



UNIVERSITÉ PARIS II
PANTHÉON - ASSAS



HARVARD
UNIVERSITY

**LA PRISE EN COMPTE DES SUBVENTIONS ÉTRANGÈRES LORS DU CONTRÔLE
DES CONCENTRATIONS DANS LES SECTEURS STRATÉGIQUES : ÉTUDE
COMPARÉE DU DROIT DE L'UNION EUROPÉENNE ET DES ÉTATS-UNIS**

Écrit et soutenu par

Lamia BENJELLOUN

Sous la direction de

Monsieur le Professeur Laurent CONVERT

Master 2 Droit comparé des affaires

Université Paris Panthéon-Assas

Institut de droit Comparé

Recherches effectuées à la Harvard University

Année universitaire

2025-2026

Remerciements

Ce mémoire n'aurait pas été ce qu'il est sans ceux qui, de près ou de loin, l'ont accompagné.

Je tiens à exprimer ma profonde gratitude au Professeur Laurent Convert, directeur de ce mémoire, pour son accompagnement.

Je remercie sincèrement Madame Marie-Élodie Ancel, directrice de ce Master, pour sa confiance.

À ma famille, pour sa présence constante. Celle sans laquelle rien n'aurait vraiment été possible.

Enfin, à mes amis et camarades à qui je souhaite exprimer ma gratitude.

PRÉSENTATION DU SUJET

Le développement des fonds souverains et des entreprises publiques étrangères comme acteurs majeurs des fusions-acquisitions internationales a mis en évidence les limites des instruments juridiques existants de contrôle des concentrations. Lorsqu'un acquéreur bénéficie d'un soutien étatique étranger, sous forme de subventions, de garanties publiques ou de conditions de financement préférentielles, il dispose d'un avantage concurrentiel structurel qui peut fausser les conditions de la concurrence sur le marché cible. Mais il représente simultanément un vecteur potentiel d'influence souveraine étrangère sur des secteurs que les États considèrent comme stratégiques (défense, énergie, technologies critiques, infrastructures). Ce phénomène est par nature dual : il relève à la fois du droit de la concurrence et du droit de la sécurité nationale, deux domaines que les instruments existants traitent séparément.

Le Règlement sur les subventions étrangères adopté par l'Union européenne en 2022 et le mécanisme américain du CFIUS, réformé par le FIRREA en 2018, constituent les deux principales réponses juridiques à ce phénomène. Mais ni l'un ni l'autre n'a été conçu pour appréhender simultanément ses deux dimensions. Le FSR ne voit que la distorsion concurrentielle et ignore la menace souveraine ; le CFIUS ne voit que la menace sécuritaire et ignore la distorsion économique. Dans quelle mesure ces deux réponses permettent-elles d'assurer une protection effective des secteurs stratégiques face aux acquisitions réalisées par des entreprises bénéficiant d'un soutien étatique étranger ? C'est à cette question que le présent mémoire entend répondre, en s'appuyant sur une analyse comparée des deux instruments et des modèles alternatifs que le droit comparé permet d'identifier.

SOMMAIRE

INTRODUCTION	4
---------------------------	----------

<i>PARTIE 1 : Un phénomène dual face à deux instruments unilatéraux : inadaptation du contrôle classique des concentrations et divergence des réponses législatives</i>	4
--	----------

Chapitre 1 : L'inadaptation structurelle du contrôle classique des concentrations face aux acquéreurs étatique soutenus	4
Section 1 : La neutralité du contrôle classique : un choix philosophique inadapté au phénomène des acquisitions subventionnées	4
Section 2 : La dualité du phénomène : entre distorsion concurrentielle et capture souveraine.....	4

Chapitre 2 : La divergence philosophique assumée : entre concurrence et souveraineté	4
Section 1 : Le Foreign Subsidies Regulation : la primauté du critère concurrentiel et l'exclusion délibérée de la dimension souveraine.	4
Section 2 : Le régime CFIUS/FIRRMA : la primauté du critère sécuritaire et l'exclusion expresse de la dimension concurrentielle	5

<i>PARTIE 2 : Des instruments inaptes à atteindre leurs propres objectifs : défaillances symétriques et conditions d'une protection effective des secteurs stratégiques</i>	5
--	----------

Chapitre 1 : Défaillances symétriques : l'incapacité structurelle de chaque instrument à protéger effectivement les secteurs stratégiques.....	5
Section 1 : Les défaillances du FSR : l'incapacité du critère concurrentiel à protéger les secteurs stratégiques	5
Section 2 : Les défaillances du CFIUS : le pouvoir discrétionnaire souverain comme vecteur d'arbitraire et d'incohérence	5

Chapitre 2 : Les perspectives d'une protection effective des secteurs stratégiques	5
Section 1 : La fragmentation des réponses et ses effets concrets sur la protection des secteurs stratégiques	6
Section II : Les conditions d'une protection effective des secteurs stratégiques : dépassement des présupposés unilatéraux.....	6

INTRODUCTION	6
---------------------------	----------

<i>PARTIE 1 : Un phénomène dual face à deux instruments unilatéraux : inadaptation du contrôle classique des concentrations et divergence des réponses législatives</i>	13
--	-----------

Chapitre 1 : L'inadaptation structurelle du contrôle classique des concentrations face aux acquéreurs étatique soutenus	13
Section 1 : La neutralité du contrôle classique : un choix philosophique inadapté au phénomène des concentrations subventionnées	14

