

LA RÉCENTE RÉFORME DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS : QUEL IMPACT SUR VOS OPÉRATIONS M&A ?

*Interview de Emily Xueref-Poviac, Counsel,
Clifford Chance LLP*

**C L I F F O R D
C H A N C E**

*Numéro spécial conçu, préparé et réalisé par Marina Guérassimova et
les Professeurs David Chekroun, Gilles Pillet (ESCP Business School)
Interview réalisée avec le concours de Marie Ghérardi Lévêque et
Paul Agard, étudiants du Mastère spécialisé*



Le contrôle des investissements étrangers va-t-il devenir, à côté du droit de la concurrence et de la compliance, le troisième pilier du M&A ?

Emily Xueref-Poviac : Le contrôle des investissements étrangers est devenu un sujet d'importance majeure dont les investisseurs doivent impérativement se préoccuper dans le cadre de la réalisation d'opérations dans les secteurs concernés par ce nouvel encadrement.

Au même titre que celui lié au contrôle des concentrations, le risque lié à un examen au titre du contrôle des investissements étrangers doit effectivement être pris en compte tant dans le cadre de la certitude de l'opération que dans le calendrier de sa réalisation.

A cet égard, une analyse multi-juridictionnelle doit être réalisée afin d'identifier les différents pays susceptibles d'appliquer un contrôle des investissements étrangers ; et des contacts avec les autorités compétentes doivent être établis au plus tôt afin d'anticiper la prise d'éventuels engagements.

S'agissant de l'impact du contrôle des investissements étrangers sur les opérations réalisées en France, il faut

d'abord rappeler que la France, dispose, sans conteste, de l'un des mécanismes de contrôle les plus élaborés, qui est aussi le plus ancien au niveau européen. En effet, la France s'est dotée dès 1966 d'un dispositif de contrôle et d'autorisation préalable par le ministère de l'Economie de certains investissements directs étrangers, notamment dans le secteur de la défense.

A la suite du rachat du pôle énergie d'Alstom par le groupe américain General Electric, le décret dit "Montebourg" a élargi, en 2014, le champ de contrôle des investissements étrangers à six nouveaux secteurs. Il s'agissait de viser de nouvelles activités au-delà de la sécurité et de la défense, telles que l'approvisionnement en eau et en énergie, les réseaux et services de transport et de communications électroniques ou le secteur de la santé.

Depuis 2014, l'arsenal juridique de contrôle des investissements étrangers s'est considérablement développé, notamment à la suite de la dernière réforme d'ampleur, en 2019.

Ainsi, le décret n° 2019-1590 du 31 décembre 2019 (le "Décret") et l'arrêté du 31 décembre 2019, complétant la loi Pacte, ont renforcé, à compter du 1er avril 2020, le dis-

positif de contrôle des investissements étrangers lorsque ceux-ci sont réalisés dans une société française, cotée ou non, opérant dans un secteur dit "sensible". En effet, depuis l'entrée en vigueur du Décret, le nombre de secteurs susceptible de relever de la liste des activités sensibles n'a cessé de croître (aérospatial et hébergement de données, presse, sécurité alimentaire, technologies quantiques, stockage d'énergie, biotechnologies...).

Par ailleurs, les seuils déclenchant le contrôle des prises de participation dans les sociétés françaises actives dans les secteurs sensibles n'ont cessé de diminuer (seuil abaissé de 25 à 10 % de l'actionnariat s'agissant des sociétés cotées jusqu'au 31 décembre 2021).

Enfin, certaines mesures temporaires, qui devaient s'achever fin décembre dernier, se sont vues prolongées.

En France, le Ministère de l'Economie a contrôlé, en 2020, 275 opérations, soit 27 % de plus qu'en 2019, et 50% de plus qu'en 2018, témoignant ainsi de sa détermination à appliquer rigoureusement la réglementation relative aux investissements étrangers.

Par ailleurs, et de façon plus globale, le contrôle des investissements étrangers s'est également renforcé au niveau européen, avec l'adoption du règlement sur le filtrage des investissements étrangers en mars 2019, ne faisant qu'accroître l'importance qu'il y a à envisager ces réglementations sous un angle multi-juridictionnel. Ce règlement, dont l'entrée en vigueur est intervenue en octobre 2020, a vocation à établir un cadre européen permettant à la Commission européenne et aux États membres de coordonner leurs actions.

La Commission européenne avait d'ores et déjà incité les États membres à mettre en place un mécanisme de contrôle des investissements étrangers robuste et à en faire pleinement usage afin de protéger les actifs stratégiques européens. En réponse, ce sont désormais 19 États membres sur les 27 qui ont adopté une réglementation applicable en matière d'investissements étrangers.

Le contrôle est-il bien anticipé en amont de la transaction ? Les investisseurs utilisent-ils la possibilité de saisir très en amont les autorités ?

Emily Xueref-Poviac : L'importance croissante du contrôle des investissements étrangers dans le paysage M&A s'est accompagnée d'un nécessaire besoin d'anticipation pour les investisseurs.

La procédure de revue des investissements étrangers a par exemple été aménagée avec la réforme de 2019 afin de répondre à ce besoin de sécurité.

Le Décret prévoit notamment qu'une entité cible française peut désormais saisir le Ministre de l'économie d'une demande d'avis afin de savoir si tout ou partie de l'activité de cette entité relève du champ du contrôle. Le Décret autorise également un investisseur étranger, en accord avec l'entité cible française, à saisir le Ministre de l'économie de cette même demande.

