

## LE CONTRÔLE DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE : UNE ANALYSE DE L'ENVIRONNEMENT COMPLEXE ET CHANGEANT

*Interview de Jérôme Philippe, associé, et Aude Guyon, counsel, Antitrust & Regulatory, Pascal Cuche, associé, et Tanguy Bardet, counsel, Public Law & Regulatory, Freshfields Bruckhaus Deringer LLP*



Freshfields Bruckhaus Deringer

*Numéro spécial conçu, préparé et réalisé par Marina Guérassimova et les Professeurs David Chekroun, Gilles Pillet (ESCP Business School)*



Jérôme Philippe



Aude Guyon



Pascal Cuche



Tanguy Bardet

***Le contrôle des IEF est-il en train de devenir le nouveau centre de gravité du M&A ou un troisième pilier à côté du contrôle des concentrations et de la compliance ?***

On constate clairement une augmentation du nombre de dossiers donnant prise à un contrôle au cours des cinq ou 7 dernières années.

Sur un plan quantitatif, le changement est significatif. Il faut toutefois noter que notre regard sur cette évolution peut être influencé par le fait que nous accompagnons de très grosses opérations avec de nombreux investisseurs stratégiques.

Ceci étant dit, cette part très significative ne doit pas occulter que l'intensité du contrôle exercé n'est quand même pas comparable à celle que l'on connaît en droit des concentrations. Ici, les procédures sont plus simples, et les exigences, notamment les lettres d'engagements, relativement standardisées de sorte que le suivi est plutôt aisé et les risques associés moins importants. L'attention se porte principalement sur la lettre d'engagements qui accom-

pagne l'autorisation. Il est relativement facile d'anticiper la décision des pouvoirs publics. D'une manière générale, le suivi est moins contraignant.

On relève des similitudes entre les deux domaines, mais ils n'ont pas le même poids pour les investisseurs et leurs conseils.

S'agissant du contrôle des concentrations, l'une des premières questions que l'on se pose est celle du « multi-filling » ; dans combien de pays va-t-on notifier ? Il existe un guichet unique européen mais, au-delà, il est fréquent d'avoir à notifier dans plusieurs pays et parfois cela peut aller jusqu'à une vingtaine de notifications. La question se pose également pour le contrôle des investissements et l'on pourrait théoriquement comparer la situation d'aujourd'hui en contrôle des investissements à ce qui se passait il y a trente ans en matière de concentrations. Mais, encore une fois, le contrôle demeure aujourd'hui moins contraignant.

On ne peut pas encore dire avec certitude si cette plus grande simplicité tient à ce que la maturité du contrôle

n'est pas encore atteinte ou si cela tient au domaine lui-même. On observe ainsi qu'en Allemagne, s'agissant des activités qui relèvent de la défense, le système est devenu plus contraignant et ressemble plus à ce que l'on connaît en matière de concentrations.

Par ailleurs, la différence d'approche tient aussi à ce que le contrôle s'attache ici essentiellement à la cible, alors que le contrôle des concentrations prête plus d'attention à l'investisseur.

Enfin, les conséquences du contrôle des investissements sur l'opération ne sont pas les mêmes. Les interdictions sont très rares. Nous ne sommes pas en présence d'une alternative qui opposerait l'acceptation pure et simple à un refus du principe même de l'opération. Surtout, les remèdes aux difficultés éventuelles sont plus faciles à mettre en œuvre qu'en matière de concurrence car elles sont d'ordre comportemental. Par exemple, il est plus simple d'accepter le principe d'une Hell or High Water clause (sur ce point, v. égal. infra) car on peut raisonnablement penser que les exigences de la lettre d'engagements ont moins de chances d'être très pénalisantes qu'en matière de concurrence.

***L'absence de doctrine formalisée et de lignes directrices officielles vous gênent-elle dans l'accompagnement des investisseurs ?***

Non, tout au moins pour les cibles qui sont moyennement stratégiques. Les avocats expérimentés n'ont pas de mal à donner de la prévisibilité à leurs clients investisseurs ; on peut faire en sorte qu'ils n'aient jamais de mauvaise surprise.

Les investisseurs sont par ailleurs généralement assez à l'aise avec les engagements édictés dans les lettres d'engagements, qui comme nous l'avons dit sont plutôt standardisées et ne sont pas très volumineuses (de l'ordre de cinq ou six pages).

Contrairement à ce qu'on pourrait croire, le développement du dispositif français n'a pas accru l'inquiétude des investisseurs expérimentés. Le contrôle s'est renforcé, mais il s'est aussi professionnalisé. Les investisseurs étrangers qui viennent en Europe comprennent parfaitement qu'un tel dispositif existe et dans l'immense majorité des cas une explication suffit à lever les interrogations résiduelles.

