

DISTRESSED M&A : LES CONTRAINTES RÉGLEMENTAIRES DES CONTRÔLES DES CONCENTRATIONS ET DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS SONT-ELLES CONCILIAIBLES AVEC L'IMPÉRATIF DE SAUVETAGE DES CIBLES EN DIFFICULTÉ ?

*par Alexandre Koenig, avocat associé responsable de la pratique Restructuring & Insolvency,
Laetitia Ghebali, avocate of counsel en Concurrence & Contrôle des concentrations¹ et
Lauriane Chauvet, avocate collaboratrice en Restructuring & Insolvency,
exerçant au sein du bureau parisien du cabinet Stephenson Harwood LLP*

**STEPHENSON
HARWOOD**



Alexandre Koenig



Laetitia Ghebali



Lauriane Chauvet

¹ Les auteurs tiennent à remercier Jean-Julien Lemonnier, avocat associé responsable du département concurrence en charge de la pratique Ethique Investigations Défense de Stephenson Harwood à Paris, qui intervient dans le cadre des notifications de contrôle des concentrations et des investissements étrangers, pour sa contribution à cet article.

Dans un contexte où le climat des affaires demeure dégradé², du fait notamment de la hausse continue du nombre d'entreprises de taille intermédiaire et de grandes entreprises confrontées à une situation complexe voire de défaillance³, et où les valorisations d'entreprises ont baissé dans plusieurs secteurs ayant jusqu'alors résisté aux crises successives que nous avons traversées au cours des cinq dernières années, on peut s'attendre à ce que le M&A classique, qui a déjà marqué le pas en 2023 et au premier semestre 2024⁴, cède progressivement du terrain à des opérations dites « distressed ».

En France, le distressed M&A peut prendre plusieurs formes, dont les plus courantes sont (a) un rachat de titres conditionné à la restructuration du passif de la cible en difficulté dans le cadre d'une procédure amiable confidentielle de prévention ou d'un plan de restructuration adopté en procédure collective (« *share deal* »), ou (b) le rachat d'une branche d'activité sur un périmètre défini par l'acquéreur dans le cadre d'une opération de *carve out* ou de reprise à la barre du tribunal (« *asset deal* »).

Bien que ces opérations soulèvent des enjeux qui leur sont propres requérant la mise en place de garde-fous opérationnels, financiers et juridiques sur mesure de nature à en limiter les risques, elles n'en demeurent pas moins soumises à un certain nombre de contraintes légales applicables à toute opération de fusion-acquisition, dont l'articulation avec les contraintes liées à l'acquisition d'une cible en difficulté n'est pas toujours évidente.

C'est notamment le cas du contrôle des concentrations d'une part – dont on peut anticiper une application de plus en plus fréquente à des cibles distressed au cours des prochains mois, compte tenu notamment de l'augmenta-

tion de la taille des entreprises confrontées à une situation de défaillance⁵ nécessitant l'entrée d'un nouvel actionnaire pour se restructurer –, et du contrôle des investissements étrangers d'autre part – dont l'application apparaît là aussi particulièrement décisive dans un contexte politique marqué par la résurgence des enjeux de souveraineté et où l'on peut s'attendre à ce que des opérateurs étrangers tentent de profiter de l'affaiblissement de certains fleurons français pour saisir des opportunités d'investissement à des valorisations attractives, comme ce fut récemment le cas pour Ascometal (repris par le fonds d'investissement britannique Greybull Capital), Camo Groupe (repris par l'italien W-Group) et MetEx Noovista (repris par la start-up belge Maash).

La question de la compatibilité de ces contraintes réglementaires avec les spécificités du distressed M&A se pose donc avec une particulière acuité.

1. Contrôle des concentrations français et européen

Difficultés liées à l'appréciation du franchissement des seuils de chiffre d'affaires

Lorsqu'elles dépassent certains seuils de chiffre d'affaires⁶, les opérations de concentration doivent faire l'objet d'un examen préalable par une autorité de concurrence. En fonction de la dimension de l'opération envisagée, ce contrôle est effectué soit par la Commission européenne, soit par l'Autorité de la concurrence en France.

