

# MAÎTRISER L'ALÉA INSTITUTIONNEL DANS LE M&A DES SECTEURS STRATÉGIQUES : UN INCONTOURNABLE



*par Pascal Dupeyrat,  
lobbyiste spécialiste des secteurs stratégiques,  
cabinet RELIANS*

**Relians**

ARCHITECTURE INSTITUTIONNELLE  
DES OPÉRATIONS STRATÉGIQUES

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

Quelle est la valeur d'un actif qu'il devient impossible de vendre ou que l'on ne sait plus acheter ? Telle est la question posée par la présence de l'État dans des opérations de fusions-acquisitions impliquant des secteurs stratégiques. Cette question est plus que d'actualité dans les opérations transfrontalières soumises au contrôle des investissements étrangers en France (IEF) prévu à l'article L.151-3 du Code monétaire et financier, c'est-à-dire celles où l'État dispose d'un pouvoir d'approbation, de modification ou de refus de l'opération.

En s'invitant à la table des négociations des opérations M&A, l'État a fait de la question du filtrage des investissements étrangers un enjeu aussi, voire plus important, que le contrôle des concentrations ou que la compliance. En effet, là où les praticiens se préoccupaient principalement de l'aval des autorités en matière de contrôle des concentrations (antitrust) pour ce qui touchait aux accords de tiers aux opérations, le nouveau marché du contrôle de sécurité nationale impose désormais de s'enquérir de l'aval des pouvoirs publics. D'autant que l'État veut être associé le plus en amont possible à toutes les options envisagées par le vendeur ou la cible ; et ainsi rentrer dans le jeu.

## L'ALÉA INSTITUTIONNEL AFFECTE LA VALEUR DE L'ACTIF STRATÉGIQUE

Du fait de la présence de l'État à la table des négociations, les parties à un investissement étranger dans un secteur stratégique vont rencontrer un aléa institutionnel qui affecte la valeur de l'actif. Cet aléa est de triple nature.

Un aléa de nature réglementaire tout d'abord, l'État disposant de la possibilité de changer sa réglementation rapidement, comme par exemple de rapatrier par un simple arrêté ministériel une technologie sensible dans le champ des secteurs stratégiques. C'est ce qu'il a fait le 28 avril 2020 en soumettant du jour au lendemain les biotechnologies au champ du contrôle IEF. Il peut également modifier les seuils de déclenchement du contrôle comme avec le décret du 22 juillet 2020<sup>1</sup> qui abaissait le seuil pour 2020 et 2021 à 10% pour les sociétés cotées. En quelque sorte, l'État a tout loisir d'agrandir la taille du filet et d'en resserrer les mailles. Ces aléas réglementaires sont typiquement de nature à impacter une opération, pendant sa structuration comme sa réalisation.

<sup>1</sup> Décret n° 2020-892 du 22 juillet 2020 modifié par le décret n° 2020-1729 du 28 décembre 2020.

Un aléa de nature interministérielle ensuite. Si le ministère de l'Économie est la porte d'entrée des demandes d'autorisations, le processus d'instruction fait aussi appel à différentes administrations. Cette interministérialité crée autant de rapports de force et de négociations qu'il convient d'appréhender. Ce fut le cas dans la désormais emblématique cession de Photonis en 2020 où la négociation avec le ministère de l'Économie ne révélait pas la réalité des oppositions manifestées par le ministère des Armées. Pour les vendeurs cette situation a fermé le marché et contrecarré leur stratégie de valorisation. Ainsi, la moins-value entre le prix proposé par Teledyne et celui du repreneur finalement autorisé par l'État s'est élevée à 130 millions d'euros. Il est donc tout à fait possible de mesurer l'impact de cet aléa sur la valorisation d'une opération.