Section 2 : La dualité du phénomène : entre distorsion concurrentielle et capture souveraine.....	18
Chapitre 2 : La divergence philosophique assumée : entre concurrence et souveraineté	23
Section 1 : Le Foreign Subsidies Regulation : la primauté du critère concurrentiel et l'exclusion délibérée de la dimension souveraine.	23
Section 2 : Le régime CFIUS/FIRRMA : la primauté du critère sécuritaire et l'exclusion expresse de la dimension concurrentielle	29
<i>PARTIE 2 : Des instruments inaptes à atteindre leurs propres objectifs : défaillances symétriques et conditions d'une protection effective des secteurs stratégiques</i>	35
Chapitre 1 : Défaillances symétriques : l'incapacité structurelle de chaque instrument à protéger effectivement les secteurs stratégiques	35
Section 1 : Les défaillances du FSR : l'incapacité du critère concurrentiel à protéger les secteurs stratégiques	35
Section 2 : Le CFIUS : le pouvoir discrétionnaire souverain comme vecteur d'arbitraire et d'incohérence	42
Chapitre 2 : Les perspectives d'une protection effective des secteurs stratégiques	48
Section 1 : La fragmentation des réponses et ses effets concrets sur la protection des secteurs stratégiques	48
Section 2 : Les conditions d'une protection effective des secteurs stratégiques : dépassement des présupposés unilatéraux.....	52
CONCLUSION	57

INTRODUCTION

Pendant longtemps, laisser un investisseur étranger prendre le contrôle d'une entreprise nationale relevait presque de l'inconscience politique. Le capital, comme la souveraineté, ne se partageait pas au-delà des frontières. Les États protégeaient leurs industries avec la même conviction qu'ils défendaient leur territoire par des restrictions, des autorisations préalables ou encore des nationalisations. L'investisseur étranger était une menace avant d'être une opportunité.

Ce paradigme commence à s'effriter dans la seconde moitié du XXe siècle. La reconstruction de l'économie mondiale après 1945, portée par les institutions de Bretton Woods¹, puis la vague de libéralisation des années 1980 et le consensus de Washington², transforment progressivement le regard porté sur l'investissement étranger. Il n'est plus un vecteur d'ingérence mais plutôt un moteur de croissance. L'ouverture se structure, les flux d'investissements directs étrangers s'accroissent, et avec eux s'impose une idée : les capitaux, comme les marchandises, obéissent à une logique de marché. La création de l'OMC en 1995 consacre cette ouverture dans un cadre multilatéral.³ Des deux côtés de l'Atlantique, l'investissement étranger est vu comme un facteur de prospérité et de compétitivité. L'Union européenne évalue à près de 35 % du PIB communautaire la part de sa richesse liée à l'ouverture commerciale et aux investissements étrangers⁴. Aux États-Unis, la même philosophie prévaut : les capitaux étrangers sont perçus comme créateurs d'emplois et vecteurs d'innovation.⁵

C'est précisément cette ouverture qui rend nécessaire un cadre. Plus les marchés s'intègrent, plus les opérations de rachat et de fusion se multiplient et avec elles, le risque que la liberté des

¹ Accords de Bretton Woods, juillet 1944, 2 R.T.N.U. 39.

² John Williamson, « What Washington Means by Policy Reform », in J. Williamson (dir.), *Latin American Adjustment*, Institute for International Economics, Washington D.C., 1990, p. 2-7.

³ Accord de Marrakech instituant l'Organisation mondiale du commerce, 15 avril 1994, entré en vigueur le 1er janvier 1995, 1867 R.T.N.U. 154.

⁴ Commission européenne, *Livre blanc relatif à l'établissement de conditions de concurrence égales pour tous en ce qui concerne les subventions étrangères*, COM(2020) 253 final, Bruxelles, 17 juin 2020.

⁵ James K. Jackson, *The Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS)*, rapport, Congressional Research Service, CRS Report RL33388, mis à jour le 26 février 2020, p. 1, sect. « Background ».

capitaux aboutisse à sa propre négation : des positions dominantes, des marchés captifs, une concurrence étouffée. Le droit du contrôle des concentrations naît de cette tension fondamentale entre liberté et régulation. Il ne s'agit pas de freiner les mouvements de capitaux, mais de s'assurer qu'ils ne déforment pas la structure des marchés.

Mais à mesure que les flux s'accélèrent, un phénomène nouveau émerge : l'investisseur étranger n'est plus seulement un acteur de marché, il est une stratégie d'État. Le Japon en offre une illustration. Dans les années 1980, le Japon mène une politique industrielle agressive en subventionnant massivement ses industries de pointe et en coordonnant sa stratégie d'État pour imposer ses entreprises sur les marchés mondiaux ⁶. C'est dans ce contexte que Fujitsu, géant japonais de l'électronique, tente en 1987 d'acquérir Fairchild Semiconductor, fabricant américain de composants intégrés dans les systèmes d'armes du Pentagone. ⁷ Sur le terrain du droit antitrust, l'opération est conforme. Elle ne crée pas de position dominante et ne nuit pas à la concurrence. Elle soulève pourtant une question que ce droit n'est pas conçu pour traiter : celle d'un acquéreur massivement soutenu par son État, cherchant à prendre le contrôle d'un actif touchant à la sécurité nationale. Fujitsu renonce sous la pression politique. Mais ce dénouement met en lumière l'absence d'instrument juridique permettant de régir ce type d'opération. L'amendement Exon-Florio, adopté l'année suivante, tente d'y remédier.⁸ Néanmoins, il ne résout pas le problème, il l'isole. Car ce que révèle l'affaire Fujitsu-Fairchild dépasse le seul cadre américain et touche également l'Union Européenne : le droit des concentrations est structurellement aveugle à l'origine des capitaux et aux enjeux de souveraineté que certaines opérations soulèvent.

Ce phénomène n'est pas marginal, au contraire, il s'est considérablement amplifié depuis les années 2000. L'internationalisation des économies, la montée en puissance de nouveaux acteurs étatiques et la financiarisation des marchés ont multiplié les opérations par lesquelles des entreprises étrangères, soutenues par leurs gouvernements, prennent le contrôle d'entreprises actives dans les secteurs les plus sensibles. Le droit appréhende ces opérations à travers la

⁶ Chalmers Johnson, *MITI and the Japanese Miracle : The Growth of Industrial Policy, 1925-1975*, Stanford University Press, Stanford, 1982.