La première question qui se pose en la matière est de savoir si l'acquisition envisagée nécessite une notification préalable au titre du contrôle des concentrations et quelle autorité est compétente le cas échéant. La réponse à cette question suppose de déterminer si les seuils de chiffres d'affaires entraînant l'application du contrôle des concentrations sont franchis, ce qui, dans le contexte spécifique du

² « L'économie française sous la menace d'un sévère coup de frein » (Les Echos, 7 juillet 2024) ; « La France est en train de s'effondrer, entre récession et crise politique dramatiques » (Capital, 27 juillet 2024) ; « Les entreprises françaises en difficulté, des emplois menacés » (Le Monde, 28 juillet 2024).

³ Voir notamment : Observatoire du Groupe BPCE « Les défaillances d'entreprises flirtent avec des sommets » (juillet 2024) ; Altares « Étude de défaillances et sauvegardes des entreprises en France au 2ème trimestre 2024 » (juillet 2024) ; Observatoire des données économiques du CNAJMJ « Défaillances d'entreprises en France – 2ème trimestre 2024 » (juillet 2024) ; Alvarez & Marsal « Baromètre mensuel des procédures collectives en France (juillet 2024).

⁴ Voir notamment : PwC « Une reprise du marché du M&A simple à prédire, mais compliquée à prévoir » (12 juillet 2024).

⁵ Selon l'étude Deloitte « Créations et défaillances d'entreprises - Le point de situation à mai 2024 » publiée sur leur site internet (mai 2024), « le taux de défaillance annuel est globalement au-dessus des niveaux historiques pour les Grandes Entreprises (GE) ».

⁶ Les seuils français sont prévus à l'article L. 430-2 du Code de commerce à savoir (i) un chiffre d'affaires total mondial hors taxes des parties à la concentration supérieur à 150 millions d'euros et (ii) un chiffre d'affaires total hors taxes réalisé individuellement en France par deux au moins des parties à la concentration supérieur à 50 millions d'euros (des seuils spécifiques sont par ailleurs prévus). Les seuils européens sont prévus par le Règlement n° 139/2004 relatif au contrôle des concentrations à savoir (pour le seuil principal) : (i) un chiffre d'affaires total mondial de l'ensemble des entreprises concernées supérieur à 5 milliards d'euros et (ii) un chiffre d'affaires total dans l'Union européenne réalisé par au moins deux des entreprises concernées supérieur à 250 millions d'euros.

distressed M&A, peut générer un certain nombre de difficultés pratiques.

Une difficulté fréquente réside dans le fait que le chiffre d'affaires de la cible à considérer pour les besoins d'une telle analyse est celui figurant dans les comptes audités du dernier exercice clos⁷. Or, dans un contexte où l'entreprise cible est en difficulté, ces chiffres sont rarement représentatifs de la situation économique réelle de l'entreprise. Il est même fréquent que les cibles en difficulté aient connu une chute brutale de leur chiffre d'affaires ayant justifié l'ouverture d'une procédure amiable de prévention ou collective. Tel est par exemple le cas des sociétés Réside Etudes Seniors et Milee entrées en redressement judiciaire durant l'été 2024, qui ont respectivement subi une chute de leur chiffre d'affaires entre 2022 et 2023 de 140 M€ à 109 M€ pour la première et de 248 M€ à 193 M€ pour la seconde d'après les données publiques disponibles.

Pour autant, aucun aménagement n'est prévu pour permettre aux autorités de concurrence de tenir compte des difficultés financières rencontrées par l'entreprise postérieurement à la clôture des comptes audités pour les besoins de la détermination du caractère notifiable d'une opération.

