

CONTRÔLE DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS : LA FIDUCIE PEUT-ELLE ÊTRE UN ÉQUIVALENT DES PROXY ET VOTING TRUST AMÉRICAINS ?

par Pascal Bine, avocat, François Barrière, Professeur des Universités et avocat,
cabinet Skadden

Skadden



Pascal Bine



François Barrière

En matière de contrôle des investissements étrangers, les mesures de remédiation imposées par les autorités compétentes portent principalement sur des engagements comportementaux (« *behavioral remedies* »). Ces engagements sont de trois ordres : les restrictions opérationnelles, les obligations d'information et les engagements en matière de gouvernance. Dans cette dernière catégorie se trouvent les structures de *proxy* et de *voting trust* qui sont utilisées dans les dossiers sensibles

aux Etats-Unis ; la question se pose de la possibilité de les répliquer en France avec la fiducie.

I. Les engagements pris par les investisseurs en matière de gouvernance dans le cadre du contrôle des investissements étrangers en France

Lorsqu'un investissement étranger faisant l'objet d'une demande d'autorisation en France est susceptible de porter atteinte à l'ordre public, à la sécurité publique ou aux in-

térêts de la défense nationale, les autorités peuvent rejeter l'opération ou l'autoriser sous réserve que l'investisseur s'engage à respecter un certain nombre de conditions.

Ces conditions prennent la forme d'engagements souscrits par l'investisseur étranger vis-à-vis de l'Etat français dans une lettre d'engagements. Ces engagements sont destinés à (1) garantir la pérennité des activités sensibles et des capacités correspondantes sur le territoire national, (2) préserver le savoir-faire et les droits associés de l'entité française faisant l'objet de l'investissement, (3) protéger les informations liées aux activités sensibles, et (4) fixer les modalités d'information des autorités compétentes.

Les autorisations conditionnelles représentent, en moyenne, d'une année sur l'autre, environ 50% des autorisations d'investissement octroyées par les autorités. La proportion d'autorisations sous conditions est plus importante dans les dossiers impliquant des secteurs sensibles comme celui de la défense¹.

Dans les dossiers particulièrement sensibles, les lettres d'engagements prévoient des engagements renforcés en matière de gouvernance et de remontée de l'information vers l'actionnaire afin de limiter toute implication étrangère dans la conduite des activités sensibles et protéger les informations qui leur sont liées. Ces engagements reposent sur la mise en place d'un comité de défense ou de sécurité avec des représentants des autorités, chargé de contrôler la conduite des activités sensibles et les flux d'information vers l'actionnaire étranger. Les décisions sociales pouvant affecter les activités sensibles sont soumises à la notification ou l'approbation préalable du comité de défense ou de sécurité. Ces arrangements peuvent être reflétés dans les documents sociaux de la société (les statuts ou un règlement intérieur pour en préserver la confidentialité) afin d'étendre leur caractère opposable au-delà du champ contractuel.

Dans certains dossiers très sensibles, ces engagements peuvent s'accompagner de la souscription d'une action de

préférence par l'Etat français ou d'une prise de participation minoritaire par la BPI au capital de la société cible en France avec, dans les deux cas, des droits d'information et de veto destinés à préserver les intérêts nationaux.

II. Le recours aux structures de *proxy* et de *voting trust* dans les dossiers sensibles aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, lorsque l'entreprise faisant l'objet d'un investissement étranger a accès à des informations classifiées, les autorités (le CFIUS² et le DSS³ au Département d'Etat de la Défense) disposent d'une boîte à outils très large pour prévenir les risques en matière de sécurité nationale liés à une situation de contrôle ou d'influence étrangère (« *Foreign Ownership Control or Influence* » ou « *FOCI* ») : *security control agreement (SCA)*, *special security agreement (SSA)*, *proxy agreement* et *voting trust agreement*⁴.

Les SCA et SSA contiennent des engagements en matière de gouvernance destinés à s'assurer notamment que le ou les administrateurs représentant l'investisseur étranger n'auront accès à aucune information classifiée au sein de l'entreprise. Les engagements varient selon que l'investisseur acquiert le contrôle ou, à défaut, suffisamment de droits de vote pour pouvoir être représenté au conseil. La panoplie des engagements est large : mise en place d'un conseil de sécurité composé de citoyens américains habilités, désignation d'un administrateur externe en charge des sujets d'habilitation, ou encore désignation d'une majorité d'administrateurs externes approuvés par les autorités.

