

# LES SPÉCIFICITÉS DES FUSIONS ACQUISITIONS DÉCOULANT DU CONTRÔLE DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE



*Interview de Marie-Adélaïde de Fleurieu,  
Counsel, Norton Rose Fulbright LLP*

 **NORTON ROSE FULBRIGHT**

*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 Kassio Akel da Silva,  
étudiant du Mastère spécialisé Droit et Management International  
à ESCP Business School*

*Désormais, le contrôle des IEF s'est imposé au même titre que les dispositifs connus en matière de concurrence ou de compliance comme un élément incontournable des opérations de fusions-acquisitions dans les secteurs stratégiques.*

*Existant depuis maintenant plusieurs années, continuellement remanié et renforcé plus récemment au cours de la crise de la Covid-19, le contrôle actuel révèle-t-il une simple accentuation des tendances antérieures ou bien un nouveau virage marqué par une volonté protectionniste ?*

**Marie-Adélaïde de Fleurieu :** Je constate un mélange des deux. Au regard de l'évolution du contrôle des IEF, le constat sur sa position actuelle doit être nuancé. Depuis 2014, il y a un élargissement des secteurs concernés mais sans véritable précision quant aux activités spécifiquement concernées par ce régime d'autorisation. En ce sens, il est naturellement possible de constater une accentuation du protectionnisme étatique. Puis, en 2017, on a observé une modification de la procédure avec la disparition de la partie déclarative et le seul maintien du régime de l'autorisation préalable. Cela a permis de limiter le nombre de remontées d'information à

analyser par le Ministère, lui permettant de se concentrer sur les opérations à risque et de mieux en suivre les conditions de réalisation.

Par ailleurs, la différenciation de traitement selon que l'acquéreur en cause dans l'opération provienne d'un Etat membre de l'Union Européenne ou non s'est éteinte et tous les acteurs, peu importe le secteur concerné, sont désormais placés sous le même régime. Une exception notable cependant concerne l'application du critère du franchissement de seuil de 25% qui ne s'applique qu'aux investisseurs tiers à l'Union Européenne. Il convient de noter que ce renforcement du protectionnisme économique a peut-être été plus fortement observé en France que dans nos pays voisins.

Bien que les fondements législatifs identifiant les secteurs sensibles soient restés inchangés, une plus grande largesse dans leur interprétation ces derniers temps doit être soulignée. Le périmètre de ces secteurs aura ainsi parfois connu un élargissement afin d'étendre le champ d'application du contrôle. Le dossier Carrefour/Couche-tard illustre parfaitement cette volonté protectionniste avec une forme de retour de la souveraineté économique.

Face à ces constats, on observe effectivement la présence d'un mouvement qui s'apparente à un virage mais qui, pour l'heure, demeure assez informel notamment en raison de l'absence de modification substantielle des textes hormis la modification des seuils de déclenchement concernant les sociétés cotées pendant la pandémie Covid. Cet abaissement étant temporaire, il est envisageable d'imaginer qu'il a vocation à disparaître.

*Dans cette optique, peut-on s'attendre à avoir une meilleure lisibilité à la sortie de la crise ou postérieurement aux élections présidentielles de 2022 ? Pourrait-on revenir vers une interprétation plus étroite ?*

**Marie-Adélaïde de Fleurieu :** Un retour vers une interprétation plus stricte n'est pas exclu mais les effets de la crise marqueront très certainement durablement les mentalités à l'avenir. Aujourd'hui l'opinion publique accepte plus facilement des mesures protectionnistes. On peut même dire que la crise encourage ces réactions et que l'opinion peut rester longtemps influencée par l'expérience de la crise sanitaire.

Dans une certaine mesure, il y a une reprise en main par l'Etat qui s'ajoute à l'évolution de l'opinion publique, augmentant ainsi le risque que cette protection de la souveraineté économique soit pérenne en France, bien au-delà de l'échéance de l'élection présidentielle.

Je ne dirais cependant pas que la France se réveille tard. La France a depuis longtemps un dispositif de contrôle assez élaboré, ce qui n'est pas le cas de tous les pays européens, notamment aux Pays-Bas. L'accélération semble en tout état de cause inéluctable en Europe compte tenu de l'incitation de Bruxelles récemment édictée dans le règlement européen établissant un cadre pour le filtrage des investissements directs étrangers dans l'Union européenne.