Les lignes directrices françaises et européennes relatives au contrôle des concentrations ouvrent seulement la possibilité de « *tenir compte de modifications permanentes de la réalité économique de l'entreprise* »⁸. Des ajustements peuvent ainsi être effectués par les autorités pour tenir compte d'événements postérieurs à la vérification des comptes lorsque « *des acquisitions ou des cessions [...] n'apparaissent pas ou seulement en partie dans les comptes vérifiés* » ou en cas de « *désengagements ou [...] fermetures d'une partie de l'activité qui ont lieu durant l'exercice pour lequel les comptes vérifiés sont établis* »⁹. Aucune disposition ne permet toutefois de tenir compte des difficultés rencontrées par la cible pendant l'exercice en cours pour corriger les données de chiffres d'affaires à considérer.

Une autre difficulté survient lorsque l'acquisition porte non pas sur une ou plusieurs entreprises, mais sur une branche d'activité ou certains éléments d'actifs. Pour être pris en compte dans la détermination du chiffre d'affaires de la cible, ces actifs doivent être « *susceptibles, de manière certaine, de générer un chiffre d'affaires dans un délai*

raisonnable »¹⁰. Cependant, en cas de reprise à la barre du tribunal, cette certitude est souvent absente. Le repreneur, bien qu'il fournisse des prévisions d'activité au soutien de son projet de reprise, est confronté aux risques et aléas inhérents à ce type d'opérations distressed et donc à la nécessité de prendre des mesures de restructuration parfois drastiques destinées à reconquérir une base de clientèle souvent endommagée, dont le résultat n'est pas encore connu, pour permettre à l'entreprise de générer ce chiffre d'affaires prévisionnel. De plus, bien que l'article L. 642-7 du Code de commerce permette en principe le transfert automatique, au profit du repreneur, des contrats en cours rattachés à l'activité cible dont il aurait requis la cession, cette règle souffre d'un certain nombre d'exceptions (notamment pour les contrats soumis à un droit étranger ou conclus intuitu personae) et souffre par ailleurs d'interprétations divergentes selon chaque administrateur judiciaire ou juridiction s'agissant des contrats clients. Cela est de nature à créer une incertitude supplémentaire sur le chiffre d'affaires que le repreneur peut espérer générer de la reprise d'actifs envisagée.

Ces difficultés d'appréciation peuvent conduire à considérer qu'une opération franchit les seuils de concentration français ou européens, sur la base d'une appréciation ne prenant pas en compte la situation économique dégradée de la cible et l'incertitude inhérente à toute opération de distressed M&A. C'est seulement au stade de l'analyse concurrentielle ultérieure que ces difficultés seront prises en compte pour apprécier la portée effective de l'opération sur la situation de concurrence. C'est pourquoi il est indispensable d'anticiper les démarches réglementaires nécessaires à la réalisation de l'opération. A cet égard, travailler en coordination avec des conseils financiers et juridiques spécialisés permettra d'obtenir une estimation précise des chiffres d'affaires à prendre en compte pour le périmètre d'acquisition envisagé et de préparer les éléments à fournir aux autorités compétentes pour justifier de la dimension de l'opération.

Caractère suspensif et incompatibilités de calendrier

L'examen d'une opération au titre du contrôle des concentrations suspend sa réalisation jusqu'à la décision d'autorisation. Cependant, les délais d'examen et d'obtention d'une décision des autorités compétentes¹¹ sont rarement com-

⁷ Communication consolidée sur la compétence de la Commission en vertu du règlement (CE) n°139/2004 du conseil relatif au contrôle des opérations de concentrations entre entreprises (« Communication consolidée »), §169.

⁸ Lignes directrices de l'Autorité de la concurrence relatives au contrôle des concentrations, §§128-130.

⁹ Communication consolidée, §172 et §173.

¹⁰ Lignes directrices de l'Autorité de la concurrence relatives au contrôle des concentrations, §19.

