial en ce qui concerne le nombre de personnes qui apprennent l'allemand (près de 2,3 millions de Polonais selon l'Institut de recherche Goethe¹⁹). La part de la population polonaise connaissant la langue de leurs voisins occidentaux est ainsi plus élevée que dans les autres pays d'Europe centrale : près de 13,3% des Polonais, contre 10,9% des Hongrois, 10% des Slovaques, 8,6% des Tchèques, 3,4% des Bulgares et 2,1% des Roumains.

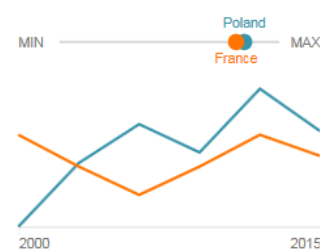
Science



Mathematics



Reading



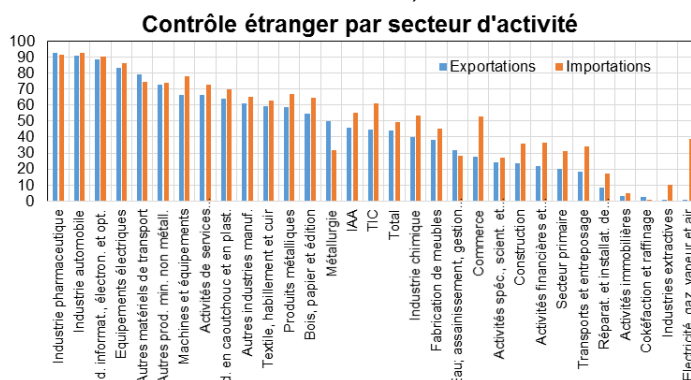
Source : Etude PISA (OCDE)

¹⁹ Goethe Institut, "German as a foreign language worldwide: 2015 survey".

VII. Les investissements étrangers se traduisent par des échanges commerciaux

D'après l'Institut d'études sur le marché, la consommation et la conjoncture (IBRKK), **les nombreuses entreprises à capital étranger assureraient près de la moitié de l'ensemble des échanges extérieurs de biens polonais** (contre un peu plus des trois cinquièmes au milieu des années 2000).

Sur la base des données d'Eurostat de 2015, si l'on tient compte de l'entité de contrôle de l'exportateur, on remarque que **la plupart des secteurs sont contrôlés par une entité étrangère** (44,3% des exportateurs), en particulier dans l'industrie pharmaceutique (92,6% des exportations), l'industrie automobile (90,7%), les équipements électriques (83,0%), les produits informatiques, électroniques et optiques (88,5%), les autres matériels de transport (79,4%), les machines et équipements (66,4%) et les produits en caoutchouc et en plastique (64,0%). Ainsi, sur les principaux postes à l'export, la plupart des exportateurs sont contrôlés par des non-résidents, à l'exception notable des IAA (46,0%), malgré la détention à plus de 90% des exportateurs de tabac par des étrangers, de l'industrie chimique (39,9%) et du secteur du meuble (38,1%). Au sein de l'industrie manufacturière, 63,2% des exportations sont en définitive réalisées par des filiales de propriétaires étrangers.



Source : Eurostat, calculs DG Trésor (SER de Varsovie)

Au niveau des importations, les mêmes secteurs susnommés sont à majorité contrôlés par des entités étrangères. Pour le surplus, on relève **une part non-négligeable de la présence d'entités étrangères parmi les importateurs** (49,3%), c'est le cas, logiquement, de la production d'énergies (38,7%), du secteur du bois (64,6%), du commerce de gros, hors automobile (49,2%), du secteur des TIC (61,0%), de l'industrie chimique (53,2%) et de la construction (35,9%). A l'inverse, notons une part minorée des non-résidents parmi les importateurs métallurgiques (31,6%). Au sein de l'industrie manufacturière, 62,7% des importations sont réalisées par des filiales de propriétaires étrangers.

Cela illustre tant l'importance des investissements étrangers dans le secteur de l'exportation en Pologne que la place accrue de l'économie polonaise dans la chaîne de production de l'UE.