⁷ « *Fujitsu Buying Stake in Fairchild* », *The Washington Post*, 25 octobre 1986. [Source journalistique, citée à titre documentaire.]

⁸ Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988, Pub. L. 100-418, § 5021, codifié à 50 U.S.C. § 4565.

notion de concentration économique, soit toute opération par laquelle des entreprises antérieurement indépendantes fusionnent, ou par laquelle une entreprise acquiert, par achat d'actifs, contrat ou tout autre moyen, le contrôle de tout ou partie d'une autre.⁹ La concentration est donc réalisée lorsque deux ou plusieurs entreprises fusionnent, créent une nouvelle entreprise et disparaissent en tant que personnes morales distinctes¹⁰. Cette définition retient la structure de l'opération non pas l'origine des capitaux mobilisés. C'est précisément ce silence qui pose problème lorsque derrière l'acquéreur se trouve un État le subventionnant. Cela parce que ces acquisitions ne sont pas toujours le fruit d'une logique de marché ordinaire. Elles s'inscrivent parfois dans une stratégie délibérée, financée et orientée par la puissance publique d'un État étranger. Les instruments de ce soutien sont multiples : apports en capital, prêts, garanties de prêts, exonérations fiscales, annulation de dettes ou encore subventions¹¹ et confèrent à ces acquéreurs un avantage concurrentiel que leurs homologues privés ne peuvent pas répliquer. C'est ce mécanisme que le règlement européen sur les subventions étrangères de 2022 cherche à saisir juridiquement, en définissant comme subvention étrangère toute contribution financière octroyée, directement ou indirectement par un pays tiers qui confère un avantage à une entreprise exerçant une activité économique sur le marché intérieur.¹²

La Chine illustre cette logique de façon particulièrement systématique : son plan Made in China 2025 cible explicitement une cinquantaine de secteurs technologiques dans lesquels Pékin entend acquérir une position dominante, en mobilisant des subventions massives et en orientant ses entreprises vers des acquisitions étrangères ciblées.¹³

Les secteurs visés ne sont pas choisis au hasard. Ce sont des actifs dont le contrôle conditionne non seulement la compétitivité économique, mais la capacité d'un État à exercer sa souveraineté. C'est ce que recouvre la notion de secteur stratégique, non pas une catégorie juridique figée, mais un choix souverain et évolutif. Ce choix se reconfigure au gré des crises et des rapports de force : les chaînes d'approvisionnement pharmaceutiques sont devenues stratégiques après la pandémie de Covid-19, l'énergie et les matières premières après l'invasion

⁹ Article L430-1 du Code de commerce.

¹⁰ Déc. Comm. CE, M.938, 15 octobre 1997, Guinness/Grand Metropolitan, JOCE C 288, 22 sept. 1997 ; Europe, 1998, n°409, obs. Idot.

¹¹ Règl (UE) 2022/2560 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 relatif aux subventions étrangères faussant le marché intérieur, JOUE L 330 du 23 déc. 2022, art. 3, § 2.

¹² Règl. (UE) 2022/2560, préc., art. 3, § 1.

¹³ Scott Kennedy, *Made in China 2025*, Center for Strategic and International Studies (CSIS), Washington D.C., juin 2015.

de l'Ukraine, les semiconducteurs et l'intelligence artificielle avec l'approfondissement de la rivalité sino-américaine¹⁴. C'est précisément cette instabilité qui explique que les deux systèmes juridiques étudiés n'aient pas répondu de la même manière. L'Union européenne retient une approche indicative et non exhaustive : le règlement sur les subventions étrangères de 2022 s'intéresse à l'origine des capitaux et à la distorsion de concurrence qu'ils engendrent, indépendamment de l'identité de l'acquéreur.¹⁵ Les États-Unis adoptent une logique différente : le Foreign Investment Risk Review Modernization Act (FIRRMA) de 2018¹⁶ s'intéresse à la nature même de l'investisseur, qui il est, à quel État il est lié, et quels intérêts il représente. Le Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) est ainsi habilité à bloquer une opération non pas parce que les capitaux sont subventionnés, mais parce que l'acquéreur est susceptible de compromettre la sécurité nationale du fait de sa nature et de ses liens avec un gouvernement étranger.¹⁷

C'est cette confrontation entre deux grandes puissances régulatrices qui retient l'attention ici. L'Union européenne et les États-Unis sont deux principaux acteurs du droit mondial de la concurrence et ils ont répondu au même phénomène, par deux instruments fondés sur des philosophies radicalement opposées. L'un ancre son intervention dans la distorsion concurrentielle causée par les subventions étrangères, indépendamment de la nationalité de l'acquéreur et du secteur concerné. L'autre fonde son contrôle sur la menace que représente la nature même de l'investisseur pour la sécurité nationale, en ciblant précisément les secteurs qu'il estime vitaux. Cette opposition n'est pas accidentelle, elle reflète deux conceptions fondamentalement différentes de ce que le droit doit protéger, de qui doit décider, et des moyens légitimes d'intervenir dans les flux d'investissements internationaux. C'est précisément parce que cette divergence est philosophique, et non simplement procédurale, que la comparaison est intéressante.

Parmi les opérations que ces instruments encadrent, ce sont les concentrations qui se trouvent au cœur de cette étude, à l'exclusion des marchés publics et des comportements de marché. C'est dans les concentrations que le phénomène étudié se manifeste dans sa forme la plus

¹⁴ Graham Allison, *Destined for War : Can America and China Escape Thucydides's Trap ?*, Houghton Mifflin Harcourt, Boston, 2017.

¹⁵ Règl. (UE) 2022/2560, préc.

¹⁶ *Foreign Investment Risk Review Modernization Act* (FIRRMA), Pub. L. 115-232, Title XVII, Subtitle A, 13 août 2018.

