

AVIS D'EXPERT



PASCAL BINE
AVOCAT ASSOCIÉ,
SKADDEN ARPS

Le renforcement des contraintes réglementaires impacte de plus en plus la négociation et la réalisation des opérations de M & A internationales.

Quand le renforcement des contraintes réglementaires vient impacter les M & A internationales

Les contraintes réglementaires dans le cadre des opérations de M & A internationales se sont fortement développées ces dernières années. Elles résultent de deux catégories de réglementations : celles qui régissent le changement de contrôle de la cible (contrôle des concentrations, contrôle de l'actionnariat des entreprises réglementées, et réglementation des investissements étrangers) et celles qui s'appliquent dans le cadre de l'activité des sociétés participantes, indépendamment du processus M & A, mais qui peuvent avoir un impact important sur les risques associés à l'opération.

La « sécurité nationale »

L'une des tendances de fond, s'agissant de la première catégorie de réglementations, concerne le renforcement du contrôle des investissements étrangers à travers le monde. Les principales puissances économiques se sont dotées d'une réglementation des investissements étrangers, qu'elles ont pour la plupart renforcé ces dernières années. La tendance est structurelle et concerne autant les pays à tradition libérale (Etats-Unis, Canada, France, Australie, etc.) que les pays où l'Etat occupe une place prépondérante dans l'économie (Chine, Russie).

La multiplication des réglementations d'investissements étrangers s'accompagne d'un élargissement des objectifs du contrôle. La mission de base consiste à protéger les intérêts de la nation en matière de défense et de sécurité nationale et d'ordre public. L'attention des autorités se porte aujourd'hui de plus en plus sur des sujets de sécurité économique et technologique : la protection des infrastructures essentielles, des technologies sensibles et des secteurs stratégiques et les questions de cyber-sécurité. Ces préoccupations sont au cœur du concept de « sécurité nationale » et du contrôle opéré par le CFIUS (*Committee on Foreign*

Investments in the United States) aux Etats-Unis. La France s'est orientée dans cette voie avec la publication du décret Montebourg en mai 2014, qui a élargi la réglementation française des investissements étrangers à la protection des secteurs stratégiques (eau, énergie, transports, communications électroniques et santé publique), et la mise en place d'un commissaire à l'information stratégique et à la sécurité économiques (CISSE) en janvier 2016. D'autres pays, comme le Royaume-Uni et l'Allemagne, ont récemment annoncé vouloir s'engager dans la même voie.

Dispositifs anti-corruption

Le renforcement des contraintes issues des législations en matière de lutte contre la corruption et des programmes de sanctions économiques constitue l'autre évolution notable à laquelle sont confrontés les sociétés et leurs dirigeants. La France vient d'adopter une nouvelle législation anti-corruption (« loi Sapin II »), inspirée du droit anglo-saxon (*FCPA* américain et *UK Bribery Act*), et qui permet de poursuivre des faits de corruption en France mais également à l'étranger. Parallèlement au renforcement des normes, on assiste à une multiplication des procédures d'enquête pour non-respect des règles anti-corruption et des programmes de sanctions à l'initiative des autorités administratives et pénales américaines (notamment l'*OFAC* (*Office of Foreign Assets Control*) et le *Department of Justice*). La tendance est claire : politique de mise en œuvre agressive, application extraterritoriale des règles américaines, accroissement significatif du montant des amendes et mise en cause des personnes physiques responsables au sein des sociétés concernées. Le Royaume-Uni envisage également l'application d'amendes très significatives par l'*OFSI* (*Office of Financial Sanctions Implementation*) en cas de non-respect des régimes de sanctions. Seul point d'interrogation aujourd'hui : la position que

prendra l'administration Trump envers des pays comme l'Iran, Cuba et la Russie et l'impact que cela pourrait avoir sur les régimes de sanctions américains et européens.

