

CAPITAL-INVESTISSEMENT EN FRANCE : QUEL IMPACT DU CONTRÔLE DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS ?



*par Charles-Antoine Guelluy, Associé,
Latham & Watkins*

LATHAM & WATKINS

Le contrôle des investissements étrangers (IEF) est désormais une composante incontournable des opérations de capital investissement du fait de l'accroissement du nombre de pays ayant instauré un dispositif de filtrage et de l'élargissement continu des secteurs dits « sensibles ».

Cette situation n'est pas propre aux opérations de capital investissement, dont on soulignera d'emblée qu'elles sont soumises au dispositif général de contrôle à l'instar des autres opérations de fusion-acquisition.

Les opérations de capital investissement présentent cependant des particularités qui les distinguent d'autres opérations de fusion-acquisition. Ainsi, l'organisation même des fonds les singularise en opérant une distinction entre les investisseurs proprement dits (*limited partners*) et les gestionnaires (*general partner*). Une autre spécificité tient à ce que les sponsors font souvent intervenir à leurs côtés des co-investisseurs minoritaires qui bénéficient de droits de gouvernance tels que des droits d'information, de représentation, de vote ou de veto, très variables selon les montants investis. Ces caractéristiques soulèvent des problématiques propres au regard du contrôle IEF, dont certaines sont ici brièvement présentées.

1. Définition de l'investisseur dans le cadre du contrôle des investissements étranger en France

Avant d'exposer leur application aux cas du capital investissement, il convient de rappeler brièvement les règles relatives à la définition de l'investisseur et de sa chaîne de contrôle.

La réglementation française définit quatre catégories d'investisseur étranger : les personnes physiques de nationalité étrangère, les personnes physiques de nationalité française non fiscalement domiciliées en France, les entités de droit étranger et enfin les entités de droit français contrôlées par une ou plusieurs des trois premières catégories d'investisseurs étrangers précitées.

La réglementation IEF précise que chacune des personnes et entités membres d'une même chaîne de contrôle constitue un investisseur (y compris les véhicules d'investissement). Il suffit qu'un seul maillon soit étranger pour que toute la chaîne d'investissement soit traitée comme un investisseur étranger, même si l'investisseur ultime est français.

La notion de contrôle au sein de la chaîne de contrôle s'apprécie quant à elle au sens de l'article L.233-3 du Code de

commerce¹ ou, lorsqu'aucun contrôle n'a pu être établi sur le fondement de cet article, au sens de l'article L.430-1 III de ce même code. Le contrôle au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce résulte soit de la disposition de la majorité des droits de vote (par la détention de titres ou *via* un pacte d'actionnaires), soit de la faculté de déterminer en fait les décisions des assemblées générales, soit encore de la faculté de nommer ou révoquer les organes de direction. Cet article définit également la notion de contrôle conjoint, dans laquelle plusieurs personnes agissant de concert déterminent en fait les décisions prises en assemblées. L'article L.430-1 du Code de commerce définit quant à lui le contrôle comme étant la faculté d'exercer « seuls ou conjointement et compte tenu des circonstances de fait ou de droit [...] une influence déterminante sur l'activité d'une entreprise. »

Enfin, il convient d'avoir à l'esprit deux autres règles concernant les investisseurs minoritaires. La première est qu'un investisseur acquérant un contrôle conjoint est tenu de déposer une demande d'autorisation au même titre qu'un investisseur majoritaire. La seconde est qu'un investisseur est tenu de déposer une demande d'autorisation en cas de franchissement direct ou indirect du seuil de 25 % des droits de vote d'une entité française ou de 10 % lorsque les titres de la société cible sont admis aux négociations sur un marché réglementé. Cette dernière règle ne s'applique qu'aux investisseurs étrangers hors Union européenne ou Espace économique européen (« EEE »).

2. Impacts pratiques dans les opérations du capital investissement

Nous évoquerons l'impact pratique des deux particularités des opérations de capital investissement précitées : d'une part, le traitement des fonds d'investissement et, d'autre part, la présence de co-investisseurs.

A. Places respectives des *limited partners* et *general partners* dans la procédure de contrôle

Ainsi que nous l'avons indiqué en introduction, les règles françaises ne comportent pas de dispositions propres aux fonds indiquant la manière dont doivent être appréciés les rôles respectifs de la société de gestion et des investisseurs. L'analyse relève donc des règles générales et des lignes directrices qui consacrent quelques développements à l'appréciation de la chaîne de contrôle au sein des fonds. Il résulte de ces textes les éléments suivants :

■ Les fonds d'investissement de droit étranger constituent des investisseurs étrangers au sens de la réglementation IEF, y compris lorsque la société de gestion est française. A titre d'illustration, l'administration précise qu'une « *holding française contrôlée par un véhicule d'investissement luxembourgeois dont la gestion est assurée par une société de gestion française constitue un investisseur étranger* »² au sens de la réglementation IEF.