VIII. Les stratégies de défense des actifs stratégiques réduisent les participations étrangères

Des mesures de restriction aux investissements étrangers sont apparues depuis la crise financière dans les PECO sous trois formes :

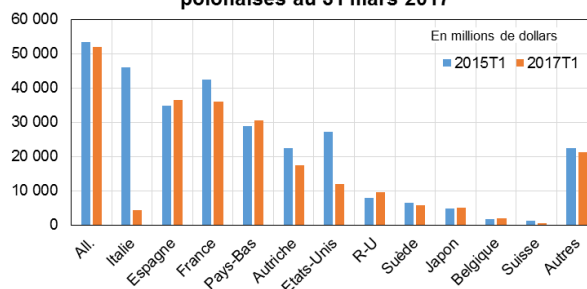
- ❖ le contrôle accru du secteur bancaire et des médias (cas hongrois et polonais) ;
- ❖ la reprise des actifs énergétiques (stratégie commune à tous les PECO) ;
- ❖ la défense des actifs stratégiques par des restrictions sur les cessions (Pologne, Slovaquie et Slovénie).

A. Le contrôle accru du secteur bancaire et des médias en Hongrie et Pologne

Certaines stratégies gouvernementales ont entraîné d'importants désinvestissements. C'est le cas en Hongrie et en Pologne, par exemple, où les gouvernements suivent une politique visant à accroître la domestication du secteur bancaire impliquant les entreprises sous contrôle de l'Etat. En Hongrie, le gouvernement vise à accroître jusque 60% le contrôle domestique du secteur bancaire. En 2014, l'Etat avait ainsi repris MKB Bank à l'Allemand BayernLB pour 74 M\$. La participation de l'Etat dans ces deux pays devrait s'étendre à d'autres industries. En Hongrie, les

entreprises publiques ont acquis des actifs dans les services publics et les médias. En Pologne, une politique visant à restreindre le contrôle des médias par des non-résidents est en cours de préparation. En outre, conformément à la loi sur la radiodiffusion, une société de radiodiffusion télévisuelle ne peut, actuellement, recevoir de licence que si la part des propriétaires étrangers ne dépasse pas 49% et si la majorité des membres des conseils de direction et de surveillance sont des citoyens polonais et résident en Pologne.

Position vis-à-vis des contreparties résidentes polonaises au 31 mars 2017



Source : Banque des règlements internationaux

B. La reprise par l'Etat des actifs énergétiques

Un consortium d'énergéticiens publics polonais (Enea, Energa, PGE et la filiale Termika de PGNiG) devrait reprendre, d'ici la fin de l'année 2017, les actifs polonais du Français EDF. Par ailleurs, depuis décembre dernier, Enea est en négociations exclusives pour racheter les actifs polonais d'Engie, Energia Polska, propriétaire de la centrale Polaniec pour lesquels le Français a proposé 300 M€.

Les entreprises publiques ont également joué un rôle dans les désinvestissements en République tchèque, comme l'acquisition de l'opérateur du réseau d'approvisionnement en eau domestique Vodarna Pizen par la société publique Mesto Pizen. Cependant, en République tchèque, comme dans les Etats baltes, ce sont les fonds d'investissement nationaux qui sont actifs dans l'acquisition d'actifs cédés par des multinationales étrangères.

La Slovaquie cherche également à accroître le contrôle de l'Etat des entreprises stratégiques, en commençant par le secteur énergétique. Prenant exemple sur CEZ en République tchèque ou OMV en Autriche, le ministre de l'Economie, Peter Žiga, a ainsi annoncé qu'il prévoyait la création d'une société sous la forme d'une holding dans l'énergie permettant d'abriter toutes les participations que l'Etat détient dans des entreprises énergétiques clés. Le conglomérat serait alors en mesure d'acquérir de nouveaux actifs sur le marché de l'énergie et de lever des fonds en émettant ses propres obligations sans que cela n'accroisse la dette publique. Il ne s'agit pas du premier Etat d'Europe centrale cherchant à défendre ses actifs stratégiques : la Hongrie a racheté plusieurs entreprises d'utilité publique précédemment privatisées, alors que le gouvernement polonais cherche à « re-poloniser » le secteur de l'énergie en tentant de reprendre, par la voie d'entreprises détenues majoritairement par l'Etat, les actifs d'EDF et d'Engie.