Les autorités américaines ont recours aux structures de *proxy* et de *voting trust* dans les dossiers les plus sensibles, où l'investisseur étranger acquiert le contrôle de l'entreprise cible. Ces structures sont relativement lourdes car elles aboutissent à mettre l'entreprise cible dans une boîte noire sans que l'investisseur étranger puisse s'immiscer dans la gestion ou avoir accès à des informations sensibles. Dans les deux cas, les droits politiques attachés aux titres de

¹ En 2022, les autorisations d'investissement étranger dans des sociétés françaises du secteur de la défense ont été, dans 76% des cas, assorties de conditions (source : Contrôle des Investissements Etrangers en France, rapport annuel 2023, Direction Générale du Trésor).

² Committee on Foreign Investment in the United States.

³ Defense Security Service.

⁴ P. Dupeyrat, CFIUS. Le contrôle des investissements étrangers aux Etats-Unis, Relians, 2022, p. 220 et s.

⁵ Ces structures de *proxy* et de *voting trust* ne sont pas sans précédent en France. A l'issue des OPA Tetra Laval / Sidel et Legrand / Schneider, initiées au début des années 2000 – à une époque où une OPA ne pouvait pas être conditionnée à l'obtention des autorisations en matière de droit de la concurrence – la Commission européenne avait engagé une phase 2 dans le cadre de sa revue de l'opération au titre du contrôle des concentrations. Les actions de chacune des sociétés cibles avaient été transmises à un *trustee* de droit anglais à la demande de la Commission européenne, et non pas au profit de l'initiateur de l'OPA pourtant réussie, le temps de la poursuite de l'examen de l'autorisation en matière de contrôle des concentrations.

capital de la société cible sont transférés à des tiers (*proxy* ou *trustee*) désignés ou approuvés par les autorités. Ces personnes sont habilitées à exercer les droits de vote afin d'approuver toutes décisions sauf certaines décisions exceptionnelles (telles que la cession ou mise en gage de tous ou une partie substantielle des actifs de l'entreprise, mise en liquidation, etc.). L'investisseur étranger reçoit uniquement les flux de dividendes en provenance de l'entreprise cible ainsi qu'une information comptable et financière agrégée pour les besoins de son propre reporting.⁵

III. La possibilité d'utiliser la fiducie comme structure de *voting trust* dans le cadre du contrôle des investissements étrangers en France

La fiducie est définie comme « *l'opération par laquelle un ou plusieurs constituants transfèrent des biens, des droits ou des sûretés, ou un ensemble de biens, de droits ou de sûretés, présents ou futurs, à un ou plusieurs fiduciaires qui, les tenant séparés de leur patrimoine propre, agissent dans un but déterminé au profit d'un ou plusieurs bénéficiaires* »⁶.

Classiquement, la fiducie se range en deux catégories, même si les deux peuvent se cumuler et que cette *summa divisio* est davantage théorique que pratique : la fiducie-gestion qui permet au constituant de transférer la gestion d'actifs à un fiduciaire, lequel agit comme propriétaire au profit d'un ou plusieurs bénéficiaires aux fins de mettre en œuvre une stratégie de gestion arrêtée, et la fiducie-sûreté (ou fiducie-garantie) qui a pour vocation de garantir une créance par un transfert réel de la propriété dans un patrimoine séparé. Du point de vue du contrôle des investissements étrangers, c'est la fiducie-gestion qui semble le mieux répondre à l'objectif d'isolement d'un actif sensible, même si la garantie des engagements pris au profit de l'Etat s'entend aussi en tant qu'objectif. Dans de telles fiducies, l'Etat devrait d'ailleurs être l'un des bénéficiaires de la fiducie, qui acceptant ce bénéfice rendrait le contrat de fiducie irrévocable (dans la même logique que les acceptations de stipulations pour autrui rendent celles-ci irrévocables).

Les dispositions du droit français régissant le contrat de fiducie offrent la flexibilité nécessaire pour s'insérer dans la mécanique du contrôle des investissements étrangers :

■ Le contrat de fiducie doit prévoir, à peine de nullité, « *l'identité du ou des fiduciaires [...]* ». Il est tout à fait possible de prévoir une procédure de désignation du fiduciaire dans laquelle le choix de ce dernier incombe à l'investisseur étranger, en qualité de constituant, sous le contrôle des autorités compétentes, ce qui permet de

garantir l'indépendance du fiduciaire par rapport à l'investisseur étranger.

■ Le contrat de fiducie doit prévoir, à peine de nullité, « *la mission du ou des fiduciaires et l'étendue de leurs pouvoirs d'administration et de disposition* ». Le contrat de fiducie peut donc prévoir, comme dans un *voting trust* américain, que le fiduciaire agit de manière autonome dans ce cadre, en tant que propriétaire des actifs objets de l'investissement qui lui ont été transférés, sauf pour quelques décisions d'importance qui nécessitent l'autorisation préalable du constituant.