Il faut se méfier du sentiment nourri par quelques très rares affaires médiatiques qui ne sont pas représentatives de la réalité d'ensemble. En outre, les décisions n'étant pas publiées, on ne prête pas attention aux accords donnés et on ne connaît finalement que les affaires négatives dont on a l'écho par la presse. Enfin, plus de cinquante pour cent des affaires contrôlées ne concernent pas le cœur de ce que l'on considère naturellement comme stratégique. Un contrôle aussi largement exercé, sur des matières qui ne relèvent pas de l'ultra stratégique, conduit mécaniquement à plus d'autorisations assorties d'engagements qu'à des refus.

Au fond, dans le domaine très stratégique, le dispositif français n'a pas d'autre but que de permettre au ministre

d'être à la table des négociations. Le seul véritable risque est de vouloir l'ignorer. Dès lors qu'il est pris en considération de manière normale, Bercy se montre pragmatique, précis et professionnel. Il n'est pas question pour les services de Bercy de faire de la politique industrielle sourcilleuse. Par exemple, ce n'est pas parce qu'un investissement vient de Chine qu'il est mal accueilli par principe.

Les textes créent essentiellement un garde-fou afin d'éviter un problème majeur. Les investisseurs l'ont bien compris.

***Est-il facile de savoir si une opération va tomber dans le champ d'application du dispositif français ? Quels sont les éléments déterminants ?***

L'appréciation de ce qui est stratégique est à géométrie variable et très dépendant du contexte. Il y a ne serait-ce que deux ans, personne n'aurait imaginé que la production de gel hydro-alcoolique serait stratégique un jour.

A côté de la défense et de la sécurité, on observe une remontée des secteurs de la santé, des télécoms, de l'IA. La notion d'OIV (opérateurs d'importance vitale) permet de faire rentrer de très nombreuses activités ou opérations dans le champ du contrôle. On peut penser que les activités liées au stockage de données vont devenir également très sensibles.

Plus spécifiquement, le Trésor poursuit un double objectif. Il s'attache à garder en France un certain nombre d'activités (les centres de décisions pour garantir la continuité de l'activité concernée) et à être informé des évolutions majeures affectant la société concernée. Lorsque l'entreprise dispose d'informations sensibles sur le plan stratégique, il s'assure aussi que la confidentialité de ces informations sera préservée.

Mais il faut garder à l'esprit que l'activité sensible qui est ciblée par le contrôle est en réalité souvent limitée par rapport à l'ensemble des activités de l'entreprise. Tous les engagements qui devront être pris seront liés à l'activité stratégique, au personnel et aux moyens matériels qui lui sont attachés (les capacités sensibles) et qu'il s'agit de maintenir sur le territoire national. Les autres activités ne sont normalement pas affectées.

Par ailleurs, la situation est appréciée à un instant T ; c'est l'existant qui est protégé. Le contrôle n'embrasse pas le futur. On ne peut pas, par exemple, interdire des investissements dans d'autres pays à l'avenir.

La situation est parfois apparemment ambiguë quand le secteur est stratégique mais qu'il n'en reste pas grand-chose en France. Par exemple, il est possible que seule une fonction commerciale ait été laissée en place, sans pouvoir décisionnel. La désindustrialisation a créé ce genre de situations. Les syndicats peuvent être tentés d'utiliser le contrôle pour protéger l'emploi. Il est alors nécessaire de démontrer que la réglementation n'a pas vocation à s'appliquer compte tenu de la nature effective des activités

présentes sur le sol français. Il faudra examiner l'impact en ce domaine du dispositif européen car désormais Bercy a l'obligation d'identifier des actifs localisés à l'étranger (dans des pays qui n'ont pas de mécanisme de contrôle), qui pourraient avoir une importance stratégique pour la France.

Les informations détenues par la cible peuvent être déterminantes. Par exemple, si la cible détient des informations en lien avec des contrats noués avec le ministère de la défense, son système d'information risque d'être intégré dans le système d'une entreprise étrangère. Ce risque est présent lorsque l'investisseur est un industriel, mais en général n'existe pas lorsque l'investisseur est un fonds. C'est l'une des rares situations qui peuvent conduire à un traitement différencié entre fonds et investisseurs industriels. Mais de manière générale il n'y a pas de différence de traitement fondée sur la nature de l'investisseur. Encore une fois la démarche de Bercy est pragmatique. Tout dépend du risque présent dans la situation examinée.

***Au cours de la phase préliminaire, est-il simple d'anticiper le contrôle ? La procédure de rescrit (la consultation anticipée de Bercy) répond-elle à un réel besoin de la pratique ?***

Il faut distinguer selon que l'on se place du côté du vendeur ou de l'acquéreur.