L'Etat slovaque détient des participations à hauteur de 34% dans le plus grand producteur d'électricité Slovenske Elektrarne, de 51% dans l'opérateur de gazoduc Eustream, de 100% dans le plus grand fournisseur de gaz SPP (maison mère de Eustream) et 51 % dans trois entreprises régionales de distribution d'électricité et de gaz. A noter cependant que lors de la privatisation dans les années 2000, même si l'Etat a gardé sa participation majoritaire, le contrôle managérial est détenu par les acteurs privés. En 2015, le gouvernement précédent, également dirigé par Robert Fico, a obtenu une option qui pourrait éventuellement augmenter à 51% la participation du gouvernement dans Slovenske Elektrarnen, alors que le groupe énergétique italien Enel a convenu de vendre progressivement sa participation de 66% dans Slovenske au groupe tchèque EPH.

C. La défense des actifs stratégiques

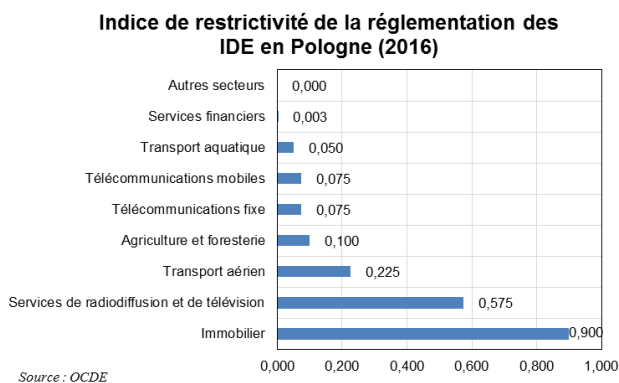
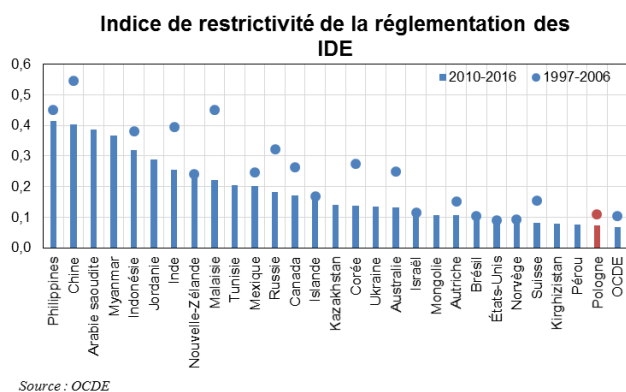
La Pologne a adopté à l'été 2015 une loi relative au contrôle de certains investissements qui soumet à l'aval du Conseil des ministres les prises de participation dans les entreprises jugées stratégiques. Sous le gouvernement PiS, de nouvelles restrictions sont entrées en vigueur en avril 2016 pour l'acquisition de terres agricoles et forestières et pour l'acquisition de participations dans des entreprises polonaises possédant une propriété agricole. Cette dernière renforce en profondeur – et de manière inédite par son ampleur – le contrôle public sur la propriété foncière privée et les possibilités de cession des terres (voir Annexe 4).

Le gouvernement slovaque a annoncé au premier semestre 2017 qu'il compterait opposer un droit de premier refus automatique pour que l'État accroisse sa présence dans des entreprises jugées d'importance nationale dans le cas d'une cession de participations. Le projet de loi qualifierait de « stratégique » une entreprise en fonction de son secteur d'activité, de sa région ou du nombre d'employés, mais indépendamment de son chiffre d'affaires. *De facto*, les activités des constructeurs automobiles pourront également être considérées comme stratégiques, ce qui octroierait à l'État le droit de premier refus au cas où elles envisageraient de céder leurs usines. Au même titre que l'usine Renault de Novo Mesto en Slovénie, les usines PSA de Trnava pourraient être considérées comme d'importance stratégique (système dans le cas slovène). Les trois partis de la coalition gouvernementale, le parti Smer du Premier ministre Robert Fico, le parti nationaliste SNS et le parti hongrois modéré de centre-droit Most, ont réclamé à maintes reprises une meilleure gestion et un contrôle plus transparent des participations détenues par l'État.

