

MAÎTRISER LE CONTRÔLE DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS (IEF) DANS LES OPÉRATIONS DE FUSIONS-ACQUISITION : GESTION DU CALENDRIER DU PRÉ-SIGNING AU POST CLOSING

par David Chekroun¹ et Gilles Pillet²



David Chekroun



Gilles Pillet

INTRODUCTION

Les opérations de fusions-acquisitions s'inscrivent désormais dans un environnement géoéconomique profondément instable, marqué par l'enchaînement de cycles de tensions et de recompositions stratégiques. Le retour des logiques de blocs, la fragmentation des chaînes de valeur, l'intensification des rivalités tech-

nologiques et industrielles, ainsi que le recours croissant aux instruments de contrainte économique ont durablement modifié la manière dont les États appréhendent les flux de capitaux.

Dans ce contexte, l'investissement étranger n'est plus perçu comme un phénomène neutre. Il est analysé à l'aune de ses effets potentiels sur la souveraineté économique, la sécurité

¹ Professeur de droit des affaires à ESCP Business School, avocat associé au sein du cabinet d'avocats Audit-Duprey-Fekl et cofondateur du FDI Control forum.

² Professeur de droit des affaires à ESCP Business School et Consultant.

nationale et la protection des actifs stratégiques. Les mécanismes de contrôle des investissements étrangers se sont ainsi étendus, renforcés et professionnalisés, devenant un outil central des politiques de sécurité économique. En France, le contrôle des investissements étrangers (IEF), mis en œuvre par le bureau du contrôle des investissements étrangers en France (CIEF), rattaché à la direction générale du Trésor au sein du ministère de l'Économie³, s'inscrit aujourd'hui dans un ensemble plus large de dispositifs, de conventions, d'autorisations, de sanctions, de contrôle des technologies critiques, politiques industrielles qui structurent l'accès aux marchés et conditionnent les stratégies de croissance externe.

Dans ce cadre géoéconomique cyclique et sous contrainte, les groupes transnationaux sont tour à tour cibles et acquéreurs, engagés dans des opérations de M&A qui touchent directement des secteurs exposés : technologies critiques, santé, énergie, infrastructures, données ou éducation. Si le risque souverain n'est ni systématique, il irrigue désormais un nombre croissant de transactions. Il n'est pas davantage rédhibitoire et la majorité des opérations soumises au contrôle IEF aboutit à une autorisation, le plus souvent assortie d'engagements. Pour autant, la prise en compte de ce risque est devenue un paramètre structurant du deal.

L'enjeu, n'est donc pas de surinterpréter quelques affaires emblématiques, mais d'intégrer le contrôle IEF comme une variable opérationnelle à part entière. Il s'agit d'anticiper ses effets sur la faisabilité de l'opération, le calendrier, et d'adapter en conséquence, l'aménagement de la période pré-signing, la structuration de la transaction et la période post-closing.

I. PHASE PRÉ SIGNING : ANTICIPER LE RISQUE DE CONTRÔLE

A. Déterminer si l'opération relève du contrôle des investissements étrangers

La première étape consiste à déterminer si l'opération envisagée constitue un investissement soumis à autorisation préalable⁴ au titre du contrôle des investissements étrangers. Cette analyse suppose d'apprécier, au cas par cas,

la réunion des trois critères⁵ tenant à la qualité de l'investisseur, à la nature de l'investissement envisagé et au caractère sensible des activités de la cible.

Lorsque le conseil intervient aux côtés de la société cible, il peut pour cela s'appuyer utilement sur les directions opérationnelle, juridique et financière, lesquelles disposent en pratique de la connaissance la plus fine des activités effectivement exercées et de leur éventuelle qualification au regard des activités sensibles⁶. Cette coopération interne est déterminante pour identifier les zones de sensibilité notamment lorsque les activités sont hybrides, évolutives ou intégrées dans des chaînes de valeur complexes.

En tout état de cause, la charge de l'identification du risque IEF pèse sur l'acquéreur⁷. Celui-ci ne saurait se retrancher derrière la *vendor due diligence*, laquelle n'a pas vocation à qualifier la transaction au regard du droit du contrôle des investissements étrangers. Il appartient à l'investisseur de conduire sa propre analyse dans le cadre des *due diligences*, afin d'évaluer la sensibilité de l'opération et de la nécessité d'un dépôt d'une demande d'autorisation préalable.

Cette appréciation repose notamment sur la description précise des activités exercées, leur implantation géographique effective, la nature de la clientèle, l'existence de dépendances ou d'infrastructures critiques, la conduite d'activités de recherche et développement, ainsi que le traitement ou l'accès à des données ou informations sensibles.

Au-delà des actifs et des relations contractuelles, la circulation de l'information constitue en effet un critère d'appréciation central. Lorsqu'une cible traite d'informations sensibles, l'opération emporte nécessairement, à tout le moins, une interconnexion partielle des systèmes d'information avec ceux de l'acquéreur. Cette dimension est étroitement examinée par l'autorité de contrôle, en particulier lorsque l'acquéreur est un industriel étranger susceptible d'intégrer la cible dans le groupe. Elle soulève en pratique moins de difficultés dans les opérations impliquant des investisseurs financiers, dont le modèle d'intervention repose davantage sur une détention capitalistique que sur une intégration opérationnelle.