¹⁷ *Defense Production Act* of 1950, § 721, 50 U.S.C. § 4565, tel que modifié par le FIRRMA, Pub. L. 115-232, Title XVII, Subtitle A, 13 août 2018.

décisive. Quand une entité étrangère étatique soutenue acquiert le contrôle d'une entreprise active dans un secteur stratégique, elle ne se contente pas de participer à un marché, elle en capture un actif. Ce transfert de contrôle est durable, souvent difficile à défaire, et ses conséquences technologiques, industrielles, parfois sécuritaires se mesurent sur le long terme. Un marché public s'éteint à l'exécution du contrat. Un comportement anticoncurrentiel peut être sanctionné et corrigé. Une acquisition, elle, laisse une empreinte permanente sur la structure d'un secteur. C'est aussi dans les concentrations que la surenchère artificielle permise par les subventions produit ses effets les plus concrets et les plus difficiles à corriger après coup.

Quant aux secteurs stratégiques, leur périmètre ne peut être que provisoire et c'est précisément ce que les deux systèmes reconnaissent eux-mêmes, chacun à sa manière. Le règlement filtrage des IDE européen dresse une liste indicative et non exhaustive des secteurs pouvant justifier une intervention, en laissant aux États membres une large marge d'appréciation¹⁸. Le FIRRMA pose le cadre des secteurs Technology, Infrastructure, Data, les secteurs TID, sans en figer le périmètre, en renvoyant à des règlements d'application le soin d'en définir le contenu précis et en prévoyant un mécanisme d'actualisation permanent des technologies émergentes.¹⁹

L'enjeu est considérable et dépasse largement le seul terrain juridique. Il serait inexact de présenter les investissements étrangers étatique soutenus comme uniformément néfastes ce que reconnaissent d'ailleurs tant la Commission européenne que le législateur américain. Mais lorsque ces investissements se réalisent dans des conditions artificiellement favorables grâce à des subventions massives qui permettent à l'acquéreur de surenchérir au-delà de la valeur réelle de la cible, ils cessent d'obéir à la logique de marché qui justifie leur accueil. Des entreprises privées, soumises à la discipline du rendement, se trouvent évincées par des concurrents dont la puissance financière ne reflète pas leur performance économique réelle mais le soutien de leur État. À terme, c'est la compétitivité structurelle des industries qui s'érode non pas sous l'effet d'une concurrence plus efficiente, mais sous celui d'une concurrence artificiellement subventionnée²⁰. Et lorsque ces acquisitions portent sur des actifs stratégiques,

¹⁸ Règl. (UE) 2019/452 du Parlement européen et du Conseil du 19 mars 2019 établissant un cadre pour le filtrage des investissements directs étrangers dans l'Union, JOUE L 79I du 21 mars 2019, art. 4, § 1 ; consid. 17.

¹⁹ Export Control Reform Act of 2018, Pub. L. 115-232, Title XVII, Subtitle B, § 1758, codifié à 50 U.S.C. § 4817.

²⁰ OCDE, *Manuel sur la neutralité concurrentielle*, Éditions OCDE, Paris, 2024, p. 7 ; Commission européenne, *Livre blanc*, COM(2020) 253 final, préc.

les conséquences dépassent la seule distorsion concurrentielle, des dépendances technologiques et industrielles se créent silencieusement, dont le coût ne se révèle qu'au moment des crises.

Face à l'ampleur de ce phénomène, le droit n'est pas resté inerte. Des instruments juridiques ont été développés à la fois par les États-Unis et par l'Union européenne, pour tenter d'y répondre, mais selon des logiques profondément différentes. Aux États-Unis, le CFIUS examine depuis 1988 les acquisitions étrangères susceptibles de menacer la sécurité nationale, renforcé en 2018 par le FIRRMA qui a considérablement élargi son champ d'intervention²¹. En Europe, le règlement filtrage des IDE de 2019 a introduit un premier cadre de surveillance des investissements étrangers dans les secteurs sensibles²², avant que le FSR de 2022 ne vienne spécifiquement s'attaquer aux distorsions causées par les subventions étrangères dans les concentrations²³.

C'est là pourtant que la tension se révèle dans toute son acuité. Car ces deux systèmes, sont confrontés au même phénomène mais ont fait des choix radicalement incompatibles. Le FSR pose que seule la distorsion concurrentielle causée par une subvention étrangère justifie une intervention. Le FIRRMA pose que seule la menace que représente la nature de l'investisseur pour la sécurité nationale le justifie.

C'est dans ce contexte que s'inscrit une question centrale. Le contrôle des concentrations dans les secteurs stratégiques se trouve confronté à un phénomène intrinsèquement dual simultanément distortif pour la concurrence et menaçant pour la souveraineté économique, que ni le droit de l'Union européenne ni le droit américain n'appréhendent dans sa totalité : le Règlement FSR, en ancrant son intervention dans la seule distorsion concurrentielle causée par une subvention étrangère, laisse délibérément la dimension souveraine du phénomène, tandis que le régime CFIUS/FIRRMA, en fondant son contrôle exclusivement sur la menace sécuritaire que représente la nature de l'investisseur, ignore tout autant la dimension concurrentielle. Ainsi, dans quelle mesure ces deux réponses juridiques, chacune cohérente dans sa propre logique mais structurellement inapte à traiter l'autre dimension du phénomène, permettent-elles d'assurer une protection effective des secteurs stratégiques ou révèlent-elles au contraire que toute protection adéquate suppose un dépassement des présupposés philosophiques qui fondent aujourd'hui chacun de ces instruments ?

²¹ *Defense Production Act* of 1950, § 721, 50 U.S.C. § 4565, tel que modifié par le FIRRMA, préc.

²² Règl. (UE) 2019/452, préc.

²³ Règl. (UE) 2022/2560, préc.