En Slovénie, confronté à la tempête financière du conglomérat d'origine croate Agrokor, le gouvernement a fait adopter en lecture accélérée un projet de loi visant à empêcher la cession de parts dans le capital d'entreprises d'importance systémique. Le gouvernement slovène a approuvé un projet de loi portant sur les conditions de nomination d'un membre extraordinaire au conseil d'administration des entreprises d'importance systémique. Le projet de loi prévoit que si le propriétaire majoritaire d'une telle entreprise d'importance systémique est impliqué dans des procédures d'insolvabilité ou d'autres procédures dont le contenu correspond à des procédures d'élimination de motifs d'insolvabilité ou de restructuration, le gouvernement slovène peut proposer au tribunal qu'il nomme temporairement un membre extraordinaire au conseil d'administration de la société concernée et fixe les conditions relatives à la nomination, aux compétences et à la cessation d'activité d'un membre extraordinaire du conseil d'administration d'une entreprise d'importance systémique. Une société d'importance systémique est une société « dont les activités ont un impact significatif sur la stabilité économique, sociale et financière en République de Slovénie et qui, selon ses comptes annuels les plus récents, répond aux deux conditions suivantes: (1) elle emploie au moins 6.000 personnes sur le territoire slovène, et (2) génère un chiffre d'affaires net supérieur à 1 Md€ ». Outre Mercator, cinq autres entreprises remplissent les conditions d'« importance systémique » : Petrol (compagnie énergétique), Gen-I (fournisseur d'électricité), les centrales électriques slovènes, Krka (laboratoire pharmaceutique) et Revoz (usine Renault de Novo Mesto).

Selon l'indice de restrictivité de la réglementation des IDE de l'OCDE, qui cherche à évaluer le caractère restrictif des règles d'IDE des pays, **la Pologne, avec un score de 0,072/1²⁰ en 2016, se situe dans la fourchette haute des pays les plus restrictifs de l'OCDE (29^e)** et est le pays affichant l'indice le plus élevé de l'UE. Par secteur, l'immobilier (0,9), bien que faisant l'objet de nombreux projets d'investissement, est le secteur le plus fermé en raison des restrictions à l'achat de biens immobiliers et de terres agricoles en Pologne, devant les services de radiodiffusion et de télévision (0,575) et le transport aérien (0,225). La Loi sur la liberté d'activité économique (LFEA) exige que les entreprises obtiennent des concessions, des licences ou des permis gouvernementaux pour mener des activités dans certains secteurs, tels que la radiodiffusion, l'aviation, l'énergie, l'armement, les services miniers et les services de sécurité privée. La LFEA requiert également un permis du ministère de la Trésorerie pour certaines opérations importantes en capital.

²⁰ Les restrictions sont évaluées sur une échelle de 0 à 1, 1 correspondant à un secteur fermé.



Conclusions :

Les investissements étrangers sont responsables d'un tiers de la croissance du PIB sur la période 2004-2015. Si l'on peut observer un certain ralentissement de la dynamique d'entrée des IDE depuis 2009 dans la plupart des secteurs manufacturiers, de nombreux projets d'investissement en capital physique étaient encore annoncés en 2016, principalement dans l'immobilier, mais également dans le secteur automobile, et plus notablement dans les centres de services partagés, dont les projets d'établissement devraient, dans les années à venir, afficher la plus forte croissance. Dans le même temps, en dépit des nombreuses opérations de fusions et acquisitions transfrontalières, les participations nettes étrangères semblent diminuer sous l'effet de la politique de repolonisation des secteurs-clés de l'économie (énergies, secteur bancaire et médias).