S'agissant du vendeur, il faut encore distinguer selon que l'actif a déjà été vendu ou non. S'il s'agit d'un actif qui a déjà fait l'objet d'une transaction, il est souvent plus simple de savoir s'il entre dans le champ du contrôle ou non.

En revanche, s'il s'agit d'un actif détenu par le vendeur depuis longtemps, la cession soulève plus de questions. La difficulté est anticipée avant même le SPA et est traitée au moyen de conditions suspensives.

La possibilité de consulter en amont le ministre (demande de rescrit) est peu utilisée dans les faits car le délai théorique de réponse rend cette procédure peu attractive (même si la réponse est parfois beaucoup plus rapide en pratique). En théorie, le temps de réaction de l'administration peut être pratiquement aussi long que pour une demande d'autorisation, et l'on n'a pas de garantie qu'il sera plus court en pratique. En outre, Bercy attend un projet précis pour pouvoir se prononcer. Au mieux ce dispositif est utile lorsque l'on sait déjà que l'opération sort du champ du contrôle et que l'on veut simplement un confort total, une confirmation. Dans ce cas, cela peut être intéressant. Mais il faut alors être très sûr de soi, car cela peut éveiller artificiellement un soupçon qui n'a pas lieu d'être et conduire à une perte de temps.

En outre, une systématisation des demandes en amont, un pre-screening, pourrait conduire à élargir artificiellement le champ d'application du dispositif. L'administration pourrait être tentée de mettre de plus en plus de choses dans le champ du contrôle.

Enfin, il ne faut pas oublier à cet égard que Bercy est un « guichet » et que les ministres de tutelle concernés par l'opération interviennent dans la discussion. Les difficultés peuvent venir de ces ministères qui peuvent avoir une vision très extensive de ce qu'il faut protéger. Or Bercy n'a pas toujours le dernier mot. A minima, cela conduit à une discussion qui rend les choses plus incertaines.

Pour que la procédure de rescrit soit intéressante et attractive, il faudrait qu'elle procure un avantage procédural (lequel reste à trouver) susceptible de jouer de manière automatique. Aujourd'hui cela peut au mieux se négocier au cas par cas. En réalité, en cas de doute, il est souvent plus simple de déposer une notification.

Surtout, plus Bercy se montre pragmatique et professionnel au fil du temps, plus il est naturel de déposer spontanément une demande d'autorisation et moins les autorités peuvent craindre que les investisseurs dissimulent des opérations qui auraient dues être déclarées. Cela peut sembler paradoxal, mais c'est précisément le pragmatisme de Bercy qui renforce la sécurité juridique, contrairement à ce que le pragmatisme fait craindre en matière de contrôle des concentrations. Les services de Bercy jouent un rôle modérateur, un rôle d'homogénéisation.

***Quelle influence la perspective d'un contrôle exerce-t-elle sur la procédure ?***

L'existence du contrôle n'influence pas le choix de la procédure de vente (enchères/gré à gré). En revanche, cela peut limiter les chances de candidats qui seraient plus à risque. La sélection des candidats acquéreurs est toutefois moins sensible qu'en matière de contrôle des concentrations.

Là encore, il ne faut pas juger du dispositif de contrôle à la lumière des opérations les plus médiatiques, qui représentent une très faible part des contrôles. Le très stratégique et médiatique représente un ou deux dossiers par an. S'il s'agit d'une industrie liée à la défense par exemple (ou le transport, l'eau, la santé, ...), l'acquéreur a intérêt à mettre en place une véritable stratégie de communication pour expliquer qu'il n'y a pas de difficultés. Les conseils en communication peuvent y jouer un rôle. Les engagements qui accompagnent l'autorisation seront alors souvent très lourds pour l'acquéreur. La négociation peut alors être longue et donner prise à la médiatisation. Toute démarche proactive des investisseurs, lesquels sont de plus en plus spontanément prêts à le faire, sera bien vue par les autorités publiques. Il ne faut surtout pas mettre ces autorités devant le fait accompli (par presse notamment). Cela peut entraîner une prise de parole publique sur laquelle le ministre ne pourra pas revenir.

Les opérations moins stratégiques ne posent généralement pas de problèmes de délais, car les délais du contrôle des concentrations, qui sont en principe plus long, absorbent ceux du contrôle des investissements. Mais comme nous



l'avons dit le propos peut être parfois nuancé, notamment en Allemagne, lorsque l'activité touche à la défense par exemple. Alors que la procédure en matière de concentration tend à être rapide, la procédure relative aux investissements étrangers peut être plus longue qu'ailleurs et surtout plus longue que celle du contrôle des concentrations.

Les avocats ne sont pas naturellement appelés à communiquer. Les sujets de communications sont essentiellement politiques en plus d'être rares.

