

Les réformes en matière de contrôle des investissements étrangers et leurs impacts sur les opérations de M&A internationales

Les réformes en matière de contrôle des investissements étrangers se sont multipliées au cours des derniers mois. L'Allemagne¹ et l'Italie² ont renforcé leurs dispositifs respectivement en juillet et en décembre 2017. Aux Etats-Unis, le Congrès a adopté, le 1^{er} août 2018, le FIRRMA (Foreign Investment Risk Review Modernization Act³) qui étend le champ du contrôle du CFIUS et renforce ses pouvoirs et moyens d'action. En France, l'article 55 du projet de loi Pacte⁴ prévoit de renforcer les pouvoirs d'injonction du ministre de l'Economie et les sanctions applicables dans le cadre du contrôle des investissements étrangers. Au Royaume-Uni, le gouvernement a présenté, en juillet dernier, un projet visant à mettre en place un mécanisme de contrôle des investissements étrangers sur le terrain de la sécurité nationale⁵.



Pascal Bine, avocat associé, Skadden

A côté de ces initiatives nationales, la Commission européenne a rendu public, le 14 septembre 2017, un projet de règlement visant à mettre en place un cadre juridique commun et un mécanisme de coopération entre les Etats membres en matière de contrôle des investissements étrangers au sein de l'Union européenne⁶. Ce projet de règlement est en cours de finalisation dans le cadre d'un processus de discussion tripartite entre la Commission, le Parlement européen et les Etats membres représentés au sein du Conseil européen.

Ces réformes reflètent plusieurs tendances de fond en matière de contrôle des investissements étrangers. Ces tendances auront un impact significatif sur les opérations de M&A internationales, qui commence déjà à se faire sentir.

Les tendances de fond en matière de contrôle des investissements étrangers

L'extension du champ d'application du contrôle

L'objectif commun de ces réformes est d'étendre le champ du contrôle aux questions de sécurité économique et technologique, à savoir la protection (1) des infrastructures essentielles (transports, énergie, communications, stockage de données, infrastructures bancaires et financières, installations sensibles, etc.), (2) des technologies clés (intelligence artificielle, robotique, semi-conducteurs, technologies à double usage, technologies nucléaires et de l'espace, cybersécurité, etc.), (3) de l'accès aux ressources essentielles (eau, terre, etc.), et (4) des informations sensibles (les données

personnelles notamment). Ces critères figurent dans la proposition de règlement de la Commission, confirmant ainsi que le contrôle des investissements étrangers peut légitimement s'appuyer sur des considérations de sécurité économique et technologique.

L'allongement de la durée des procédures de revue

En Allemagne, la période de revue des investissements étrangers dans le cadre de la procédure de contrôle non sectoriel est passée de deux à quatre mois. Aux Etats-Unis, le FIRRMA a prolongé la durée globale de la phase d'examen officielle de 90 à 120 jours (et a limité la phase de revue du projet de notification par le CFIUS à 10 jours ouvrés). Il est difficile de dire si le délai de deux mois en France, qui s'applique à compter de la notification complète de la demande d'autorisation au ministère de l'Economie, pourra être maintenu en cas d'adoption du projet de règlement européen, compte tenu des délais prévus pour la mise en œuvre du mécanisme de coopération entre les Etats membres et la Commission européenne.

L'abaissement du seuil de déclenchement du contrôle

Certains pays ont introduit un seuil de déclenchement inférieur au seuil du contrôle, en partant du principe qu'au-delà du contrôle actionnarial, il convient d'appréhender la possibilité pour un investisseur étranger d'exercer une influence sur la conduite des activités concernées ou d'avoir accès à des informations ou des actifs sensibles. L'Allemagne a ainsi fixé le seuil de déclenchement de son dispositif à 25 % du capital ou des droits de vote de la cible et pourrait l'abaisser prochainement en réaction à des opérations récentes de prises de participation minoritaire au capital de sociétés allemandes par des investisseurs chinois.