Bibliographie:

CMS, *Emerging Europe M&A Report 2016/17*

CNUCED, *World Investment Report 2017: Investment and the Digital Economy*

European Political Strategy Centre, *Greenfield Investment Monitor #1*, Février 2017

European Political Strategy Centre, *Greenfield Investment Monitor #2*, Juillet 2017

Europa Property, *M&A Director Magazine*, volume 1, Octobre 2016

Europa Property, *M&A Director Magazine*, volume 2, Mars 2017

EY, *M&A Barometer 2016*

EY, *EY's Attractiveness Survey Poland*, Mai 2017

fDi Intelligence, *The FDI report 2017*

Goethe Institut, *German as a foreign language worldwide: 2015 survey*

ING, *Worldwide investment hotspots*, December 2016

Polityka Insight, *The impact of Foreign Direct Investment: Contribution to the Polish economy in the past quarter century*, Février 2017

Wolf Theiss, *Corporate Monitor's M&A Spotlight on CEE*, 2017

Sources des données : AMECO (Commission européenne), Banque nationale de Pologne (NBP), CNUCED, Clifford Chance Online Services, European Political Strategy Centre, Eurostat, fDi Markets, imaa Institute et OCDE (PISA).

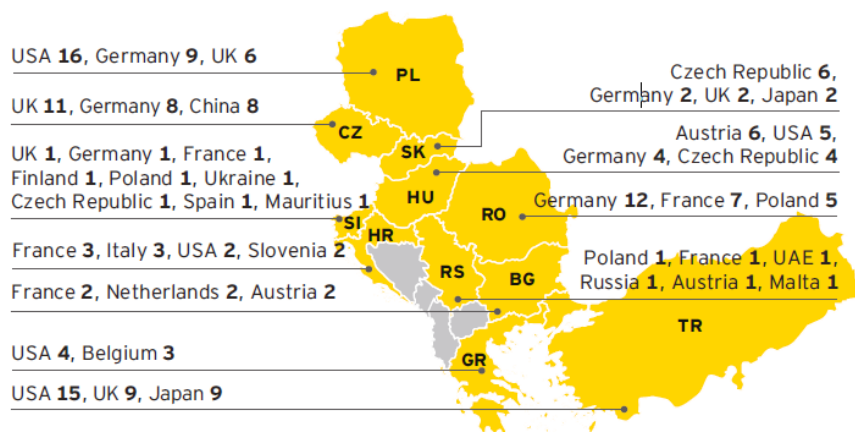
Annexe 1 : le Plan pour un développement responsable

D'une dotation publique de 1,5 Md PLN (348 M€) d'ici 2020 à laquelle s'ajouteront 600 M€ de financement privé, la stratégie initiée par le ministre du Développement, Mateusz Morawiecki, dont l'objectif est d'atteindre 75-78% du PIB moyen de l'UE en 2020 et 95% en 2030, se repose sur cinq piliers :

1. Réindustrialisation (création d'avantages comparatifs, développement des zones spéciales attractives, accueil des investissements étrangers)
2. Développement d'entreprises innovantes (mise en œuvre d'un environnement réglementaire favorable au développement des affaires et soutien à l'innovation)
3. Croissance du capital destiné au développement (absorption des fonds européens – 86 Mds € sur 2014-2020, encouragement à l'épargne des ménages, création du Fonds de développement polonais PFR)
4. Expansion à l'étranger (soutien aux exportations et aux investissements des entreprises polonaises à l'étranger, promotion des marques polonaises)
5. Développement social et régional (réforme de l'enseignement professionnel, inclusion des populations des zones rurales, programme de relance de la démographie).

Un nouveau fonds, le Fonds polonais de Développement (PFR - *Polski Fundusz Rozwoju*), a été créé début 2016 afin d'intégrer les instruments et institutions d'appui au développement économique de la Pologne et d'assurer le financement du "Plan Morawiecki". Sont désormais sous sa tutelle des institutions déjà existantes comme la BGK (équivalent de la Caisse des dépôts et consignations), l'agence pour les investissements étrangers PAIZ, l'Agence polonaise pour le développement des entreprises PARP, l'agence pour le développement de l'industrie ARP, la compagnie des crédits à l'exportation KUKA SA, l'Office des marchés publics (UZP) et la PIR (société d'appui aux investissements stratégiques d'infrastructure). En 2017, l'agence polonaise pour l'information et l'investissement étranger (PAIZ) a été supprimée et remplacée par une nouvelle Agence polonaise pour le Commerce et l'Investissement (PAIH - *Polska Agencja Inwestycji i Handlu*).