³ <https://www.tresor.economie.gouv.fr/services-aux-entreprises/investissements-etrangers-en-france>

⁴ Les dossiers de demande d'autorisation et de demande d'examen préalable d'une activité doivent être déposés impérativement sur la plateforme IEF à l'adresse suivante : <https://plateforme-ief.dgtrésor.gouv.fr>

⁵ Trois Conditions cumulatives sont à réunir concernant l'investisseur (art. R. 151-1 du Code monétaire et financier (CMF), la nature de l'opération envisagée (art. R. 151-2 du CMF) et la nature de l'activité de la société cible (art. R. 151-3 du CMF).

⁶ Le caractère sensible de l'activité est déterminé par son rattachement aux domaines énumérés à l'article L. 151-3 du Code monétaire et financier, tels que précisés par l'article R. 151-3 du même code.

⁷ « La demande d'autorisation d'un investissement étranger est déposée par l'investisseur ». (Art R151-5 du CMF). La composition du dossier est précisée : <https://www.tresor.economie.gouv.fr/services-aux-entreprises/investissements-etrangers-en-france/la-composition-de-votre-dossier-de-demande>

B. Intégrer le risque dans la procédure de cession

Le risque IEF n'influence pas, en tant que tel, le choix entre une cession de gré à gré et un processus d'enchères. En revanche, dans le cadre d'un processus compétitif, le vendeur peut utilement intégrer dès la *process letter* des exigences de transparence destinées à amener les candidats à qualifier très en amont les enjeux de contrôle et à démontrer un niveau de préparation compatible avec le calendrier de la transaction.

La construction du calendrier doit, en tout état de cause, demeurer réaliste. Si les délais réglementaires d'instruction de 75 jours ouvrés⁸ (phase 1 de 30 jours ouvrés maximum sous la réserve de la complétude du dossier et, le cas échéant, phase 2 de 45 jours ouvrés maximum) peuvent, en théorie, s'articuler avec ceux du contrôle des concentrations, cette articulation suppose un dossier complet dès l'origine. En pratique, les opérations sensibles donnent fréquemment lieu à des demandes d'informations complémentaires, à des échanges sur le périmètre de la notification et, surtout, à des négociations d'engagements susceptibles d'allonger sensiblement les délais.

Un cas particulier mérite d'être souligné. L'existence d'une procédure collective affectant la société cible ne justifie pas, en tant que telle, la mise en œuvre d'une instruction accélérée. Si le calendrier constraint de la procédure judiciaire peut être pris en considération afin que la décision du ministère de l'Économie intervienne avant l'audience du tribunal de commerce appelée à statuer, une telle configuration suppose un dialogue étroit et engagé le plus en amont possible avec l'administration.

C. Sélection des acquéreurs

Dans les secteurs sensibles, la capacité d'un acquéreur à obtenir l'autorisation IEF devient un critère de sélection aussi important que le prix.

Les lettres d'intention, même non contraignantes, doivent exposer avec clarté les intentions de l'acquéreur, son projet industriel ou financier et sa vision de l'avenir de la cible. La pérennité de l'actif est ici déterminante et doit transparaître dans le projet présenté, tant au stade de la LOI que de l'offre ferme.

La crédibilité du candidat dépend également de sa capacité à intégrer, dès l'amont, l'impact potentiel des engagements susceptibles d'accompagner l'autorisation sur les synergies attendues. Lorsqu'un carve out apparaît probable, il convient d'en mesurer l'effet sur l'intérêt économique de l'opération et sur les concessions acceptables pour l'ac-

quéreur. De même, certaines opérations conduisent à imposer le maintien de la cible dans une stricte autonomie opérationnelle, excluant toute mutualisation post-closing.

À cet égard, il convient de rappeler qu'un changement ultérieur de nationalité de l'investisseur est, en principe, sans incidence sur la validité et la mise en œuvre des conditions attachées à l'autorisation, une simple notification au bureau du contrôle des investissements étrangers en France (CIEF), étant alors suffisante. Par ailleurs, dans l'hypothèse spécifique où la chaîne de contrôle de l'investisseur deviendrait intégralement française, le fait génératrice de l'obligation au titre du contrôle des investissements étrangers disparaît, entraînant la caducité de l'autorisation et des engagements qui y sont attachés.

Enfin, l'ensemble de ces analyses doit intégrer l'évolution possible du cadre réglementaire en cours de processus, notamment lorsque de nouvelles règles sont appelées à s'appliquer immédiatement.

II. SIGNATURE ET PÉRIODE INTERMÉDIAIRE : STRUCTURER LE DEAL AUTOUR DU RISQUE IEF

L'autorisation IEF conditionne la validité de l'opération et constitue donc une condition suspensive centrale. Sa rédaction doit être particulièrement soignée, qu'il s'agisse d'une autorisation pure et simple ou assortie de conditions.