¹¹ En application de l'article L. 430-5 du Code de commerce, le délai d'examen d'une opération de concentration par l'Autorité de la concurrence est de 25 jours ouvrés pour l'obtention d'une autorisation en phase 1.

patibles avec l'urgence dans laquelle sont conduites les opérations de distressed M&A, en raison de la situation souvent critique de la cible. Le tribunal chargé de valider une opération de distressed M&A, que ce soit dans le cadre d'une procédure amiable ou dans le cadre d'un plan de restructuration ou d'un plan de cession adoptés en procédure collective, doit vérifier que l'acquisition assure la pérennité de l'entreprise ou des activités reprises. Par conséquent, sa décision, souvent prise dans des délais extrêmement contraints liés à la situation de trésorerie dégradée de la cible, ne peut être conditionnée à l'obtention d'une autorisation d'une autorité de concurrence.

Pour minimiser l'impact du caractère suspensif du contrôle des concentrations sur le processus d'acquisition d'une cible en difficulté, certains aménagements sont prévus. Tant le droit français que le droit de l'Union européenne permettent de solliciter l'octroi d'une dérogation à l'effet suspensif. Lorsqu'une telle dérogation est octroyée, elle permet au repreneur de procéder à la réalisation effective de tout ou partie de l'opération sans attendre l'autorisation préalable de l'autorité de concurrence compétente.

En pratique, cette dérogation permet au repreneur de lever la condition suspensive d'autorisation au titre du contrôle des concentrations à laquelle il avait conditionné son offre sans attendre la décision finale d'autorisation, et donc dans des délais compatibles avec le calendrier imposé par les difficultés de l'entreprise et/ou la procédure collective à laquelle elle est soumise, les tribunaux saisis d'offres de reprise à la barre d'entreprises ne pouvant notamment statuer sur une offre encore grevée de conditions suspensives.

L'Autorité de la concurrence considère généralement que l'octroi d'une dérogation à l'effet suspensif est particulièrement justifié pour permettre aux candidats de présenter une offre de reprise en redressement ou en liquidation judiciaire¹². D'autres circonstances exceptionnelles pourraient également justifier l'octroi d'une dérogation à l'effet suspensif : risque de disparition imminente de l'entreprise cible, nécessité pour l'acquéreur d'apporter des garanties ou d'obtenir des financements afin de sécuriser les ressources nécessaires à la survie de la cible.

Retours pratiques

D'expérience, l'Autorité de la concurrence et la Commission européenne font preuve de réactivité lorsqu'elles se

prononcent sur une demande de dérogation à l'effet suspensif dans un dossier de distressed M&A, conscientes des répercussions que cette situation est susceptible d'avoir sur l'emploi et sur l'économie de manière générale. A condition de disposer du minimum d'information dont elles ont besoin pour mener leur analyse, ces deux autorités peuvent statuer très rapidement, parfois même en quelques jours comme cela a pu être le cas dans le cadre de l'opération de fusion entre UBS et Crédit Suisse en 2023 où un seul jour aura suffi à la Commission européenne pour octroyer la dérogation (Cas M.11111 – UBS / CREDIT SUISSE). Il est toutefois recommandé d'initier le dialogue et de sensibiliser ces autorités très rapidement, de même que de déposer le dossier de demande de dérogation le plus tôt possible avant la décision du tribunal statuant sur le projet de reprise, quitte à informer régulièrement l'autorité des évolutions du projet de reprise en cours d'élaboration. En ce qui la concerne, l'Autorité de la concurrence préconise que la demande de dérogation lui soit adressée au moins cinq jours ouvrés avant la décision du tribunal statuant sur une offre de reprise en plan de cession¹³.

La gestion de l'entreprise dans l'attente de la décision définitive de l'autorité de concurrence

Si la décision octroyant une dérogation à l'effet suspensif permet au tribunal d'entériner le projet de reprise et aux parties de réaliser l'opération avant qu'elle n'ait été autorisée, elle n'a pas pour effet de les dispenser d'une décision d'autorisation de l'autorité de concurrence¹⁴. Un dossier de notification devra donc être déposé en parallèle à l'autorité de concurrence compétente qui examinera si l'opération porte atteinte à la concurrence.