Annexe 2 : Origine des opérations de fusions et acquisitions



Source : EY, M&A Barometer 2016

Annexe 3 : Liste des opérations de fusions et acquisitions transfrontalières en Pologne

Cible	Secteur	Opération	Acquéreur	Nationalité	Montant (M€)
Allegro	Télécom et TIC	Acquisition	Cinven; Permira Advisers LLP; Mid Europa Partners LLP	R-U	2 957,30
Pekao (UniCredit)	Finance et assurance	Participation (32,8%)	PZU et PFR	Pologne	2 508,30
BPH (GE Capital)	Finance et assurance	Acquisition	Alior Bank (PZU)	Pologne	678,00
Multimedia Polska	Télécom et TIC	Acquisition	Liberty Global Plc (UPC)	EUAN	690,90
Amrest	Restauration	Augmentation de capital (33 à 66%)	Finaccess Capital	Mexique	385,00
Echo Prime Properties BV	Immobilier	Acquisition	Redefine Properties Ltd; The Pivotal Fund Ltd	Afrique du sud	362,00
Bonarka City Center in Krakow	Immobilier	Acquisition	Rockcastle Global Real Estate Co Ltd	Mauritanie	361,00
Q22 office building	Immobilier	Acquisition	Invesco Real Estate	EUAN	273,00
7 bureaux	Immobilier	Acquisition	Echo Polska Properties NV	P-B	264,00
Elektrow nia Polaniec	Énergie	Acquisition	Enea SA	Pologne	244,30
Smyk Sp z oo	Commerce	Acquisition	Bridgepoint Capital; Cornerstone Partners Sp z oo	R-U	235,80
Raiffeisen Leasing Polska SA	Finance et assurance	Acquisition	PKO BP	Pologne	195,80
getBACK SA	Services	Acquisition	Abris Capital Partners	Pologne	191,40
Bâtiments A et B du Gdanski Business Center (Varsovie)	Immobilier	Acquisition	Savills Investment Management	R-U	186,00
Focus Mall Piotrków Trybunalski; Focus Mall Zielona Góra	Immobilier	Acquisition	Rockcastle Global Real Estate Co Ltd	Mauritanie	161,00
Galeria Warminska (centre commercial)	Immobilier	Acquisition	Rockcastle Global Real Estate Co Ltd	Mauritanie	150,00
Gdansk Transport Company SA	Transport et logistique	Acquisition (29,7%)	NDI Autostrada	Pologne	146,90
Gdansk Transport Company SA	Transport et logistique	Participation (30%)	DIF; Swiss Life Asset Management Ltd	P-B; Suisse	141,50
Novago Sp z oo	Services	Acquisition	China Everbright International Ltd	Chine	123,00
Konstruktorska Business Center (Varsovie)	Immobilier	Acquisition	Golden Star Estate BV	P-B	120,00
Axtone Sp z oo	Industrie manufacturière	Acquisition	ITT Inc	EUAN	106,30
Echo Polska Properties NV	Immobilier	Augmentation de capital	Flottant	Flottant	103,60
				Total	10 585,10
				Etranger	6 131,80
				Pologne, dont :	3 964,70
				Etat	3 626,40

Source : CMS, "Emerging Europe M&A Report 2016/17"

Annexe 4 : Exemples de restrictions au déploiement des investissements en Pologne