***Sur qui pèse le risque attaché au contrôle des investissements ? Le vendeur peut-il et en pratique chercher à faciliter les choses ?***

L'anticipation du contrôle et d'éventuelles exigences de l'Etat relève de la responsabilité de l'acquéreur. C'est à lui qu'il appartient d'aller au-delà des informations publiques et de pousser ses investigations dans le cadre des sessions de Q&A par des questions très précises.

Si l'on met de côté de très rares exceptions, le vendeur n'a pas à anticiper le risque de contrôle par exemple, via des vendor due diligence. C'est l'acquéreur qui doit mener l'analyse et supporter l'intégralité du risque et des coûts à cet égard. Il est vrai que cela rend la tâche difficile car la sensibilité de l'opération est déterminée par des éléments, des informations, qui ne sont pas nécessairement publics.

En outre cela dépend aussi de son intégration dans le groupe de l'acquéreur. L'acquéreur est contraint d'être très vigilant relativement à l'intégration de la cible. En effet, la lettre d'engagements arrive après la signature du SPA et son contenu peut théoriquement remettre en cause l'intégration ou ses modalités. L'anticipation est donc cruciale. Les engagements peuvent interdire de fermer ou restructurer un site, limiter les cessions envisagées initialement à partir de la cible, et peut rigidifier le management post-closing. Cela peut en effet priver l'acquéreur d'agilité. Mais cela reste rare.

La position des vendeurs est rendue relativement confortable par le fait que, les engagements éventuels étant plutôt faciles à anticiper, ils peuvent encore plus aisément qu'en matière de concentration exiger des candidats acquéreurs qu'ils acceptent une « Hell or High Water clause ». Cette clause, en matière de concurrence, est très discriminante pour les candidats acquéreurs. Y consentir est dangereux et la refuser fait courir le risque de perdre toute chance d'être retenu. Ce n'est pas aussi difficile en matière d'investissements étrangers. Il est en effet possible pour les conseils de décrire précisément ce que pourrait être le pire scénario de sorte que la décision s'en trouve facilitée.

Les conditions suspensives sont relativement classiques. Tout au plus faut-il veiller à les accompagner d'obligations de coopérations très complètes de la cible car on est encore plus dépendant de la cible que pour le contrôle des concentrations.

***Quelle attitude l'investisseur doit-il adopter lorsque l'opération est susceptible de déclencher des contrôles dans différents pays ?***

En matière de concentrations on est souvent en présence d'un guichet unique à l'échelle européenne. Pourtant, sur des sujets sensibles, et même en cas de guichet unique, il n'est pas rare de consulter directement les Autorités de concurrence des Etats membres concernés pour échanger. On peut tout à fait envisager la même chose pour le contrôle des investissements étrangers. En effet, même si l'on pense que l'opération ne pose pas de difficultés en France, il est par exemple possible qu'elle soulève des questions dans un autre Etat membre, lequel demandera des informations à Bercy. Si rien n'a été anticipé par l'acquéreur en France, Bercy n'aura pas les réponses et devra les obtenir après coup, ce qui conduira à une perte de temps. On peut donc avoir intérêt à « déminer » en adoptant une démarche plus transparente, ou proactive.

***Quelles difficultés pose la question de la complétude du dossier ?***

Les délais ne commencent à courir que lorsque le dossier est complet. Or, les autorités peuvent mettre du temps à examiner le dossier et à répondre et posent leurs questions de manière étalée dans le temps. On peut regretter une certaine perte de temps. Mais elles acceptent de donner des lettres de complétude et on a plus de visibilité depuis qu'un arrêté a un peu précisé les choses.

La difficulté vient souvent de ce que la structure d'acquisition et la structure de l'acquéreur sont complexes. On peut alors passer beaucoup de temps à discuter de ce que Bercy demande et ce que le client accepte de donner.

***Y a-t-il des activités qui peuvent sortir du champ d'application ?***

A priori cela est possible. Le gel hydro-alcoolique par exemple ne devrait plus être compté parmi les domaines sensibles après la crise sanitaire. Mais on peut également raisonnablement penser qu'il y aura un certain effet cliquet. Il est difficile pour une administration de revenir en arrière.

En outre, la crise sanitaire a servi de révélateur dans l'esprit du public autant que dans celui des décideurs. Plus systématiquement la question est soulevée : qu'est-ce qu'il se passerait en cas de pénurie ? En cas de doute on peut être tenté de maintenir l'activité dans le champ du contrôle, par précaution. Le stratégique est devenu quelque chose de très diffus.

***Y a-t-il beaucoup de contentieux ?***

Très peu. Il y a un arrêt du Conseil d'Etat, découlant d'une contestation d'une autorisation. Mais au-delà de cette exception il n'y a quasiment rien. Le contrôle du juge est très restreint et cela rend l'option contentieuse peu intéressante. La question du choix du secteur donne peu de prise au juge.