S'ouvre alors une période intermédiaire entre la décision du tribunal validant le projet de reprise, et la décision d'autorisation au titre du contrôle des concentrations, pendant laquelle le repreneur doit « *s'abstenir de prendre des actes ou de mettre en œuvre des mesures qui seraient de nature à modifier la structure de l'opération comme, par exemple, procéder à des cessions d'actifs appartenant à la cible ou mettre en œuvre l'opération de manière irréversible* »¹⁵. Cette période d'incertitude peut durer plusieurs mois. Elle a ainsi duré 4 mois pour l'acquisition de Scopelec et Setelen par Circet (Cas M.10996 - ICG / SCOPELEC / SETELEN), et presque 9 mois pour l'acquisition des fonds de commerce de Go Sport par le groupe Solig et le groupe Prosport (tous deux adhérents au réseau Intersport) et le

¹² Lignes directrices de l'Autorité de la concurrence relatives au contrôle des concentrations, §147.

¹³ Lignes directrices de l'Autorité de la concurrence relatives au contrôle des concentrations, §149.

¹⁴ Lignes directrices de l'Autorité de la concurrence relatives au contrôle des concentrations, §156.

¹⁵ Lignes directrices de l'Autorité de la concurrence relatives au contrôle des concentrations, §155.

groupe Holding Famille Vinet (Décisions de l'Autorité de la concurrence n° 24-DCC-13, n° 24-DCC-14 et n° 24-DCC-15 du 25 janvier 2024).

Afin d'assurer des conditions de concurrence effective pendant cette période intercalaire, l'octroi de la dérogation peut être assorti de conditions (Article 7.3 du Règlement n° 139/2004 et article L. 430-4 al.2 du Code de commerce). L'Autorité de la concurrence comme la Commission européenne peuvent ainsi demander à l'acquéreur de ne pas procéder à des cessions d'actifs avant l'autorisation de l'opération, de ne pas mettre en œuvre l'opération de manière irréversible ou de ne pas conclure des accords qui puissent empêcher ou rendre difficile l'éventuelle vente à des tiers (de façon conjointe ou séparée) des actifs de la cible. Les conditions peuvent aussi exiger que l'accès aux informations commercialement sensibles et confidentielles relatives à la cible soit limité. Cela a notamment été le cas dans les opérations de concentration concernant Doux (Cas n° COMP/M.6696 SOFIPROTEOL / ACTIFS DOUX) et Scopelec (Cas M.10996 ICG / SCOPELEC / SETELEN). Les autorités de concurrence peuvent également demander à l'acquéreur de limiter l'exercice de ses droits de vote ou tout autre droit d'actionnaire à la seule fin de préserver la valeur économique et concurrentielle de la cible. Un mandataire indépendant peut aussi être désigné afin de veiller au respect de ces engagements, ce qui fut le cas dans les deux opérations de concentration mentionnées ci-dessus.

Si certains engagements imposés par les autorités de concurrence, comme l'interdiction de procéder à des cessions d'actifs, rejoignent ceux qui peuvent être imposés au repreneur par le tribunal dans le cadre d'une reprise en plan de cession, les décisions rendues en matière de procédures amiables ou collectives sont par nature exécutoires de plein droit afin de permettre leur mise en œuvre immédiate. En effet, la réussite du projet de reprise d'une cible en difficulté dépend étroitement d'une prise en main rapide de l'entreprise et de la capacité du repreneur à prendre des décisions structurantes dès son entrée en jouissance. Ces restrictions peuvent donc constituer un frein important à l'intégration des activités reprises, dont il est important de tenir compte dans l'élaboration du projet de reprise.