Un aléa de nature politique enfin. Il est indéniable que du côté des pouvoirs publics, la protection des actifs stratégiques est devenue un enjeu de premier plan. Le Parlement s'est saisi de la question en 2018 avec la Commission d'enquête parlementaire sur la protection des fleurons industriels. Il a depuis demandé à de nombreuses reprises un contrôle plus strict des autorisations délivrées et des engagements pris par l'investisseur. S'agissant du rachat de Carrefour par Couche-Tard, le ministre de l'Économie n'a même pas fait semblant de laisser une chance au dossier en annonçant que celui-ci serait refusé pour des motifs de sécurité alimentaire. À un an d'une élection présidentielle et en pleine crise sanitaire, le ministre s'est fort opportunément débarrassé d'une opération éminemment symbolique. En raison du profil de l'acheteur, un bien n'est pas achetable du fait de l'intervention de l'État qui le rend illiquide. Mais au final, c'est bien la valeur d'un actif stratégique qui se joue.

Toutefois, l'aléa institutionnel ne joue pas qu'en moins-value pour les parties. Il peut être renversé à leur profit et offrir une opportunité de valorisation de l'actif en jeu. Ainsi dans une offre ou plusieurs compétiteurs s'affrontent, il est possible de valoriser la présence d'un secteur stratégique et de favoriser la recherche d'alliances dans laquelle l'État sera partie prenante comme actionnaire, facilitateur ou intermédiaire. Avoir l'État autour de la table n'est donc pas en soi ou toujours un problème. En présence d'un actif stratégique, très sollicité sur un marché, la réticence de l'État à sa vente pourrait causer une relution de sa valeur. Dans cette configuration, l'indisponibilité de l'actif pourrait être utilisé comme effet de levier.

Dans une opération soumise au contrôle des investissements étrangers, un risque de liquidité supplémentaire pèse sur l'actif cible ; le pricing devient alors une difficulté supplémentaire. La valeur de l'actif sur le marché dépendra

donc directement de l'appréhension de la dimension institutionnelle par les parties et des négociations avec les autorités gouvernementales.

## L'ALÉA INSTITUTIONNEL SE MAÎTRISE SUR PLUSIEURS TEMPS

La question de la présence autour de la table de l'État étant désormais centrale, celle de son traitement l'est plus encore. À quel moment, et surtout selon quelles modalités, faut-il maîtriser l'aléa institutionnel ?

Idéalement, l'aléa institutionnel se traite lors de la structuration de l'opération avec le même degré d'importance que la construction financière, juridique et opérationnelle de la transaction. Cette « due diligence institutionnelle », immédiatement et à long terme, doit être totalement assimilée afin que l'opération soit acceptable par tous, mais surtout des pouvoirs publics. Ce diagnostic stratégique et institutionnel doit également être conduit pour structurer l'opération quand viendra le moment de la cession de l'actif ou de l'entreprise stratégique. Il conviendra donc de le mener le plus en amont possible de l'opération afin de ne pas explorer des pistes de cession sans issues au regard de ce que l'État est en mesure ou non d'admettre.

L'aléa institutionnel se traite aussi lors de la négociation de l'opération avec les pouvoirs publics. Dans la procédure IEF, cette négociation est encouragée pour avis avant le dépôt de la demande et bien plus encore pendant toute la phase d'instruction. Cette négociation est essentielle pour assurer non seulement le succès de la transaction, mais surtout préserver la valeur de l'actif, de la technologie ou de l'entreprise visée. Il faut éviter toute demande de l'État qui viendrait à dénaturer l'opération elle-même. Elle requiert une expertise spécifique et tactique, en concertation avec les autres conseils. Le dialogue étroit avec les pouvoirs publics permet seul d'en assurer la sécurité et la pérennité.

L'aléa institutionnel se traite aussi parallèlement à l'opération elle-même. Dès lors que l'opération amène l'état autour de la table, elle importe avec lui l'ensemble des règles relatives au fonctionnement des pouvoirs publics. Ici, et en résumé, l'interministérielle et le contrôle parlementaire. Ce n'est en effet pas parce que l'État est présent qu'il offre un seul visage. Dans la procédure IEF, ce visage est celui du bureau des investissements étrangers (Multicom 4), mais en réalité celui-ci est plus le reflet des positions des différents départements ministériels dont il coordonne la position. Il faut donc être capable de traiter le moindre intervenant dans la chaîne de décision qui aboutira à la position finale de l'État dans la négociation. Dans le cas de Photonis, il faudra retenir pour l'avenir qu'en dépit des conditions mises par Bercy à la reprise par

Téledyne, c'est bien la position du ministère sectoriel compétent qui l'a emporté, en l'espèce le ministère des Armées.