*Quelles observations pourriez-vous apporter quant au regard que portent les investisseurs étrangers sur la France ? Est-ce une terre d'accueil ou une zone à risque qu'il faut éviter ?*

**Marie-Adélaïde de Fleurieu :** Il ne faut pas artificiellement dramatiser la situation. Vu de l'extérieur, la France n'est pas à proprement parler une zone de risques. Ce qui peut être clairement affirmé c'est que le dispositif de contrôle des investissements étrangers ne dissuade pas les acteurs étrangers.

A mon sens, la principale source d'inquiétude des investisseurs étrangers est plutôt à chercher du côté des contraintes sociales. Que ce soit en raison d'une menace de grève ou de blocus, les diverses contraintes sociales et lé-

gales françaises qui pèsent sur les personnes morales peuvent engendrer une méfiance au regard de laquelle les contraintes liées au contrôle des investissements étrangers peuvent paraître moins déterminantes.

Il est vrai néanmoins que la justification du contrôle en France peut être perçue comme ne relevant pas d'une logique unique, pouvant ainsi laisser place à un certain opportunisme.

Une manière de rassurer les investisseurs étrangers pourrait être de permettre aux investisseurs et aux cibles d'anticiper l'analyse sur l'appartenance d'une activité à un secteur sensible, et ce en-dehors de toute opération M&A.

*Est-il possible de considérer qu'il est plus simple de prévoir la difficulté d'un dossier selon qu'on est en présence d'un fonds d'investissement ou d'un groupe industriel ?*

**Marie-Adélaïde de Fleurieu :** Chaque situation est unique et il conviendrait davantage de dire que le contrôle met en exergue une certaine casuistique. Cependant, les autorités chargées d'apprécier un dossier semblent être sensibles à l'image spéculative reflétée par une opération en phase d'étude. En présence, par exemple, d'un actif stratégique en grande difficulté, les autorités s'efforceront d'interroger davantage l'investisseur étranger afin de connaître sa réelle intention. Par le passé, il a pu être observé que certains investissements émanant de groupes industriels camouflaient dans les faits une pratique d'investissement opportuniste. Finalement, c'est cette troisième catégorie d'investisseurs, qu'ils soient un groupe industriel ou un fonds d'investissement, pour qui le contrôle fait le plus de sens.

En parallèle, on dénote également un contrôle accru envers les bras d'investissements affiliés à des autorités étrangères. La notion d'affiliation manque parfois de clarté. C'est notamment le cas en Chine où l'on retrouve un grand nombre de sociétés, présentes dans tous les secteurs d'activité, dont on ne perçoit pas immédiatement qu'elles sont publiques ou parapubliques, obscurcissant là encore la lisibilité des intérêts en cause.

Par conséquent, on peut espérer que la réponse apportée par Multicom 4 soit d'autant plus favorable que le dossier étudié soit transparent et lisible. Empiriquement, la présence d'un fonds à la table des négociations n'est pas nécessairement un mal à craindre car sa présence engendre en général des effets positifs pour l'actif objet de la transaction. Le *track record* de l'investisseur sera déterminant et s'il peut démontrer son sérieux et la pérennité des actions qu'il mène, il ne devrait pas y avoir d'inquiétude. Un fonds de qualité peut ainsi laisser à sa sortie un actif très perfor-

mant grâce à une stratégie renouvelée, audacieuse et dynamique constituant ainsi une aubaine pour la cible.

Au-delà du protectionnisme orienté vers la défense de la souveraineté, de la sécurité nationale ou de la protection d'un savoir-faire, on observe récemment, une accentuation des considérations sociales et économiques sous-jacentes aux dossiers soumis à autorisation. La pérennisation des actifs stratégiques, et notamment des bassins d'emploi y étant liés, est un critère de plus en plus déterminant et qui va au-delà des considérations plus classiquement analysées.

**En l'absence de lignes directrices officielles, est-il possible d'entrevoir une tendance des attentes du Ministère au travers des lettres d'engagements ?**

**Marie-Adélaïde de Fleurieu :** Ces lettres sont une aide pour décrypter les attentes institutionnelles au regard de la préparation du dossier, mais leur lecture n'apporte que peu d'éléments dans le cadre de l'analyse préalable qui vise à déterminer si l'actif en cause entre dans le champ des secteurs stratégiques contrôlés.

Le Ministère suit de très près ces dossiers et les lettres d'engagements ne restent pas lettres mortes. Parfois, on dénote une forme de légèreté de la part de certains investisseurs étrangers qui peuvent avoir tendance à penser que leurs engagements pourraient n'être que partiellement mis en œuvre après autorisation. Il convient cependant de leur rappeler les récentes évolutions en matière de sanctions incluant notamment une amende de 5 millions d'euros pour les personnes morales et 1 million d'euros pour les personnes physiques (art. L151-3-2 du CMF) ainsi que 5 ans d'emprisonnement (art. L165-1 du CMF, qui renvoie aux sanctions prévues par l'art. 459 du code des douanes). La procédure de sanction n'est néanmoins pas systématique, Bercy effectuant un suivi régulier des engagements et de leur mise en œuvre, pouvant l'amener à mettre en demeure les investisseurs qui feraient preuve d'un manque de diligence.