■ L'analyse de la chaîne de contrôle des fonds d'investissement s'opère au cas par cas, en fonction du régime et de l'organisation du fonds d'investissement, en faisant application des articles L.233-3 et 430-1 du Code de commerce précités. Les lignes directrices précisent à cet égard que l'analyse doit tenir compte « *notamment, de la spécificité de chaque structure, des droits et obligations respectifs des investisseurs et souscripteurs et de la société de gestion et accorde une attention particulière au mode de gestion, interne ou externe du fonds d'investissement, ainsi qu'aux dispositions du règlement du fonds le cas échéant.* »³ En pratique, cette analyse porte en France sur la société de gestion et non sur les LPs. Cela ressort de l'arrêté fixant la liste des pièces et informations à fournir dans le cadre de la demande d'autorisation⁴, lequel exige que soient fournies « *l'identité du ou des gestionnaires de ce fonds* », ainsi que l'identité des personnes physiques ou morales qui les con-

¹ Art. 233-3 du code de commerce : « I.- Toute personne, physique ou morale, est considérée [...] comme en contrôlant une autre : (1°) Lorsqu'elle détient directement ou indirectement une fraction du capital lui conférant la majorité des droits de vote dans les assemblées générales de cette société ; (2°) Lorsqu'elle dispose seule de la majorité des droits de vote dans cette société en vertu d'un accord conclu avec d'autres associés ou actionnaires et qui n'est pas contraire à l'intérêt de la société ; (3°) Lorsqu'elle détermine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société ; (4°) Lorsqu'elle est associée ou actionnaire de cette société et dispose du pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de cette société.

II.- Elle est présumée exercer ce contrôle lorsqu'elle dispose directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à 40 % et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne.

III.- Pour l'application des mêmes sections du présent chapitre, deux ou plusieurs personnes agissant de concert sont considérées comme en contrôlant conjointement une autre lorsqu'elles déterminent en fait les décisions prises en assemblée générale. »

² Direction Générale du Trésor, Lignes directrices 2025, section 1.1.4.

³ Ibid.

⁴ Arrêté du 31 décembre 2019, tel que modifié.

trôlent. Ce texte n'exige aucune information sur les souscripteurs des parts des fonds eux-mêmes. Une décision du Conseil d'Etat⁵ a d'ailleurs jugé, dans une affaire impliquant un fonds d'investissement « *qu'aucune disposition n'impose que soit précisée l'identité de tous les investisseurs participant à ce fonds [...]* ».

Cette position a le mérite de la clarté et de la logique car les *limited partners* ne disposent d'aucun droit sur les décisions d'investissements, la stratégie des sociétés de portefeuille et le choix de leurs dirigeants. Elle doit cependant être nuancée car les lignes directrices précisent que « *l'identité des souscripteurs et porteurs de parts du fonds peut être demandée, à tout moment, si elle est jugée nécessaire à la mise en œuvre de la procédure d'autorisation et de contrôle des investissements étrangers* »⁶.

B. Impact de la présence de co-investisseurs dans la chaîne de contrôle

Les opérations de capital investissement font couramment intervenir plusieurs co-investisseurs, ce qui peut avoir un impact sur le nombre de demandes d'autorisation à déposer. Un co-investisseur pourra en effet être tenu de déposer une demande d'autorisation s'il dispose d'un contrôle conjoint, ou s'il franchit le seuil de 25 % des droits de vote d'une société française (ou 10 % dans le cas d'une société cotée). En présence de plusieurs investisseurs étrangers, l'administration française exige que chacun dépose une demande d'autorisation séparée.

Or, même si les différentes procédures d'une même opération sont en général instruites par un même rapporteur, la multiplication de demandes d'autorisations ajoute à l'opération un élément de complexité et ralentit le calendrier. De plus, les autorisations d'investissement sont dans près de la moitié des cas soumises à l'acceptation d'engagements par l'investisseur, y compris lorsque l'investisseur est minoritaire. Chaque demande pourra

donc donner lieu à la négociation d'une lettre d'engagement séparée.

Il est donc dans l'intérêt des parties d'organiser la chaîne de contrôle avec l'objectif de parvenir à la gouvernance souhaitée par les investisseurs concernés, tout en minimisant le nombre de demandes d'autorisations nécessaires. Cela requiert une revue détaillée des pactes d'actionnaires et des droits attachés aux différentes catégories de titres émis pour déterminer quels investisseurs sont considérés comme contrôlant. Lorsque l'opération fait intervenir des investisseurs n'appartenant pas à l'Union européenne ou à l'EEE, l'analyse de la chaîne de contrôle doit également identifier les investisseurs qui franchiront, directement ou indirectement, le seuil de 25 % ou de 10 % des droits de vote d'une société française.

Il est recommandé de conduire cette analyse aussi en amont que possible, afin que ces aspects puissent être pris en compte dès la conception des accords. A titre d'exemple, la suppression de certains droits de veto ou l'abaissement de certaines participations sous le seuil de 25 %, y compris par l'utilisation de titres sans droit de vote, peut permettre de simplifier la procédure de demande d'autorisation. Cet examen doit être conduit en tenant compte de l'évolution prévisible des droits et participations respectifs des co-investisseurs au cours du temps. A titre d'exemple, un co-investisseur n'ayant pas été tenu de déposer une demande d'autorisation au motif qu'il n'avait, à la date de l'opération, ni contrôle conjoint, ni participation supérieure à 25 %, pourrait se retrouver dans l'impossibilité d'exercer ses droits au titre du pacte ou de ses titres (par exemple, l'exercice d'un droit de préemption ou la conversion d'obligations convertibles en actions) dès lors que l'exercice de ses droits lui donnerait un contrôle ou lui ferait franchir le seuil de 25 % des droits de vote d'une société non cotée française. Dans ce cas de figure, l'exercice de ses droits devrait être précédé d'une demande d'autorisation au titre du contrôle des IEF.

⁵ Conseil d'Etat, 6ème – 5ème chambres réunies, du 3 avril 2020, 422580

⁶ Direction Générale du Trésor, Lignes directrices 2025, section 1.1.4.