Le risque de non-conformité

Les contraintes réglementaires soulèvent, en premier lieu, des questions de « due diligence » sur les risques associés au niveau de la cible, notamment : l'impact du changement de contrôle sur les autorisations administratives en cours et le risque de non-conformité aux réglementations applicables. Ce dernier est devenu un sujet essentiel dans les opérations de M & A internationales. La responsabilité d'un acquéreur peut être engagée après la réalisation de l'opération pour des actes de corruption au niveau de la société cible, quand bien même ces derniers auraient été commis avant l'acquisition et que l'acquéreur n'en aurait pas eu connaissance. Une telle situation peut avoir un impact très significatif sur la réputation de l'acquéreur et son cours de Bourse (si la société est cotée). Autrefois, les questions de conformité étaient surtout traitées au stade de l'intégration de la cible après la réalisation de l'opération. Aujourd'hui, ces questions sont analysées dans le détail, avec l'assistance de conseils externes, au cours de la phase d'audit précontractuel. Elles font partie des sujets clés qui remontent au conseil d'administration de l'acquéreur avant l'approbation finale de l'opération.

Impact sur le calendrier

Les contraintes réglementaires peuvent, en second lieu, affecter le calendrier de réalisation de l'opération (cf. le rapprochement Holcim/Lafarge). Lorsque la cible est une société cotée française et que l'opération prend la forme d'une offre publique, la réglementation boursière exige que toutes les autorisations administratives préalables requises par la législation en vigueur aient été obtenues avant l'ouverture de l'offre (article 231-32 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers [« RGAMF »]), à l'exception des autorisations au titre du contrôle des concentrations à l'échelon de l'Union européenne ou d'un Etat membre de l'Espace économique européen ou aux Etats-Unis (l'initiateur pouvant choisir de conditionner son offre à l'obtention de ces autorisations selon les termes de l'article 231-11 du RGAMF). Or, dans beaucoup d'opérations, plus le calendrier s'allonge, plus l'opération est à risque. C'est le cas notamment dans les fusions entre égaux, en cas d'évolution divergente du cours de Bourse des sociétés participantes après l'annonce de l'opération, qui peut conduire les parties, dans certains cas, à renégocier les termes financiers du rapprochement.

En ce qui concerne, en dernier lieu, la documentation contractuelle et le processus de négociation, les contraintes réglementaires soulèvent prin-

cipalement deux sujets. Le premier concerne le niveau de confort que l'acquéreur souhaite obtenir de la part du vendeur sur la conformité de la cible à ses obligations réglementaires, notamment si des risques de non-conformité ont été identifiés au cours de l'audit d'acquisition (déclarations et garanties du vendeur, ajustement du prix, engagement d'indemnisation spécifique, collaboration post-réalisation, etc.). Le second concerne la répartition entre l'acquéreur et le vendeur du risque lié à l'obtention des autorisations réglementaires requises pour la réalisation de l'opération (contrôle des concentrations et investissements étrangers) : est-ce que l'acquéreur s'oblige à prendre tous les engagements nécessaires (mesures de remédiation, etc.) afin d'obtenir ces autorisations (clause dite de « *hell or high water* ») ou non ? Est-ce qu'il peut se soustraire à son obligation de faire ses meilleurs efforts pour obtenir les autorisations administratives moyennant le versement d'une indemnité de rupture (*reverse break up fees*) ? Si oui, pour quel montant ? Les clauses du contrat d'acquisition sur ces deux points varient fortement selon que la dynamique de l'opération joue en faveur du vendeur (exemple des processus d'*open bid*) ou de l'acquéreur.

La gestion des contraintes

Compte tenu de l'importance des contraintes réglementaires et de l'impact qu'elles peuvent avoir sur une opération de M & A, il est essentiel pour les parties et leurs conseils respectifs de se préparer le plus en amont possible, d'anticiper les problèmes, de prendre contact avec les autorités concernées le plus tôt possible et d'adopter une approche institutionnelle à l'égard de ces dernières. // PASCAL BINE, SKADDEN ARPS

Le rapprochement entre Nokia et Alcatel-Lucent

Les contraintes réglementaires dans le rapprochement entre Nokia et Alcatel-Lucent étaient importantes. La réalisation de l'opération était soumise à l'obtention de quinze autorisations réglementaires : neuf au titre du contrôle des concentrations (y compris à l'échelon européen et aux Etats-Unis), deux au titre du contrôle des investissements étrangers aux Etats-Unis et en France, et quatre en vertu de la réglementation bancaire et financière en France, au Luxembourg et aux Etats-Unis (le groupe Alcatel-Lucent comprenant trois filiales dans le domaine de l'assurance et de la réassurance situées au Luxembourg et aux Etats-Unis, et un établissement de crédit situé en France).