En pratique, il n'est pas toujours facile pour le repreneur de déterminer si une mesure constitue une « mise en œuvre irréversible » de l'opération au sens des conditions imposées par les autorités de concurrence. La frontière entre ce qui relève de la simple préservation économique d'une cible et de la mise en œuvre effective de la concentration est ténue. La question se pose notamment en matière de gestion des

ressources humaines de l'entité reprise (par exemple la gestion de la paie de ses salariés ou encore l'organisation des mobilités au sein de la nouvelle entité de certains salariés repris), qui sont souvent des chantiers prioritaires pour la mise en œuvre de la reprise, a fortiori lorsque le climat social est tendu à la suite d'une procédure collective. Ces restrictions peuvent également poser de nombreux problèmes d'ordre pratique pendant cette période intermédiaire : gestion des adresses emails et de l'archivage des boîtes emails, logo à apposer sur les factures, reprise du matériel, utilisation du nom commercial et de la marque, etc. Ce qui peut donner lieu à des situations particulièrement complexes à traiter dans des délais contraints.

Pendant cette période intermédiaire, les repreneurs sont toujours contraints de vérifier, le cas échéant en concertation avec le mandataire indépendant désigné par l'autorité compétente dans sa décision octroyant une dérogation à l'effet suspensif, que les mesures de gestion envisagées ne vont pas au-delà de ce qui est autorisé par cette décision.

Cette prudence dans la gestion de la cible au lendemain de la reprise devra perdurer jusqu'à l'obtention de la décision finale de l'autorité de concurrence car l'octroi d'une dérogation à l'effet suspensif « *ne préjuge pas du sens de la décision finale qui sera prise à l'issue de l'instruction* » (Lignes directrices de l'Autorité de la concurrence relatives au contrôle des concentrations, §154). Même si l'opération constituait la seule solution pour remédier aux difficultés rencontrées par l'entreprise et assurer sa pérennité et le maintien de l'emploi, la réalisation de l'opération n'est pas définitivement acquise tant qu'une décision d'autorisation définitive n'a pas été obtenue.

À l'issue de l'instruction, l'autorité de concurrence pourra imposer des mesures correctives, comme ce fut le cas à l'occasion de la cession à Intermarché d'actifs du Groupe Casino dans le cadre de sa restructuration financière et opérationnelle inscrite dans un plan de sauvegarde accélérée validé par décision du Tribunal de commerce de Paris le 26 février 2024. L'Autorité de la concurrence avait octroyé une dérogation à l'effet suspensif du contrôle des concentrations afin de tenir compte de l'urgence et de la situation économique et financière du groupe Casino, permettant à Intermarché de se positionner sur la reprise de 61 magasins. Après un examen approfondi de l'effet de l'opération sur la concurrence, l'Autorité de la concurrence a finalement autorisé le rachat des magasins cibles sous réserve de l'engagement d'Intermarché de céder trois des magasins qui étaient initialement inclus dans son périmètre d'acquisition (Décision de l'Autorité de la concurrence 24-DCC-02 du 11 janvier 2024).

Dans certains cas exceptionnels, l'autorité de concurrence saisie pourrait aller jusqu'à considérer à l'issue de son instruction que l'opération porte atteinte à la concurrence et l'interdire. Cela impliquerait que l'opération de rachat soit défaite. Ce scénario est notamment envisageable si l'entreprise est reprise par son seul ou principal concurrent sur le marché. Notons toutefois que dans le cas particulier de la reprise par un concurrent d'une entreprise en difficulté dont il est démontré qu'elle disparaîtra à brève échéance si l'opération n'est pas réalisée, il est possible d'invoquer « l'exception de l'entreprise défaillante ». Cette exception permet à l'autorité de concurrence d'autoriser une opération même si elle porte atteinte à la concurrence, lorsqu'il apparaît que les effets de la concentration ne seraient pas plus défavorables que ceux qui résulteraient de la disparition de l'entreprise en difficulté. Trois conditions cumulatives, interprétées de manière très stricte par les autorités de concurrence, doivent toutefois être réunies pour que cette exception soit accueillie. Ces conditions, dégagées par la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne et reprises par le Conseil d'Etat sont rappelées dans les lignes directrices de l'Autorité de la concurrence relatives au contrôle des concentrations (§786). Il est ainsi considéré que les effets d'une concentration ne seraient pas plus dommageables pour la concurrence que la disparition de l'entreprise en difficulté lorsque (a) « ces difficultés entraîneraient la disparition rapide de la société en l'absence de reprise », (b) « il n'existe pas d'autre offre de reprise moins dommageable pour la concurrence, portant sur la totalité ou une partie substantielle de l'entreprise » et (c) « la disparition de la société en difficulté ne serait pas moins dommageable pour les consommateurs que la reprise projetée ».