Il conviendra d'abord de montrer que le phénomène des acquisitions d'actifs stratégiques par des entités étrangères étatique­ment soutenues est intrinsèquement dual, à la fois concurrentiel et souverain, et que les réponses législatives adoptées ont reproduit cette unidimensionnalité en choisissant délibérément une seule dimension au détriment de l'autre, révélant ainsi l'inadaptation structurelle du contrôle classique des concentrations et la profondeur de la divergence philosophique entre les deux systèmes (**Partie I**). Cette démonstration conduira ensuite à établir que ces deux instruments ne sont pas seulement philosophiquement divergents, ils sont structurellement défail­lants dans leur propre logique lorsqu'ils sont confrontés aux réalités des secteurs stratégiques, et que leur coexistence génère des réponses incohérentes face à des stratégies d'acquisition globales, ce qui impose de s'interroger sur les conditions d'une protection effective et sur les dépassements qu'elle supposerait (**Partie II**).

PARTIE 1 : Un phénomène dual face à deux instruments unilatéraux : inadaptation du contrôle classique des concentrations et divergence des réponses législatives

Cette première partie a pour objet de démontrer que le phénomène des acquisitions d'actifs stratégiques par des entités étrangères étatiquement soutenues présente une nature intrinsèquement duale, à la fois distortive pour la concurrence, lorsque des subventions massives permettent à un acquéreur de surenchérir au-delà de la valeur réelle de la cible, et menaçante pour la souveraineté économique, lorsque ces acquisitions s'inscrivent dans une stratégie d'État visant à capturer des technologies ou des infrastructures critiques. Face à ce phénomène, le contrôle classique des concentrations s'est révélé structurellement aveugle, et les réponses législatives qui lui ont succédé n'ont résolu qu'une moitié du problème, l'Union européenne en traitant la distorsion concurrentielle causée par les subventions, les États-Unis en traitant la menace souveraine que représente la nature de l'investisseur, laissant l'autre sans réponse.

Il conviendra d'examiner l'inadaptation structurelle du contrôle classique des concentrations face aux acquéreurs étatiquement soutenus (**Chapitre 1**). Puis d'analyser la divergence philosophique délibérément assumée entre les deux réponses législatives, l'une ancrée dans la concurrence, l'autre dans la souveraineté (**Chapitre 2**).

Chapitre 1 : L'inadaptation structurelle du contrôle classique des concentrations face aux acquéreurs étatiquement soutenus

Le contrôle classique des concentrations repose sur un présupposé de neutralité quant à la source des capitaux, choix délibéré mais structurellement inadapté au phénomène des concentrations subventionnées (**Section 1**). Cette inadaptation tient à la nature même du phénomène, intrinsèquement dual, qui combine une distorsion concurrentielle et une dimension souveraine qu'aucun instrument classique n'est en mesure d'appréhender simultanément (**Section 2**).

Section 1 : La neutralité du contrôle classique : un choix philosophique inadapté au phénomène des concentrations subventionnées

L'objet de la présente section consiste à démontrer que la neutralité du contrôle classique des concentrations quant à la source des capitaux est un choix délibéré, commun aux deux systèmes (I), dont la conséquence directe est l'invisibilité de la surenchère artificielle permise par les subventions étrangères, une distorsion que le contrôle classique n'est structurellement pas en mesure de détecter (II).

I. Le présupposé de neutralité quant à la source des capitaux : un choix commun aux deux systèmes

Le contrôle classique des concentrations repose sur un présupposé fondamental, la neutralité quant à la source des capitaux. Ce présupposé n'est pas accidentel. Le législateur européen de 2004 l'a explicitement inscrit dans les considérants du règlement 139/2004 : le principe de non-discrimination entre secteurs public et privé s'impose, et le chiffre d'affaires d'une entreprise publique se calcule « *indépendamment du mode de détention de leur capital ou des règles de tutelle administrative qui leur sont applicables* »²⁴. Autrement dit, une entreprise d'État chinoise est juridiquement traitée comme une entreprise privée ordinaire dès lors qu'elle dispose d'une autonomie économique. Le seul critère d'appréciation est la concurrence effective²⁵, et la seule question que le règlement autorise à poser est celle du test SIEC, autrement dit, cette concentration entrave-t-elle significativement la concurrence effective sur le marché²⁶ ? L'origine des capitaux ou plus précisément l'existence de subventions étrangères sont donc hors du champ d'analyse.

Ce choix philosophique était cohérent dans le contexte de 2004, dominé par des marchés d'acteurs privés poursuivant une logique de profit. Mais l'évolution du contexte économique mondial et notamment la montée en puissance des entreprises d'État étrangères comme acquéreurs dans les secteurs stratégiques européens l'a rendu progressivement inadapté. Les affaires chinoises des années 2010 en offrent une démonstration. Dans les affaires

²⁴ Règl. (CE) n° 139/2004 du Conseil du 20 janvier 2004, JOUE L 24 du 29 janv. 2004, consid. 22.

²⁵ Règl. (CE) n° 139/2004, préc., art. 2, § 1.

²⁶ Règl. (CE) n° 139/2004, préc., art. 2, § 2.

DSM/Sinochem en 2011²⁷, *CNRC/Pirelli* en 2015²⁸ et *ChemChina/Syngenta* en 2017²⁹, la Commission a autorisé des concentrations impliquant des entreprises d'État chinoises sans poser la question de leur financement par l'État Chinois. Dans l'affaire *CNRC/Pirelli*, la Commission reconnaît expressément qu'il n'était « *pas nécessaire de parvenir à une conclusion définitive sur le contrôle ultime de ChemChina, et en particulier sur la question de son indépendance vis-à-vis du SASAC central, car cette relation n'affecterait pas l'issue de l'évaluation concurrentielle de la Commission* »³⁰. La nature étatique de l'acquéreur est constatée puis ignorée. C'est la conséquence directe du choix philosophique du règlement. C'est ce que met en avant Zonta lorsqu'il affirme que « *le règlement concentrations ne tient pas compte de la manière dont la transaction est financée, ni du point de savoir si des subventions étatiques ont été mobilisées à cet effet* »³¹.