Aux Etats-Unis, le FIRRMA a étendu la compétence du CFIUS aux investissements minoritaires («non-controlling investments») dans des activités domestiques impliquant des infrastructures essentielles («critical infrastructure»), des technologies clés («critical technologies») ou des données personnelles sensibles de citoyens américains («sensitive personal data of U.S. citizens»). La possibilité d'exercer une «influence significative» sur une entité constitue également un critère de déclenchement du contrôle dans le projet du gouvernement au Royaume-Uni.

Le renforcement des remèdes et des sanctions

C'est le point clé de la réforme du dispositif français dans le projet de loi Pacte. Il s'agit de sanctionner de façon plus efficace le non-respect des engagements pris par l'investisseur étranger lors de la réalisation de l'opération en complétant les sanctions existantes par des remèdes modulables

en fonction de la nature des manquements commis par l'investisseur. Si ce dernier ne respecte pas les conditions de l'autorisation, le ministre de l'Economie aura le pouvoir de retirer l'autorisation (et ce faisant, de rétablir la situation antérieure ou de solliciter une nouvelle autorisation) ou d'enjoindre à l'investisseur de respecter les conditions initiales ou de nouvelles conditions qu'il fixera pour remédier au manquement (y compris la cession de tout ou partie des activités sensibles). Le ministre de l'Economie pourra également restreindre les distributions de dividendes et l'exercice des droits de vote et nommer un administrateur provisoire au niveau de la société française concernée.

L'amélioration du suivi des engagements des investisseurs

Il s'agit de s'assurer du respect par l'investisseur étranger des engagements pris dans le cadre de l'autorisation de l'opération. Cet objectif s'accompagne d'un renforcement des moyens mis à la disposition des autorités compétentes, avec notamment la possibilité de recourir à des experts ou à des auditeurs externes pour effectuer des missions de contrôle.

L'impact sur les opérations de M&A internationales

Les flux de M&A

Le renforcement des mécanismes de contrôle des investissements étrangers est-il susceptible d'affecter le volume global des opérations de M&A et les flux de M&A entrants dans les pays concernés ? Les praticiens s'accordent à dire que non, dès lors que les fondamentaux économiques sont là. L'exemple américain en est la parfaite illustration. Les Etats-Unis bénéficient aujourd'hui d'un niveau d'attractivité économique très important, alors même qu'ils disposent d'un contrôle des investissements étrangers extrêmement élaboré.

L'analyse est différente lorsque le contrôle des investissements étrangers est utilisé comme un instrument de protection contre certains types d'investissements. Plus de la moitié des investissements chinois aux Etats-Unis, qui ont été officiellement soumis au contrôle du CFIUS depuis l'arrivée au pouvoir de Donald Trump, ont ainsi été rejetés.

La structuration de certains investissements

Le FIRRMA remet en cause la structure habituelle des investissements étrangers aux Etats-Unis dans des activités sensibles. Avant la réforme, ces derniers suivaient le plus souvent un processus en deux étapes : un investissement minoritaire inférieur à 10 % des droits de vote de la cible sans représentation au conseil d'administration, pour lequel

aucune notification au CFIUS n'était requise, suivi, dans un second temps, d'un accroissement de la participation au capital et d'une représentation au sein des organes d'administration, sous réserve de l'obtention du feu vert du CFIUS. Le fait de procéder à l'investissement en deux étapes était vu comme une façon de faciliter la réalisation globale de l'opération. L'extension de la compétence du CFIUS aux investissements minoritaires dans certaines activités sensibles remet en cause cette approche.

Les processus d'open bid

Le fait de devoir effectuer une notification et obtenir une autorisation au titre d'une réglementation de contrôle des investissements étrangers peut constituer un lourd handicap pour un investisseur dans le cadre d'une procédure d'open bid. Les vendeurs privilégient la certitude et la capacité de l'acheteur à réaliser l'opération en obtenant toutes les autorisations nécessaires. Les contrats de cession des vendeurs dans ce type d'opérations contiennent généralement des clauses imposant à l'acheteur de prendre tous les engagements nécessaires afin d'obtenir les autorisations réglementaires, y compris en matière de contrôle des investissements étrangers (clauses dites de hell or high water).