Compte tenu de la difficulté à démontrer la réunion de ces conditions, l'exception de l'entreprise défaillante est rarement admise et même très peu invoquée en pratique. Elle a toutefois notamment été retenue par l'Autorité de la concurrence dans sa décision autorisant la prise de contrôle de Conforama par But en 2022 (Décision n° 22-DCC-78 du 28 avril 2022). A l'issue de son analyse, l'Autorité de la concurrence a constaté que les critères de l'exception de l'entreprise défaillante étaient remplis et a ainsi autorisé l'opération sans engagement. A l'inverse, dans le cadre de l'analyse de l'opération de prise de contrôle des sociétés OCS et Orange Studio par Groupe Canal+ (Décision n° 24-DCC-04 du 12 janvier 2024), l'Autorité de la concurrence a considéré que les critères d'applicabilité

de l'exception de l'entreprise défaillante n'étaient pas remplis. Aux termes d'une instruction de 6 mois, l'opération a finalement été autorisée à l'issue d'une analyse détaillée de ses effets sur le marché et subordonnée au respect de plusieurs engagements par le Groupe Canal+.

2. Contrôle des investissements étrangers

Les relations financières entre la France et l'étranger sont libres. Par exception, l'article L. 151-3 du Code monétaire et financier prévoit que les investissements par une entreprise étrangère dans des entreprises françaises actives dans certains secteurs « sensibles » limitativement énumérés à l'article R. 151-3 du même Code, touchant à la défense nationale ou susceptibles de mettre en jeu l'ordre public et des activités essentielles à la garantie des intérêts du pays, doivent faire l'objet d'une autorisation préalable avant de pouvoir être réalisés.

Contraintes de calendrier

Initialement réservé aux activités régaliennes mettant directement en cause l'ordre public ou la sécurité publique, le contrôle des investissements étrangers en France (« IEF ») a été élargi, notamment pour répondre aux risques de prise de contrôle d'actifs stratégiques dans un contexte économique fragilisé par les crises successives et caractérisé par la montée en puissance des enjeux de souveraineté économique. Sous réserve d'une analyse plus poussée au regard des critères d'appréciation dégagés par le Trésor pour évaluer l'éligibilité des activités au contrôle des IEF, pourraient notamment être considérées comme exerçant des activités sensibles, les entreprises ayant une activité de R&D portant sur des biotechnologies, l'intelligence artificielle et la cybersécurité, ou encore les entreprises contribuant à l'exploitation des réseaux de transport et des réseaux de communications électroniques.

Les données publiées par les experts (voir notes de bas de page n° 3 à 5) montrent que les défaillances d'entreprises gagnent des secteurs qui avaient jusqu'à présent bien résisté à ces crises (tels que les activités financières et d'assurances, l'agriculture, l'industrie manufacturière dédiée notamment à la récupération des déchets triés, ou à la fabrication de matériel médico-chirurgical et dentaire), les services informatiques, etc.). Cette tendance pourrait avoir pour effet d'augmenter le nombre de cibles en difficulté dans des secteurs considérés comme sensibles et relevant du contrôle des IEF, comme en témoignent par exemple les opérations d'acquisition de Casino¹⁶ (distribution alimen-