■ Le contrat de fiducie « *définit les conditions dans lesquelles le fiduciaire rend compte de sa mission au constituant* », ce qui permet d'encadrer et de fixer des limites aux remontées d'informations à l'investisseur étranger.

Reste à savoir si les dispositions de droit français régissant le contrôle des investissements étrangers permettent d'utiliser la fiducie comme mesure de remédiation. A notre connaissance, les autorités en charge du contrôle n'ont jamais eu recours à une fiducie jusqu'ici. La possibilité d'utiliser la fiducie dans le cadre du contrôle des investissements étrangers doit s'analyser dans deux cas distincts : celui de l'octroi de l'autorisation d'investissement et celui de la mise en œuvre des pouvoirs de police conférés au ministre de l'économie.

Dans le premier cas, on pourrait imaginer que l'autorisation d'investissement soit conditionnée au transfert par l'investisseur étranger des titres de capital de la société française ou des actifs français faisant l'objet de l'investissement à une fiducie, avec comme objectif de mettre sous cloche les activités sensibles en France et de les isoler complètement de l'investisseur étranger.

Une telle structure pourrait s'avérer utile notamment lorsque l'investissement s'inscrit dans la cession d'un groupe international auquel appartient l'entité française qui en fait l'objet. Dans ce cas de figure, le recours à la fiducie pourrait permettre aux autorités d'autoriser l'investissement plutôt que de le refuser et prendre le risque de faire échouer la cession du groupe cible dans son ensemble.

Conformément au principe de proportionnalité figurant à l'article R. 151-8, I, du code monétaire et financier, le recours à la fiducie ne pourrait être envisagé que dans les dossiers très sensibles dans lesquels il est indispensable d'éviter toute possibilité pour l'investisseur étranger de s'immiscer dans les activités ou d'avoir accès aux actifs ou aux informations sensibles en France.

⁵Article 2011 du code civil.

Une question se pose toutefois au regard du dernier paragraphe de l'article R. 151-8, I, du code monétaire et financier, qui dispose que « *le ministre peut notamment conditionner son autorisation à la cession d'une partie des parts ou actions acquises au capital de l'entité objet de l'investissement ou de tout ou partie d'une branche d'activité énumérée à l'article R. 151-3 exercée par l'entité objet de l'investissement à une entité distincte de l'investisseur et agréée par le ministre* ». La possibilité de conditionner l'autorisation d'investissement au transfert de l'intégralité des titres de capital de la société cible française à une fiducie reste donc incertaine, dans la mesure où les textes visent la cession d'une partie seulement des actions composant le capital social et non de toutes les actions de l'entité française, alors qu'une telle incertitude n'existe pas s'agissant du transfert des actifs français concernés à une fiducie.

Dans le second cas, la question est de savoir si le ministre de l'économie pourrait recourir à une fiducie dans le cadre de la mise en œuvre des pouvoirs de police qui lui sont conférés par l'article L. 151-3-1 du code monétaire et financier, en vertu duquel le ministre peut « *si la protection des intérêts nationaux mentionnés au I de l'article L. 151-3 est compromise ou susceptible de l'être, prendre les mesures conservatoires qui lui apparaissent nécessaires* ».

La possibilité d'imposer le transfert des actifs sensibles en France à une fiducie dans le cadre de la mise en œuvre de ces pouvoirs soulève peu d'interrogation. Les paragraphes b) et c) de l'article L. 151-3-1, I, du code

monétaire et financier disposent en effet que le ministre peut notamment « *suspendre, restreindre ou interdire temporairement la libre disposition de tout ou partie des actifs liés aux activités* » sensibles et « *désigner un mandataire chargé de veiller, au sein de l'entreprise (...), à la protection des intérêts nationaux* ».

La possibilité d'imposer le transfert de l'intégralité des titres de capital de la société française à une fiducie soulève la même incertitude que celle ci-dessus pour l'autorisation d'investissement. Le paragraphe a) de l'article L. 151-3-1, I, dispose en effet que le ministre peut également « *prononcer la suspension des droits de vote* » attachés aux titres de la société française mais seulement pour « *la fraction des actions ou des parts sociales dont la détention par l'investisseur étranger aurait dû faire l'objet d'une autorisation préalable* ».

Compte tenu de l'intérêt que la fiducie présente du point de vue du contrôle des investissements étrangers, il nous semble que les incertitudes relevées ci-dessus, s'agissant de la possibilité de transférer l'intégralité des titres de la société française faisant l'objet de l'investissement à une fiducie, gagneraient à être levées via une modification des textes et des précisions apportées dans les lignes directrices sur le contrôle des investissements étrangers en France, la possibilité de transférer des actifs sensibles dans un patrimoine fiduciaire ne faisant, elle, pas de doute et pouvant d'ores et déjà permettre de répliquer en France les structures de *voting trust* américaines.