Cependant, la pérennité de l'actif est un critère de poids dans le degré de contrôle de l'Etat qui veille parfois à garantir des centaines, voire des milliers, d'emplois et la santé économique d'une ville ou d'une région.

D'ailleurs pour assurer un suivi effectif, l'Etat impose souvent la désignation d'un « *point de contact* » chargé de monitorer la satisfaction des conditions prises par l'actionnaire au sein de la cible. Ce point de contact doit être en principe investi de pouvoirs de décision équivalents à ceux des organes de direction, car il doit être en mesure de s'opposer à une décision de gestion susceptible d'enfreindre les engagements pris initialement par l'investisseur. Ce point

de contact est nommé et rémunéré par la société faisant l'objet des engagements et il est en charge d'assurer une mission de *reporting* auprès de Bercy.

**Les opérations de fusions-acquisitions résultent trop souvent d'une analyse de synergies en décalage avec la réalité. Compte tenu de l'alourdissement que représentent les contraintes imposées par les lettres d'engagements, dans quelle mesure l'opération projetée demeure attractive dès lors que se dessine un scénario limitant les prévisions initiales ?**

**Marie-Adélaïde de Fleurieu :** Lors des discussions avec le Ministère, les parties ont l'opportunité de faire connaître leurs suggestions qui permettraient d'aligner leurs intérêts avec ceux de l'Etat. Il est tout à fait possible d'intégrer dans les SPA les conventions habituellement insérées à la charge de l'acquéreur, notamment en terme d'étendue des engagements qu'il souscrit pour permettre à l'opération d'aboutir et des sanctions, comme un *break up fee*, dans le cas où l'acquéreur ne jouerait pas le jeu dans les discussions avec Bercy par rapport aux engagements qu'il a pris dans le SPA. Il est à noter que tout ce qui est demandé par les autorités publiques n'est pas toujours obtenu. Cela reste une vraie discussion d'autant qu'il n'y a pas toujours d'autre alternative possible que l'investisseur envisagé pour la pérennité de l'actif concerné et que cela vaut toujours mieux qu'un dépôt de bilan. De plus, certains actifs en cause, de par leurs structures, font assez rarement l'objet d'une intégration et restent souvent *stand alone* et cela même post-acquisition.

Dans des hypothèses plus rares et en cas de difficulté, il serait possible d'envisager un *carve-out* de l'activité sensible lorsque cela est réaliste. Cependant, les aspects économiques et opérationnels peuvent venir assez rapidement bloquer cette opération de détournement. En présence d'une mutualisation des outils de production, l'option de détournement devient en effet difficilement réalisable.

**Peut-on dire que l'anticipation en termes d'analyse, d'examen, d'investigation pèse essentiellement sur l'acquéreur ?**

**Marie-Adélaïde de Fleurieu :** Légalement, c'est effectivement sur l'acquéreur que repose l'obligation de faire la demande d'autorisation préalable. Compte tenu du fait qu'il endosse la responsabilité éventuelle en cas de violation, il est vrai de dire que l'analyse lui incombe. Néanmoins, il en va de l'intérêt du vendeur d'anticiper le sujet s'il sait que la cible a une activité sensible ou s'il entrevoit un risque que le Ministère puisse considérer que ce soit le cas. En effet, s'il souhaite une transaction rapide et pour augmenter les chances de succès de son opération, il prendra en compte cet aspect dans le cadre de son choix d'acquéreur en privilégiant un investisseur



avec un profil lisible et capable de présenter à Bercy un projet solide et pérenne.

En revanche, en matière d'anticipation, nous n'y sommes pas encore ! La réforme n'a pas été assez poussée de ce point de vue-là, notamment au regard de l'article R. 151-4 du Code monétaire et financier qui instaure le mécanisme de la demande préalable d'examen d'une activité.

A première lecture, nous pensions pouvoir interroger Bercy à tout moment pour savoir si l'activité d'une société entre dans les secteurs sensibles. Nous avions d'ailleurs envisagé d'informer nos clients de cette possibilité pour qu'ils puissent savoir dans quelle catégorie ils se trouvent en cas d'investissement potentiel en faisant une demande d'examen préalable (cela prend 2 mois) qui leur aurait permis, le cas échéant, d'anticiper le calendrier de futures opérations.