Le droit américain partage ce même présupposé de neutralité dans son contrôle antitrust classique. Le Hart-Scott-Rodino Act (HSR) de 1976 soumet les concentrations dépassant certains seuils à l'examen du Department of Justice et de la Federal Trade Commission sur la base d'un critère de réduction substantielle de la concurrence : le « *substantial lessening of competition* »³² sans s'interroger sur l'origine des capitaux mobilisés. Comme le souligne Jackson, la politique américaine a « *fondamentalement maintenu que les investissements directs étrangers ont des effets nets positifs pour l'économie américaine et mondiale* »³³ ce qui fonde la neutralité du HSR, tout comme la philosophie libérale européenne fonde celle du règlement 139/2004.

En revanche, si les deux instruments antitrust classiques sont identiquement neutres, le droit américain dans son ensemble ne l'est pas. Dès 1988, à la suite de l'affaire Fujitsu/Fairchild, dans laquelle un géant japonais avait tenté d'acquérir un fabricant américain de composants intégrés dans les systèmes d'armes du Pentagone sans que le HSR puisse y trouver à redire, le Congrès adopte l'amendement Exon-Florio, créant le pouvoir présidentiel de bloquer les

²⁷ Déc. Comm. CE, COMP/M.6113, 22 novembre 2011, *DSM/Sinochem/JV*.

²⁸ Déc. Comm. CE, COMP/M.7643, 1er juillet 2015, *CNRC/Pirelli*, C(2015) 4608 final.

²⁹ Déc. Comm. CE, COMP/M.7962, 5 avril 2017, *ChemChina/Syngenta*, C(2017) 2167 final.

³⁰ Déc. Comm. CE, COMP/M.7643, *CNRC/Pirelli*, préc., § 21.

³¹ Enrico Zonta, « From economic security to legal uncertainty », *Journal of European Competition Law & Practice*, vol. 16, n° 3, 2025, p. 172.

³² Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act, Pub. L. 94-435, 15 U.S.C. § 18a, 1976.

³³ Jackson, *op. cit.*, p. 1.

acquisitions étrangères menaçant la sécurité nationale³⁴. L'Europe, elle, interviendra bien plus tard.

Cet écart révèle que la neutralité du contrôle antitrust classique a été reconnue comme insuffisante bien plus tôt aux États-Unis. Néanmoins, la réponse choisie, fondée sur la sécurité nationale et non sur la distorsion concurrentielle, sera à l'origine de la divergence philosophique.

Cette neutralité structurelle quant à la source des capitaux a une conséquence directe, elle rend le contrôle classique aveugle à la distorsion spécifique que génèrent les subventions étrangères dans le processus d'acquisition lui-même.

II. La surenchère artificielle : une distorsion du processus d'acquisition invisible pour le contrôle classique

La neutralité du contrôle classique quant à la source des capitaux a une conséquence directe sur le type de distorsion qu'il est en mesure de détecter. Le test SIEC examine l'effet de la concentration sur la structure du marché après l'opération. Autrement dit, il ne s'interroge pas sur les conditions dans lesquelles cette opération a été rendue possible. Or c'est précisément dans ces conditions que réside la distorsion spécifique générée par les subventions étrangères. Dans un marché qui fonctionne normalement, le prix qu'un acquéreur est prêt à payer reflète la valeur économique qu'il espère tirer de l'actif. La subvention rompt ce mécanisme. Elle permet à l'acquéreur subventionné de payer un prix supérieur à la valeur réelle de la cible, « *ce qui peut fausser la valorisation des actifs de l'UE* »³⁵. L'acquéreur non subventionné, contraint par la discipline du marché, est ainsi évincé non pas parce qu'il valorise moins bien l'actif, mais parce qu'il ne peut pas rivaliser avec des ressources publiques étrangères. Ce phénomène, que la littérature économique désigne sous le terme de *deeper pockets*, a été modélisé par Copenhagen Economics : une injection de capital étatique réduit le coût du capital et améliore les conditions d'emprunt de la firme subventionnée au point de lui permettre de surenchérir sur un concurrent qui, en l'absence de subvention, aurait pu remporter l'acquisition³⁶.

³⁴ *Omnibus Trade and Competitiveness Act* of 1988, Pub. L. 100-418, § 5021, codifié à 50 U.S.C. § 4565, amendement Exon-Florio.

³⁵ Commission européenne, COM(2020) 253 final, préc., section 2.1, p. 9.

³⁶ Copenhagen Economics, *Foreign Subsidies Regulation in the Context of Mergers : Tracing the Cause and Effect*, août 2023, p.12-15.

Ce n'est pas un comportement irrationnel comme le théorisait Kornai dès 1986 à propos des entreprises d'État. En effet, une firme qui anticipe un soutien étatique en cas d'échec peut rationnellement offrir davantage qu'un acteur soumis à une contrainte budgétaire dure³⁷. Si ce mécanisme a été initialement décrit dans le contexte des économies planifiées, il s'applique de manière analogue aux entreprises d'État chinoises actives sur les marchés internationaux. Ce faisant, il viole ce que l'OCDE qualifie de neutralité concurrentielle, le principe selon lequel toutes les entreprises doivent être soumises aux mêmes conditions de concurrence indépendamment de leur structure de propriété, en substituant un avantage étatique à une efficience économique réelle³⁸.

Ce que révèle ce mécanisme, c'est l'angle mort structurel du test SIEC. Un acquéreur subventionné peut surenchérir, évincer des concurrents légitimes, et ne créer aucune position dominante au sens du test SIEC, parce que le marché reste structurellement concurrentiel après l'opération. La Commission l'a elle-même reconnu dans son Livre blanc de 2020 « *ni le contrôle des concentrations de l'UE ne tient compte spécifiquement du fait qu'un opérateur économique puisse avoir bénéficié ou non de subventions étrangères, ni ne permet à la Commission d'intervenir et de prendre des décisions uniquement, voire principalement, sur cette base* »³⁹. Par ailleurs, la Commission distingue deux formes de facilitation : la facilitation directe, lorsque la subvention est accordée pour les besoins de l'acquisition, et la facilitation de fait, lorsqu'elle renforce plus généralement la puissance financière de l'acquéreur⁴⁰. Si la première est relativement aisée à identifier, la seconde pose un problème probatoire considérable : comment démontrer qu'une subvention reçue plusieurs années auparavant a permis de surenchérir aujourd'hui ? C'est l'une des limites structurelles du FSR.