Les conditions suspensives sont systématiquement accompagnées d'obligations accessoires destinées à favoriser la réalisation. Une obligation de coopération renforcée est généralement imposée à la cible, cette coopération étant plus cruciale encore qu'en matière de contrôle des concentrations.

Selon le rapport de force, l'acquéreur pourra se voir imposer une clause de type *hell or high water*, éventuellement assortie d'une *break up fee*. En pratique, les engagements exigés au titre du contrôle des investissements étrangers portent le plus souvent sur le maintien des activités sensibles sur le territoire national, la protection des savoir-faire, technologies et données, la mise en place de restrictions d'accès à l'information, ainsi que sur des exigences de gouvernance telles que la désignation de dirigeants ou d'administrateurs habilités, l'instauration de mécanismes de reporting et la désignation de points de contact dédiés, ou encore des obligations de notification préalable pour certaines décisions stratégiques. Ces engagements, qui n'affectent pas directement la structure des actifs, sont en pratique plus aisément acceptables qu'une cession d'activités. Les parties bénéficient par ailleurs d'une certaine

⁸ Article 151-6 du CMF.

prévisibilité quant à leur nature, ce qui leur permet de modéliser un scénario défavorable et, le cas échéant, de définir en amont une liste de conditions jugées inacceptables.

Une solution intermédiaire consiste à insérer une clause de « *no substantial detriment* », subordonnant la mise en œuvre des engagements imposé par le bureau CIEF à l'accord des parties lorsque ceux ci porteraient atteinte à la valeur de la cible ou aux synergies attendues.

Il n'en demeure pas moins que les lettres d'engagements appellent une vigilance particulière. Une fois l'autorisation délivrée, ces engagements ont vocation à s'appliquer tels quels et ne peuvent être modifiés que de manière exceptionnelle, avec l'accord de l'administration. Ils sont ainsi susceptibles de contraindre durablement les modalités d'intégration, de restructuration ou de croissance externe de la cible. Une attention spécifique doit également être portée aux engagements antérieurement imposés à la société cible dans le cadre d'opérations passées, lesquels continuent à produire leurs effets post-closing.

III. POST CLOSING : PILOTER LES ENGAGEMENTS DANS LA DURÉE

Les effets des lettres d'engagements se déploient principalement au stade de l'intégration post-closing. Des difficultés opérationnelles, voire des ajustements non anticipés, ne sont pas exclus, les investisseurs n'ayant en pratique accès, au moment de la transaction, qu'à un résumé des engagements et non à leur intégralité.

Toute opération de restructuration, de réorganisation ou de développement post-acquisition doit être conduite dans le strict respect des conditions attachées à l'autorisation. Le suivi de ces engagements requiert fréquemment la mise en place d'un dispositif dédié, comprenant un reporting régulier et la désignation d'un point de contact clairement identifié au sein de l'entreprise.

Dans les dossiers les plus sensibles, le bureau du contrôle des investissements étrangers en France (CIEF) peut également imposer des exigences⁹ renforcées de gouvernance, telles que la présence de dirigeants ou d'un administrateur au sein des organes sociaux. Nommés et rémunérés par la société, ces représentants doivent être dotés de pouvoirs effectifs leur permettant de s'opposer à toute décision susceptible de contrevenir aux engagements souscrits. Cette approche, qui présente certaines analogies avec des mécanismes observés à l'étranger, notamment aux États-Unis, où des *proxy boards* peuvent être composés exclusivement de ressortissants nationaux, illustre la profondeur et la durée des contraintes susceptibles de peser sur la gouvernance post-closing.

En France, le nombre d'autorisations assorties de conditions étant en constante augmentation¹⁰, la phase de suivi revêt une importance croissante. À cet égard, il est recommandé de documenter avec précision, dans le rapport annuel relatif à la mise en œuvre de l'autorisation, la manière dont les engagements ont été respectés, ainsi que, le cas échéant, l'évolution du périmètre des clients ou activités sensibles concernés.

CONCLUSION

Le contrôle des investissements étrangers n'est plus un élément périphérique des opérations de fusions-acquisitions. Il s'est imposé comme un paramètre structurant qui appelle une approche à la fois intégrée et anticipée. Pour les acteurs du M&A, l'enjeu n'est pas d'éviter le contrôle, mais d'en maîtriser les mécanismes, d'en anticiper les exigences et d'en intégrer les effets à chaque étape de la transaction.

Dans un environnement géoéconomique durablement marqué par la montée des ambitions souveraines, la réussite des opérations sensibles repose sur la capacité à concilier sécurité juridique, crédibilité du projet industriel et/ou financier et préservation de la valeur.

⁹ Les conditions sont visées par l'article R. 151-8 du CMF.

¹⁰ Selon le rapport annuel 2025 de la direction générale du Trésor, 99 autorisations ont été assorties de conditions en 2024, soit 54 % des autorisations délivrées, contre 60 en 2023 (44 %), traduisant un renforcement du contrôle <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/1d11dddb-38a8-4452-94ca-eaf5fe74bc89/files/cdd21b0a-fab8-4537-bf81-cf47aabfe1e7>