

La loi Pacte, à l'épreuve du feu des deals



L'extension de la liste des secteurs protégés entraînera-t-elle une vague de notifications ? Le contrôle pourra-t-il s'étendre à des investissements minoritaires ?

Il y a ce qui est écrit dans la loi. Et la manière dont on l'interprète. La loi Pacte n'a pas encore été adoptée en deuxième lecture, au Sénat, que les observateurs appellent déjà de leurs vœux une clarification de la doctrine de l'Etat sur le contrôle des investissements étrangers. L'enjeu est à la hauteur des implications très concrètes que cette loi aura sur la bonne exécution des transactions. Prenons l'élargissement de la liste des secteurs stratégiques qui capture désormais des technologies aussi vastes que l'intelligence artificielle, le Big Data ou le stockage de données.

Possibilité de demander un rescrit

Le risque n'est-il pas que l'obligation de notification ne s'étende alors à un très grand nombre d'opérations ? « Cette question s'était posée en 2014 avec le décret Montebourg, qui était venu allonger la liste des secteurs sensibles. Dans la mesure où il n'est pas toujours facile de déterminer si une entreprise relève d'un secteur protégé, les investisseurs, et leurs conseils, ont alors pris l'habitude de déposer assez en amont un dossier complet à Bercy. Dossier qui valait également demande de "rescrit" pour savoir si l'investissement envisagé doit être soumis à notification et permettre ainsi de faire courir les délais le plus tôt possible. Cette tendance se confirmera et s'accroîtra évidemment avec la loi Pacte », a expliqué Maxence Bloch, associé du cabinet Goodwin, lors d'une conférence organisée le 14 novembre par *Capital Finance – Les Echos*, en présence du député Olivier Marleix (lire, p. 23). C'est le décret d'application qui viendra détailler la liste de ces fameux secteurs. Il devrait être calibré de sorte à être cohérent avec le projet de règlement européen (où figurent par exemple aussi les médias, les terres agricoles, etc.). « L'Allemagne, qui a adopté, dès l'été 2017, un

dispositif volontariste en matière de contrôle des investissements étrangers va, par exemple, jusqu'à capturer les infrastructures financières et les assuretech, souligne Christophe Digoy, associé de Goodwin. En votant le FIRRMA (Foreign Investment Risk Review Modernization Act), cet été, les Etats-Unis sont allés plus loin en introduisant le concept d'"emerging and foundational technologies". »

Cas des fonds de venture ?

L'autre question qui agite les esprits est celle des seuils à partir desquels la notification d'une opération s'imposera réellement. « La loi Pacte n'a pas fait évoluer les seuils en vigueur (ie, 33,3 % ou 50 %) », explique Maxence Bloch. Mais, au regard des pratiques adoptées ailleurs en Europe, les lignes ne sont peut-être pas aussi figées. « En Allemagne, un seuil de 25 % a été fixé; idem au Royaume-Uni dans le cadre d'un projet en cours de finalisation. Au titre de ce contrôle transitoire, outre-Manche, il a même été décidé d'abaisser de 70 à 1 M€ le niveau de chiffre d'affaires des entreprises concernées, pour trois secteurs : technologies à usage mixte civil et militaire, computing hardware et technologies quantiques », précise Christophe Digoy. Le règlement européen attirera inévitablement l'attention sur les investissements minoritaires en raison du mécanisme d'échanges d'informations entre Etats (lire, p. 23). « Aux Etats-Unis, FIRRMA a étendu la compétence du CFIUS sur la revue des prises de participation minoritaires influentes (au sens de "non controlling, non passive") », poursuit Richard Matheny, associé du bureau de Washington DC de Goodwin. Dans son rapport (lire, p. 22), la Cour des comptes se penche très ouvertement sur les pouvoirs conférés au minoritaire grâce au pacte d'actionnaires.

Quel sort réservé aux fonds ?

Capturer les investissements non majoritaires et inclure les technologies dans la liste à « surveiller » risque de poser problème aux fonds de venture. « Les mécanismes de relution, propres au capital-risque et liés à la non-atteinte de milestones en cours de vie du deal, entraîneront une obligation de notification dès le franchissement de seuil », précise Maxence Bloch. Plus largement, comment le private equity sera-t-il traité dans le cadre du contrôle des investissements étrangers ? « En France, l'analyse se concentre sur la seule société de gestion et ses actionnaires. Aux Etats-Unis, les critères d'examen sont plus larges et concernent également les LPs du fonds. A ce stade, il est difficile de dire si la pratique s'infléchira en ce sens en France », conclut-il. EMMANUELLE DUTEN