L'inadaptation du contrôle classique ne tient pas seulement à son aveuglement face à la surenchère artificielle, elle tient plus fondamentalement à la nature même du phénomène qu'il est appelé à traiter. Car les acquisitions étatiquement soutenues ne sont pas seulement distortives pour la concurrence mais elles sont aussi menaçantes pour la souveraineté économique des États d'accueil. C'est cette dualité intrinsèque que le contrôle classique, par construction, ne peut appréhender.

³⁷ János Kornai, « the Soft Budget Constraint », *Kyklos*, vol. 39, n°1, 1986, p.3-30.

³⁸ OCDE, *Manuel sur la neutralité concurrentielle*, Éditions OCDE, Paris, 2024, p. 7.

³⁹ Commission européenne, COM(2020) 253 final, *préc.*, section 3.1, p. 11.

⁴⁰ Ibid, section 4.2.3, p.30.

Section 2 : La dualité du phénomène : entre distorsion concurrentielle et capture souveraine

La prise en compte des subventions étrangères dans le contrôle des concentrations révèle un phénomène fondamentalement dual, qui résiste à toute appréhension univoque. Ces subventions opèrent simultanément sur deux registres distincts : elles faussent les conditions du processus d'acquisition en conférant à leur bénéficiaire un avantage artificiel sur le marché **(I)**, mais servent également, dans certains cas, une logique politique délibérée visant à s'emparer d'actifs stratégiques dont la valeur excède toute considération de rendement **(II)**. C'est précisément cette articulation entre distorsion concurrentielle et capture souveraine qui rend insuffisante toute approche réductrice du phénomène, et qui impose d'en reconnaître la nature intrinsèquement duale **(III)**.

I. La dimension concurrentielle : la distorsion du processus d'acquisition

La dimension concurrentielle du phénomène dépasse la seule question de la surenchère artificielle, elle affecte également l'ensemble du processus concurrentiel d'acquisition et ses effets durables sur la structure des marchés. Dans un marché qui fonctionne normalement, les actifs vont vers les acquéreurs qui en tirent le plus de valeur, c'est ce mécanisme d'allocation efficiente qui garantit la compétitivité à long terme des économies d'accueil. La subvention étrangère le perturbe en permettant à un acquéreur de remporter une acquisition non pas parce qu'il valorise mieux l'actif, mais parce qu'il dispose de ressources artificiellement amplifiées par son État. La Commission européenne l'a identifié dans son Livre blanc de 2020 : la subvention « *peut permettre à l'acquéreur subventionné de payer un prix plus élevé pour acquérir l'actif que celui qu'il aurait payé en l'absence de subvention, ce qui peut fausser la valorisation des actifs de l'UE* »⁴¹.

Les conséquences concrètes de cette répartition inefficace des ressources sont triples. L'actif acquis peut d'abord être sous-valorisé ou mal exploité, des technologies européennes de pointe peuvent ainsi passer sous le contrôle d'une entreprise dont l'objectif n'est pas de les développer mais de les transférer vers son pays d'origine. Les entreprises non subventionnées évincées lors de l'acquisition perdent ensuite l'accès à des actifs qui auraient pu renforcer leur compétitivité, affaiblissant structurellement l'industrie européenne dans les secteurs concernés. Enfin, le

⁴¹ Commission européenne, COM(2020) 253 final, *prés.*, section 2.1, p. 9

signal de marché est faussé. En effet, un prix d'acquisition artificiellement élevé attire d'autres investissements dans le secteur sur la base d'une réalité économique trompeuse. C'est, comme le souligne l'OCDE, une violation directe de l'égalité des conditions de concurrence générant des « *inefficiences, des distorsions de prix et une modification des incitations* »⁴².

Cette distorsion ne s'arrête pas au moment de l'acquisition. La littérature économique démontre qu'elle se prolonge au-delà, les subventions chinoises, comme le relève Zonta, « *stimulate outward FDI: not only are Chinese firms advantaged in successfully completing a merger or acquisition, but the subsidies also enhance the resulting entity's performance in terms of productivity and innovation capacity* »⁴³.

La distorsion concurrentielle ainsi décrite ne constitue pourtant qu'une face du phénomène. Derrière la surenchère artificielle et la répartition inefficace des ressources se dissimule souvent une autre logique, non plus économique, mais politique, qui confère à certaines acquisitions une dimension souveraine que le droit de la concurrence n'est pas conçu pour appréhender.

II. La dimension souveraine : la capture stratégique des actifs critiques comme logique politique sous-jacente

Certaines acquisitions étatique soutenuent poursuivent une finalité qui dépasse largement la logique économique. La Commission européenne l'affirme dans son Livre blanc de 2020 : l'octroi de subventions étrangères « *peut également être mû par un objectif stratégique visant à établir une présence forte dans l'UE ou à promouvoir une acquisition et, ultérieurement, à transférer les technologies vers d'autres sites de production, potentiellement situés en dehors de l'UE* »⁴⁴. Ce constat est d'autant plus significatif qu'il émane du législateur européen lui-même, celui-là même qui choisira de traiter le phénomène avec les seuls outils de la concurrence. Il révèle que derrière la surenchère artificielle se dissimule parfois une stratégie d'État délibérée, dont la finalité n'est pas le rendement économique mais la capture d'actifs critiques. À ce titre, la Chine, par le biais de son plan industriel Made in China 2025 adopté en

⁴² OCDE, Subsidies, Competition and Trade - *Background Note*, DAF/COM/GF(2022)6, Éditions OCDE, Paris, décembre 2022, p. 1.

⁴³ Enrico Zonta, op. cit., p.172, §3.