Aux Etats-Unis, face aux incertitudes liées à l'obtention du feu vert du CFIUS, des assureurs ont mis au point un produit d'assurance destiné à faciliter la participation de certains investisseurs étrangers aux processus d'open bid américains. La couverture d'assurance garantit le paiement des «reverse break fees» que l'investisseur (s'il est sélectionné) devra acquitter en cas de résiliation de l'opération pour défaut d'obtention des autorisations réglementaires. Le montant de la prime d'assurance dépend du contexte de l'opération et du profil de l'investisseur. Des investisseurs chinois ont récemment eu recours à ce produit dans plusieurs processus d'enchères aux Etats-Unis.

Le calendrier et l'exécution des opérations de M&A

Le renforcement des mécanismes de contrôle des investissements étrangers implique (1) de bien identifier en amont les pays où un contrôle pourrait s'appliquer dans le cadre de l'opération, (2) de prendre contact avec les autorités en amont, lorsque l'opération est sensible, afin d'anticiper les difficultés éventuelles qu'elle pourrait soulever, et (3) de bien intégrer dans le calendrier de réalisation de l'opération l'aléa lié à la durée de la procédure de revue, notamment lorsque l'opération est soumise à plusieurs dispositifs de contrôle des investissements étrangers.

Dans certains cas, la question de savoir si l'opération tombe ou non dans le champ du contrôle peut être incertaine. L'investisseur et ses conseils doivent alors choisir entre (a) notifier, (b) ne pas notifier, et (c) interroger les autorités de façon formelle. La détermination de la bonne option

peut s'avérer délicate dans certaines circonstances. Face à l'extension du champ d'application des réglementations, il est essentiel que les autorités compétentes affichent une doctrine transparente afin de diminuer l'incertitude liée au fait de savoir si telle ou telle opération entre dans le champ du contrôle.

Le traitement des fonds d'investissement

Les autorités en charge du contrôle des investissements étrangers ont, jusqu'ici, considéré que les fonds d'investissement ne posent pas de vrais problèmes au regard de la sécurité nationale, dès lors que le gestionnaire du fonds est une personne domestique. Il est fort probable que cette position va évoluer à l'avenir et que les autorités vont regarder de façon attentive la composition du pool d'investisseurs (limited partners) et chercher à déterminer si la nature des droits consentis à ces derniers est telle qu'elle permet à des investisseurs étrangers d'exercer un contrôle ou une influence sur la gestion du fonds et de ses sociétés de portefeuille. Le législateur américain a d'ores et déjà retenu cette approche dans le FIRRMA.

Les opérations de venture capital

Les praticiens doivent avoir à l'esprit que les opérations de venture capital ou de levées de fonds dans le secteur des hautes technologies peuvent dorénavant être soumises à une procédure de contrôle des investissements étrangers lorsqu'elles aboutissent à conférer à des fonds étrangers un pouvoir de contrôle ou d'influence significative sur un actif ou une activité sensible. ■

1 - Décret du 12 juillet 2017

2 - Décret-loi n° 148/2017 du 16 octobre 2017 et loi n° 172/2017 du 4 décembre 2017.

3 - Foreign Investment Risk Review Modernization Act of 2018 (23 juillet) : <https://www.cbo.gov/system/files?file=2018-07/s2098.pdf> ou <https://www.congress.gov/115/bills/hr5515/BILLS-115hr5515enr.pdf>.

4 - Projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises adopté par l'Assemblée nationale le 9 octobre 2018 (<http://www.assemblee-nationale.fr/15/pdf/ta/ta0179.pdf>) et en cours d'examen en première lecture devant le Sénat. Cf. dossier législatif : <http://www.senat.fr/dossier-legislatif/pjl18-028.html>.

5 - Livre blanc intitulé «Sécurité nationale et investissement» en date du 24 juillet 2018 : https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/728310/20180723_-_National_security_and_investment_-_final_version_for_printing__1_.pdf.

6 - Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil établissant un cadre pour le filtrage des investissements directs étrangers dans l'Union européenne en date du 13 septembre 2017 : <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/FR/COM-2017-487-F1-FR-MAIN-PART-1.PDF>.