L'objectif de repolonisation suivi par les divers gouvernements successifs, légitime au regard de la présence importante d'investisseurs étrangers dans les secteurs-clés de l'économie polonaise, pose les jalons d'un durcissement du régime d'accueil de l'investissement direct étranger. Le ministre du Développement, Mateusz Morawiecki, en tant que responsable du « Plan pour un développement responsable » entend **sortir du**

modèle *middle-income trap*²¹, lorsque le taux d'épargne financière atteint en Pologne difficilement 5% du revenu disponible des ménages. Pour ce faire, le gouvernement vise à régénérer les capitaux domestiques en encourageant l'épargne chez les ménages ainsi que les dépenses d'investissement des entreprises locales. Les premières étapes ont eu lieu dans le secteur bancaire (consolidation sectorielle sous l'impulsion des acquisitions de PZU), pièce maîtresse (ndlr. financière) de la domestication des actifs, puis dans le secteur privé par l'introduction d'un système des retraites par capitalisation (renforcement du 3^e pilier par la mise à contribution obligatoire des employés) et *via* des mesures encourageant les ménages à acquérir des obligations d'Etat.

1- La loi sur les investissements stratégiques.

Adoptée à la fin de l'été 2015, la loi relative au contrôle de certains investissements (J.O. 2015, réf. 1272 modifié) soumet à l'aval du Conseil des ministres les prises de participation dans les entreprises jugées stratégiques. Introduite par le précédent gouvernement PO, elle donne, en effet, la possibilité au ministère du Trésor²² de bloquer l'acquisition, à partir de 20% du capital, des sociétés considérées comme stratégiques, le Conseil des ministres ayant la liberté pour statuer par voie de règlement sur la liste des entreprises considérées comme stratégiques.

Les activités économiques pouvant être considérées comme des entités soumises à la protection au sens de la loi sont les suivantes:

- 1) La production d'énergie électrique ou
- 2) La production d'essences moteur ou de gasoil, ou
- 3) Le transport par pipeline de pétrole, d'essence moteur ou de gasoil ou,
- 4) L'entreposage et le stockage d'essences moteur, de gasoil, de gaz naturel, ou
- 5) Le stockage souterrain de pétrole ou de gaz naturel, ou
- 6) La production de produits chimiques, d'engrais, ou
- 7) La production et le commerce de matériaux explosifs, d'armes et de munitions ainsi que des produits et des technologies à fin militaires ou policières, ou
- 8) La gazéification ou la condensation de gaz naturel, ou
- 9) Le transbordement de pétrole et de ses produits dans les ports maritimes, ou
- 10) La distribution de gaz naturel ou de l'énergie électrique, ou
- 11) une activité de télécommunication, ou
- 12) le transfert de carburants gazeux

On notera qu'en février 2016, le gouvernement actuel (PiS) a élargi la liste des secteurs protégés contre un rachat hostile en ajoutant deux branches : la distribution de gaz et l'extraction/traitement des minerais métalliques.

Dans un premier temps, ont été inscrites sur la liste des entreprises protégées, par voie du règlement du Conseil des ministres du 5 juillet 2016 (J.O. 2016 réf. 977) les sociétés Grupa Azoty SA (industrie chimique) et KGHM Polska Miedz (conglomérat national du cuivre). Cette liste a été complétée le 23 août 2016 par un nouveau règlement (J.O. 2016, réf. 1316) avec les entités suivantes : EDF Polska SA, ENGIE Energia Polska, Tauron Polska Energia (énergie), Orlen SA (société pétrolière) et PKP Energetyka (infrastructure énergétique de la compagnie des chemins de fer).

2- L'introduction de la taxe bancaire en janvier 2016

²¹ Les économies émergentes, privées de capitaux domestiques, seraient soumises aux outils productifs des investisseurs étrangers et au diktat de la consommation, selon les propos du ministre.