Malheureusement, les limites de ce nouveau mécanisme ont très vite été perçues. En effet, conformément à l'arrêté, la preuve de l'investissement en cours est exigée. Bercy a d'ailleurs confirmé qu'un projet d'investissement en cours est requis mais qu'il peut être à un stade très préliminaire. En examinant les délais, force est de constater que ce mécanisme n'offre que peu d'intérêt car à l'expiration des deux mois on sait uniquement si l'activité relève en tout ou partie des secteurs sensibles sans obtenir d'autorisation ou de décision sur l'investissement en cause. Une autre demande en ce sens devra quand même être déposée et il faudra attendre 30 jours ouvrés supplémentaire dans le meilleur des cas. Finalement, il sera plus pertinent et plus rapide de recourir directement à un dépôt de demande d'autorisation permettant d'obtenir le feu vert du Ministère, quitte à ce que cela se conclue par une décision de non-application de la législation à l'opération concernée. On peut ainsi regretter que la réforme n'ait pas ouvert la possibilité pour le vendeur de mieux anticiper la cession de sociétés de son groupe.

Une autre difficulté se pose avec l'impossibilité de se fonder sur le fait qu'une opération antérieure sur la même cible n'ait pas donné lieu à autorisation. En effet, des opérations qui auparavant n'auraient pas fait l'objet d'un contrôle car elles ne se trouvaient pas dans le spectre des secteurs sensibles, peuvent aujourd'hui être soumises au contrôle des investissements étrangers en raison des multiples réformes. Au regard de ces modifications réglementaires, il convient donc d'être vigilant et d'engager une discussion avec le management de la cible très en amont afin d'identifier rapidement s'il y a un risque. A titre d'exemple, les biens à double usage peuvent susciter un questionnement particulier.

*En l'absence de contentieux ou de jurisprudence susceptibles d'éclairer les activités relevant des secteurs sensibles, quelles améliorations peut-on souhaiter ?*

**Marie-Adélaïde de Fleurieu :** Ce qui semble souhaitable, c'est que le Ministre précise les activités relevant des secteurs sensibles, que ce soit dans le cadre d'une demande d'examen préalable, mais également en dehors de tout projet d'investissement ; cette clarification serait bénéfique pour toutes les sociétés. La compilation d'un « catalogue » par Bercy qui recenserait les activités soumises à contrôle et les activités qui auraient fait l'objet d'une étude soldée par une décision de non-applicabilité du régime serait une véritable plus-value. Depuis maintenant quelques temps, la transparence a été améliorée quant aux contrôles effectués mais cela reste seulement un *reporting* sur des données quantitatives.

Se poserait cependant la question de la pérennité dans le temps d'un tel avis. En effet, l'efficacité de la demande d'examen préalable en dehors de tout projet d'investissement doit être nuancée en ce que son effectivité tient compte également du profil de l'investisseur, de son projet et des sensibilités du Ministère en fonction des circonstances au moment de la demande. Il ressort que ce régime relève vraiment de la casuistique et donc un tel avis préalable ou un tel catalogue d'activités sensibles ne permettrait pas, en tout état de cause, de s'affranchir d'un dépôt de demande en cas de doute.

*Est-ce que les golden shares constituent réellement un moyen de rassurer l'Etat sur le contrôle qu'il souhaite conserver sur le sort de la cible ?*

**Marie-Adélaïde de Fleurieu :** A mon sens, l'Etat n'a pas un réel besoin de souscrire à des *golden shares* du fait des conditions et contreparties qu'il aura négociées avec l'investisseur comme le « point de contact » mentionné plus haut et les obligations de *reporting* très récurrentes. Cela est d'autant plus vrai depuis que les sanctions applicables ont été renforcées en cas de violation de la législation sur le contrôle des IEF.

*A l'instar du droit des concentrations, le multi-filing doit-il faire l'objet d'une attention particulière en matière de contrôle IEF ? L'investisseur peut-il faire l'objet d'un contrôle simultané dans différents Etats ? Existe-t-il des spécificités ?*

**Marie-Adélaïde de Fleurieu :** En tant que cabinet international, nous sommes avantagés pour gérer ce type de dossier. Grâce à nos 55 bureaux répartis à travers le monde, nous sommes en capacité de solliciter de multiples juridictions et d'assurer le suivi des dossiers en y accordant l'expertise nécessaire.