Ces alternatives, même si elles restent encore peu utilisées (car mises en oeuvre dans un temps où la confidentialité de l'opération doit être préservée), permettent à une cible française d'anticiper les problématiques relatives aux investisseurs étrangers en amont de transactions et ainsi de rassurer les investisseurs étrangers sur la nature de leurs activités.

Cela influence-t-il la procédure de mise en vente ou, en présence d'enchères, le positionnement des candidats acquéreurs ?

Emily Xueref-Poviac : Plusieurs points sont à prendre en compte pour répondre à cette question, puisque la réforme du contrôle des investissements étrangers entrée en vigueur au 31 décembre 2019 a significativement modifié la notion d'"investisseur étranger" ayant un impact direct sur le positionnement des candidats acquéreurs.

En l'état antérieur, le champ du contrôle variait selon que l'investisseur étranger était ou non établi dans un État membre de l'Union européenne ou un autre État partie à l'Espace Économique Européen. Le Décret a supprimé cette distinction entre le statut européen ou non-européen de l'investisseur étranger. Depuis le 31 décembre 2019, la liste des secteurs classés sensibles aux termes du régime de contrôle des investissements étrangers s'applique indistinctement aux investisseurs européens et non-européens – étendant de fait le champ d'application des secteurs jugés sensibles à tous les investisseurs non-français. Le positionnement des candidats acquéreurs n'est donc plus différencié en fonction du secteur concerné et ils se retrouvent beaucoup plus nombreux à devoir se confronter à la réglementation applicable aux investissements étrangers.

Par ailleurs, le Décret a introduit le concept de la "chaîne de contrôle" ayant pour conséquence que la présence d'un investisseur étranger au sein de l'actionnariat suffit désormais à déclencher la procédure de contrôle, et cela même si l'investisseur est contrôlé *in fine* par une personne ou une entité française. Il s'agit d'un point important, notamment pour les fonds d'investissement français qui interposent une holding étrangère dans leur structure d'acquisition. A nouveau les candidats acquéreurs sont par conséquent plus nombreux à devoir se soumettre à la réglementation applicable aux investissements étrangers puisque des fonds d'investissements même ultimement détenus par

une structure française peuvent désormais faire l'objet du même examen que leurs concurrents non français.

S'agissant du positionnement des candidats acquéreurs, il est rare que cette autorisation soit un élément déterminant dans le choix d'un acquéreur car les vendeurs disposent généralement d'une bonne visibilité sur l'appréciation des candidats par le Ministre de l'Economie et imposent aux acquéreurs soumis à cette procédure des obligations de souscrire à tout engagement demandé par le Ministre de l'Economie.

La communication est-elle un enjeu fort ? Les avocats y prennent-ils part ?

Emily Xueref-Poviac : On constate que les services du Ministre n'hésitent pas à communiquer sur certains projets, comme cela fut le cas avec le projet de rachat de Carrefour par le canadien Couche-Tard, pour lequel Bruno Le Maire a mis son veto par médias interposés.

Il est par conséquent important de sécuriser avec Bercy les problématiques très en amont dans le processus afin d'anticiper la prise d'éventuels engagements, ou pire, les vétos de la part de la Direction générale du Trésor.

La distinction entre instruction juridique et influence institutionnelle doit être clairement opérée dans l'intérêt de l'investisseur comme de la cible.

Même s'il n'est constitué que d'une équipe resserrée, le bureau "Multicom 4" de la Direction générale du Trésor en charge de l'analyse des demandes d'autorisation ainsi que de la gestion des rapports avec les autorités interministérielles impliquées et avec la Commission européenne, reste très disponible et à l'écoute des praticiens pour échanger.

Doit-on, et comment, prendre en considération le risque de contrôle dans le cadre des due diligences ? Le cas échéant, quel rôle les VDD peuvent-elles jouer dans la sécurisation de l'opération ?

Emily Xueref-Poviac : Le contrôle des investissements étrangers est devenu un sujet d'importance majeure dans le cadre des transactions M&A, introduisant une dynamique nouvelle de négociation avec les investisseurs. L'étape de la due diligence joue désormais un rôle clé, s'agissant des investissements étrangers, dans la sécurisation de ces opérations en offrant aux investisseurs la possibilité de soulever des questions relatives aux activités de la cible, de structurer les accords et d'anticiper l'impact de la procédure de contrôle des investissements étrangers sur le calendrier de la transaction. Les questions posées par les investisseurs sont de plus en plus sophistiquées, leur objet étant de mettre en place un faisceau d'indices pour déterminer si l'activité d'une entreprise cible est susceptible de relever des activités sensibles du point de vue du Ministre de l'Economie.

Comment intégrer les éventuelles décisions du MINEFI dans la structuration de l'opération ?

Emily Xueref-Poviac : S'agissant plus particulièrement des lettres d'engagements proposées par la Direction générale du Trésor, celles-ci sont confidentielles et ne peuvent par conséquent pas être communiquées *in extenso* à l'investisseur étranger.

A nouveau, l'étape de la due diligence joue un rôle important pour structurer l'opération envisagée et comprendre l'impact de précédents engagements pris, qui seront le plus souvent transmis par le vendeur à l'acquéreur.