²² Récemment fusionné avec le ministère du Développement

Comme il s'y était engagé aux termes de son programme économique, largement inspiré sur ce point par les mesures du gouvernement Orban en 2011, pendant les campagnes présidentielle et législative de 2015, le nouveau gouvernement polonais a fait adopter fin 2015 par le Parlement un dispositif de taxation des banques et des compagnies d'assurance, à hauteur de 0,44% du total du bilan de ces institutions. Le seuil d'exemption est toutefois différencié en fonction de la nature des institutions financières, puisque les banques dont le total de bilan est inférieur à 4 Mds PLN (900 M€) échappent à la taxe, ce seuil étant deux fois plus faible pour les compagnies d'assurance. A l'exception de certaines institutions détenues par l'Etat polonais et qui sont leader sur leur marché (PKO BP, PZU), en pratique ce sont les filiales polonaises de groupes internationaux qui seront assujetties à cette nouvelle taxe, applicable à compter du 1^{er} février 2016. A court terme, la taxe répond aux impératifs budgétaires imposés par la nécessité de trouver de nouveaux financements au programme de dépenses sociales du gouvernement. A moyen terme, elle s'inscrit dans le cadre du projet du PiS, défini il y a plusieurs années, de repoloniser le système bancaire polonais. On peut toutefois craindre, à l'instar de l'exemple hongrois, une très forte réduction de l'activité d'intermédiation des banques en Pologne, à laquelle ne manqueront pas de se substituer le rôle plus actif de certains intermédiaires et sans doute également un programme de financements à taux bonifiés, et ce aux dépens de la stabilité financière.

3- L'acquisition de terres agricoles

La Pologne a adopté en avril 2016 de nouvelles restrictions pour l'acquisition de terres agricoles et forestières et pour l'acquisition de participations dans des entreprises polonaises possédant une propriété agricole qui renforcent en profondeur – et de manière inédite par son ampleur – le contrôle public sur la propriété foncière privée et les possibilités de cession des terres :

- ❖ La loi suspend pour cinq ans à compter de sa promulgation la vente de terres d'Etat, soit encore un million d'hectares, représentant 10 % de la surface agricole utile. Depuis 2011, l'achat de ce type de terres est possible, sous réserve de l'appréciation discrétionnaire de l'Agence publique du foncier agricole (ANR) qui gère ces terres pour le compte de l'Etat polonais et les loue à bail
- ❖ La loi limite l'accès à 300 le nombre d'hectares de terres d'Etat pouvant être achetés par un seul acheteur, cette limite étant appréciée avec ses biens en copropriété, avec sa famille et dans le temps (y compris après revente antérieure). De plus, l'acheteur devra cultiver ces terres pendant dix ans.
- ❖ Le texte introduit un contrôle administratif sur la propriété foncière et les mutations de propriétés. Se fondant sur la loi de 2003 qui définit l'exploitation familiale agricole en la plafonnant à 300 hectares, le texte soumet toute transaction qui conduit l'acheteur à dépasser ce seuil à une autorisation de l'agence nationale du foncier agricole, qui, si elle s'oppose à la vente, devra acquérir le bien, à un prix qu'elle peut fixer discrétionnairement. Enfin, l'acquéreur doit s'engager à résider pendant cinq ans après l'acquisition dans la commune des terres achetées et ne peut les vendre sans regards de l'Agence durant les dix années qui suivent l'acquisition.
- ❖ S'agissant des sociétés qui possèderaient des terres, le texte leur est défavorable : il les contraint ainsi à se soumettre à un contrôle de leurs documents statutaires et de gestion par l'Agence afin de vérifier qu'elles utilisent bien les terres qu'elles possèdent : en cas de manquement l'Agence dispose d'un droit d'acheter leurs terres.

<p>Copyright</p> <p>Tous droits de reproduction réservés, sauf autorisation expresse du Service Économique Régional de Varsovie (adresser les demandes à varsovie@dgtresor.gouv.fr).</p> <p>Clause de non-responsabilité</p> <p>Le Service Économique Régional s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, il ne peut en aucun cas être tenu responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans cette publication.</p>	 <p>LIBERTÉ • ÉGALITÉ • FRATERNITÉ RÉPUBLIQUE FRANÇAISE</p>  <p>MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES</p>	<p>Service Économique Régional de Varsovie</p> <p>Ambassade de France en Pologne 1, rue Piekna, 00-477 Varsovie www.tresor.economie.gouv.fr/Pays/pologne twitter.com/FranceEcoPoland</p> <p>Note rédigée par Ghislain PAPEIANS</p> <p>Version du 04/10/2017</p>
--	---	--