En France, le contrôle a un effet suspensif, il s'agit de l'hypothèse la plus « stricte ». En présence d'une condition suspensive, tous les process sont logés à la même enseigne. Les délais peuvent varier en fonction des juridictions mais cela s'organise comme pour le contrôle des concentrations et ce n'est que lorsque la dernière condition suspensive est levée que l'opération peut se réaliser.

***Si vous deviez rêver une amélioration du processus en France, quelle serait-elle ?***

**Marie-Adélaïde de Fleurieu :** Plusieurs suggestions pourraient être faites. Certaines, d'ordre technique, sont faciles à mettre en œuvre ; d'autres, telle qu'une clarification de la stratégie de l'Etat et des activités sensibles est peut-être plus utopiques car évoluant avec le temps et les circonstances économiques, politiques, etc., cette flexibilité de la législation étant un mal nécessaire pour permettre à l'Etat d'exercer un contrôle effectif.

On peut néanmoins songer à trois précisions techniques possibles :

D'une part, la notion d'investisseur (art. R151-1 CMF) pourrait être clarifiée au regard de certaines situations particulières. Je songe notamment au sort des binationaux. Une personne de nationalité française et domiciliée en France, *a priori* non soumise au contrôle, mais qui aurait un double passeport doit-elle être disqualifiée ? C'est une véritable problématique qu'il conviendrait de trancher. En cas de doute et par sécurité, le dépôt d'un dossier auprès de Multicom 4 pourrait sécuriser l'opération. Dans la même veine, le seuil des 25% doit-il s'appliquer pour les personnes européennes, domiciliées en Europe mais ayant un passeport US ? L'application de ce seuil transforme singulièrement le traitement de l'opération. En réponse, on pourrait estimer que l'investisseur certes européen mais également américain devrait faire l'objet d'un contrôle afin d'éclairer ses intérêts et le lien qu'il détient avec son pays.

D'autre part, sur la notion d'entité de droit étranger, l'appréciation des critères reste floue. Quel est le critère retenu pour considérer qu'il s'agit d'une entité de droit étranger ? Le lieu d'immatriculation et le lieu du siège social sont en général des éléments déterminants. A cela s'ajoute la problématique fiscale des établissements stables. Il n'est pas rare pour des sociétés qui ont leur siège social en France

d'exercer toutes leurs activités à l'étranger au travers d'une succursale.

Enfin, le franchissement de seuil de 25% visé à l'article R.151-2 du Code monétaire et financier pourrait être rapproché de la notion de seuil en droit boursier. Ainsi, la question d'un franchissement de seuil à la hausse ou à la baisse pourrait être considérée. Si l'on suppose l'existence d'une société chinoise détenant 30 % des droits de vote d'une entité opérant dans un secteur sensible et qui vendrait 6% à un acteur japonais, techniquement, il conviendrait d'exclure la nécessité d'un contrôle car l'opération ne réalise un transfert que de 6% des droits de vote. En revanche, si on considère que le seuil des 25% à la baisse est concerné, l'opération pourrait entrer dans le champ de contrôle de Bercy. La notice des décrets du 22 juillet 2020 et du 28 décembre 2020 adoptés durant la crise de la Covid-19 ayant instauré le seuil des 10% pour les sociétés cotées renvoie à la notion « d'acquisition » des droits de vote. On peut donc avoir le sentiment que la législation vise bien et seulement un franchissement de seuil à la hausse (en opération d'acquisition) mais cela ne figure dans aucun texte, c'est une vraie zone d'incertitude. Pour la prise de contrôle, il n'y a pas de symétrie car le texte vise explicitement la notion « d'acquisition » du contrôle.

***Dans quelle mesure, l'intervention de communicants externes ou lobbyistes devient pertinente et permet d'optimiser ses chances d'aboutir à un dialogue favorable avec Bercy et le ministère des tutelles ?***

**Marie-Adélaïde de Fleurieu :** En fonction des dossiers, des agences de communication peuvent être sollicitées. L'intervention de lobbyistes est également possible mais ce n'est pas forcément à notre initiative car la demande émane souvent du dirigeant de la cible qui pilote la gestion des échanges avec Bercy. Ils connaissent très bien leur secteur de même que leurs relations avec les différents ministères. Le moment venu, ces acteurs externes peuvent être activés. Il est assez honnête de dire que Bercy reste très droit dans son appréciation des choses, quel que soient les efforts des agences de lobbying. Si le pouvoir d'appréciation du Ministère converge vers la défense d'un intérêt bien identifié, l'influence des représentants d'intérêts devient plus difficile. A l'inverse, si le rouage manque simplement d'un peu d'huile, l'intervention de ces experts serait bénéfique pour l'avancée de l'opération.