L'aléa institutionnel se traite enfin postérieurement, une fois l'autorisation délivrée et les engagements de l'investisseur étranger à concrétiser. Ces engagements font ainsi de plus en plus l'objet d'attention du Parlement qui, indépendamment des pouvoirs de contrôles prévus dans la procédure IEF et de son article L.151-7 du CMF, exerce sur le ministre et le gouvernement qui les a pris les missions de contrôles constitutionnellement dévolues au pouvoir législatif. Il n'est donc pas rare de voir une opération soumise a posteriori à la surveillance d'une mission d'information, voire d'une Commission d'enquête parlementaire, comme se furent le cas des plus emblématiques opérations impliquant une procédure IEF, (Alstom-GE, Alcatel-Nokia, etc.). La logique veut que dans l'avenir les engagements pris par l'investisseur étranger auprès des pouvoirs publics fassent l'objet d'une attention particulière. Sans compter le risque qu'une alternance politique vienne fragiliser les motivations du Gouvernement ayant précédemment autorisé une opération.

### **L'ALÉA INSTITUTIONNEL DOIT ÊTRE MAITRISÉ POUR SÉCURISER L'OPÉRATION**

En réalité, dès lors que les parties à l'opération comprennent que l'État est présent autour de la table des négociations, l'aléa institutionnel fait peser un risque non seulement sur la faisabilité de l'opération, mais plus largement sur sa sécurité.

En maîtrisant l'aléa institutionnel et en le traitant pertinemment à chaque étape, c'est bien la sécurisation de l'opération qui se joue. Cette maîtrise vise notamment à ce que l'opération soit pérenne, c'est-à-dire qu'elle offre toutes les garanties pour que l'État ne puisse considérer que des manœuvres de contournement ont été utilisées pour porter atteinte aux intérêts essentiels de la Nation.

Une telle situation conduirait inmanquablement à la révision de l'opération, voire au désinvestissement de celle-ci.

A ce titre, un des enjeux consiste aussi à respecter la législation sur la transparence de la vie publique et les obligations déclaratives auprès de la HATVP<sup>2</sup>. Beaucoup d'acteurs s'affranchissent de leurs obligations de transparence en se réfugiant derrière les textes, feignant d'oublier que de telles pratiques sont perçues comme des manœuvres de contournement. Autant d'arguments qui plaideront à charge contre l'investisseur et la réputation de ses conseils en cas de contrôle a posteriori.

L'aléa institutionnel fait ainsi peser sur la cible, le risque de voir augmenter ou diminuer l'écart entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché. Sa maîtrise n'est donc plus une simple question théorique, voire un sujet d'agacement pour des acteurs rompus aux pratiques des trente dernières années ; elle est désormais un aspect clé du M&A dans les secteurs stratégiques. Elle est au cœur de la structuration de l'opération comme de la valorisation de l'actif.

Finie donc la situation où les pouvoirs publics avalaient des opérations ficelées de telle sorte qu'ils n'aient qu'à valider, déplorer ou subir. Pour les acteurs d'opérations de fusions-acquisitions, il faut désormais intégrer l'aléa institutionnel dès les due diligences, le traiter en amont et pendant l'opération sans oublier le moindre intervenant, au gouvernement, dans l'administration comme au Parlement.

Les acteurs du M&A qui avaient perdu l'habitude de parler aux pouvoirs publics dans leurs transactions vont devoir intégrer cette impérieuse dimension institutionnelle, sauf à faire échouer leurs opérations. C'est un tournant majeur dans la pratique des fusions-acquisitions des secteurs stratégiques pour la décennie qui s'ouvre.

<sup>2</sup> Haute Autorité pour la transparence de la vie publique auprès de laquelle les entrées en communications avec un décideur public aux fins d'influence sur une décision publique doivent être enregistrées sur un registre des représentants d'intérêts.

\* Article réalisé avec le concours de Kassio Akel da Silva, étudiant du Mastère spécialisé Droit et Management International à ESCP Business School.