¹⁶ Communiqué de presse du groupe Casino « Autorisation par le Ministère de l'Économie français au titre du contrôle des investissements étrangers en France » (15 janvier 2024) ; « Casino : Bercy donne son feu vert à la reprise par le consortium dirigé par Kretinsky » (les Echos, 15 janvier 2024).

taire), de Sigfox¹⁷ (réseaux bas débit), d'Alteo Gardanne¹⁸ (fleuron français de la métallurgie et de l'aluminium), et comme cela pourrait potentiellement être le cas dans certaines restructurations financières en cours comme, par exemple, celles des groupes Atos (services informatiques) ou Altice (télécoms) dans l'hypothèse où elles impliqueraient des cessions d'actifs stratégiques.

Cette situation crée une problématique similaire à celle du contrôle des concentrations lors de la mise en œuvre du contrôle des IEF dans le cadre des opérations de distressed M&A. En effet, le contrôle des IEF a également pour effet de suspendre la réalisation de l'opération jusqu'à la décision d'autorisation du Ministre chargé de l'économie. Le caractère suspensif de ce dispositif et les délais d'obtention d'une décision d'autorisation¹⁹ sont rarement compatibles avec le calendrier et les contraintes spécifiques d'un processus d'acquisition d'une cible en difficulté. Il est donc essentiel de sensibiliser au plus tôt les investisseurs sur l'importance de déposer un dossier si l'opération est susceptible d'être concernée par le contrôle des investissements étrangers en France, en particulier dans le cas de reprises d'entreprises en difficulté dans la mesure où la décision du tribunal statuant sur le projet de reprise ne peut être conditionnée à l'obtention de cette autorisation.

Un traitement prioritaire des dossiers urgents en pratique

Malgré l'absence de procédure d'examen accélérée ou de dispositif de dérogation prévu par les textes du Code monétaire et financier, les services du Trésor chargés d'instruire la demande d'autorisation d'un investissement

étranger s'attachent à traiter rapidement les dossiers de cibles en difficulté dans un délai compatible avec le calendrier de la procédure amiable ou collective en cours. Cette pratique administrative a été admise dans les lignes directrices du Trésor selon lesquelles « *dans la mesure du possible, il est tenu compte des contraintes spécifiques qui peuvent s'attacher à certaines opérations (procédure collective, défaut de trésorerie, etc.) si elles sont dûment justifiées* » (Lignes directrices relatives au contrôle des investissements étrangers en France, page 32).

Cette position pragmatique combinée à une bonne communication du bureau des IEF avec le Comité Interministériel de Restructuration Industrielle (« CIRI ») lorsqu'il est saisi, permettent d'obtenir des décisions dans des délais très courts lorsque la situation le justifie.

Autorisation sous conditions

La décision du gouvernement autorisant l'investissement peut être assortie de conditions justifiées par la protection de l'ordre public et la sécurité publique ou la défense nationale. Conformément à l'article R. 151-8 du Code monétaire et financier, elles peuvent notamment consister à assurer la pérennité et la sécurité des activités sensibles sur le territoire national et à assurer le maintien et la protection des savoirs et savoir-faire de l'entité française. Ce fut notamment le cas pour l'acquisition de Sigfox par le Singapourien UnaBiz, dans le cadre de laquelle le gouvernement français a autorisé la reprise sous condition d'un engagement du repreneur de ne pas délocaliser l'activité de Toulouse afin de garantir la souveraineté technologique française²⁰.

¹⁷ Voir notamment « Sigfox : le favori à la reprise Unabiz disqualifié par le ministère de l'Économie ? » (La Tribune, 12 avril 2022).

¹⁸ Voir notamment « #Actu : Le groupe UMS prend le contrôle d'Altéo Gardanne » (Mayday, 14 janvier 2021).

¹⁹ En application de l'article R. 151-6 du Code monétaire et financier, la première phase d'instruction de l'investissement est de 30 jours ouvrés maximum.

²⁰ « Sigfox : le tribunal de commerce de Toulouse valide la reprise d'UnaBiz » (Franceinfo, 21 avril 2022).