⁴⁴ Commission européenne, COM(2020) 253 final, *prés.*, section 2.2, p. 10.

mai 2015, vise une implantation dans une cinquantaine de secteurs technologiques, semiconducteurs, intelligence artificielle, robotique, aérospatiale, biotechnologie. Elle mobilise pour cela des subventions massives orientant ses entreprises vers des acquisitions étrangères ciblées.⁴⁵ Les chiffres en attestent : les IDE chinois en Europe ont été multipliés par cinquante entre 2008 et 2016, passant de 700 millions à 35 milliards d'euros⁴⁶, avec une concentration remarquable sur les secteurs visés en 2023, 69% des IDE chinois en Europe portaient sur les seuls véhicules électriques⁴. La concordance entre les ambitions du plan et les acquisitions effectivement réalisées n'est pas fortuite. Ce que le plan formule en termes de politique industrielle d'État, les deux législateurs l'ont perçu comme une menace, la Commission en termes de distorsion concurrentielle⁴⁷, le Congrès américain en termes de risque pour la sécurité nationale, dénonçant dans le FIRMA « *the unprecedented industrial policies of certain countries of special concern, including aggressive efforts to acquire United States technology, and the blending of civil and military programs* »⁴⁸.

La convergence de ces deux constats, européen et américain, est révélatrice. La divergence entre les deux systèmes ne porte pas sur la perception du phénomène, mais sur la réponse choisie pour y faire face. L'affaire *Broadcom/Qualcomm* l'illustre avec une clarté particulière. En mars 2018, le Président Trump bloque l'acquisition de Qualcomm par Broadcom, une entreprise singapourienne, sans lien avec un gouvernement hostile identifié, sans subvention massive documentée, au motif « *There is credible evidence that leads me to believe that Broadcom Limited [...] through exercising control of Qualcomm Incorporated [...] might take action that threatens to impair the national security of the United States.* »⁴⁹. L'ordre présidentiel précise qu'aucune autre disposition légale ne fournit l'autorité adéquate pour protéger la sécurité nationale en l'espèce⁵⁰ révélant l'inadaptation de tous les autres instruments juridiques face à cette dimension du phénomène. Ce n'est pas la structure du marché qui justifie le blocage, c'est la crainte que sous contrôle de Broadcom, Qualcomm réduise ses investissements dans la 5G,

⁴⁵ State Council of the People's Republic of China, *Made in China 2025*, mai 2015.

⁴⁶ Enrico Zonta, *op. cit.*, p. 169, citant Agatha Kratz et al., *Chinese FDI in Europe : 2022 Update*, Rhodium Group et MERICS, mai 2023.

⁴⁷ Commission européenne, COM(2020) 253 final, *prés.*, section 2.2, p. 10.

⁴⁸ FIRMA, Pub. L. 115-232, § 2(a)(7), 13 août 2018.

⁴⁹ *Presidential Order Regarding the Proposed Takeover of Qualcomm Incorporated by Broadcom Limited*, 12 mars 2018, 83 Fed. Reg. 11355, § 1(a), pris en application de la Section 721 du *Defense Production Act* of 1950, 50 U.S.C. § 4565.

⁵⁰ *Ibid.*, §1(b).

fragilisant le leadership technologique américain face à la Chine. La logique est ici souveraine, pas marchande.

Cette dimension politique sous-jacente n'est pas en soi illégale au regard du droit de la concurrence. Ce droit ne s'interroge pas sur les motivations de l'acquéreur, il mesure les effets de l'opération sur la structure du marché. Une acquisition guidée par une stratégie d'État peut parfaitement satisfaire au test SIEC si elle ne génère pas de position dominante. C'est précisément cet angle mort, entre une logique politique que le droit de la concurrence ignore et une logique concurrentielle que le droit de la souveraineté ne traite pas, qui rend le phénomène insaisissable par les instruments existants.

I. L'impossible réduction d'un phénomène dual à une seule dimension

Le phénomène des acquisitions étatique soutenu résiste à toute tentative de réduction à l'une de ses deux dimensions. Il peut se présenter sous trois configurations distinctes. Un acquéreur peut avoir été massivement subventionné sans poursuivre le moindre objectif stratégique. La dimension concurrentielle existe alors sans la dimension souveraine. Il peut à l'inverse menacer la souveraineté d'un État sans avoir reçu la moindre subvention. L'affaire *Broadcom/Qualcomm* en offre l'illustration : un investisseur singapourien bloqué non pas pour des subventions reçues mais pour l'effet stratégique de son acquisition sur le leadership technologique américain face à la Chine⁵¹. Il peut enfin concentrer les deux dimensions simultanément. En outre, l'affaire *ChemChina/Syngenta* en est l'exemple le plus éloquent : d'un côté, la surenchère artificielle permise par les subventions massives de l'État chinois, dont la Commission a elle-même reconnu qu'elles permettaient de payer un prix supérieur à la valeur réelle de l'actif⁵², de l'autre, le transfert du contrôle des technologies agrochimiques de Syngenta vers une entreprise d'État dont la stratégie s'inscrit explicitement dans les objectifs de *Made in China 2025*⁵³. La Commission autorise l'opération sur la base du test SIEC sans que ni la question des subventions ni celle de la capture d'actifs critiques ne puisse constituer un motif

⁵¹ Presidential Order Regarding the Proposed Takeover of Qualcomm Incorporated by Broadcom Limited, 12 mars 2018, 83 Fed. Reg. 11355, Section 1(b), pris en application de la Section 721 du Defense Production Act of 1950, 50 U.S.C. § 4565.

⁵² Commission européenne, COM(2020) 253 final, préc., section 2.1, p. 9.

⁵³ State Council of the People's Republic of China, *Made in China 2025*, préc.

d'intervention⁵⁴. Les deux dimensions ont des causes différentes, des effets différents, et appellent des solutions différentes. Elles ne sauraient se substituer l'une à l'autre.

Ce que le phénomène révèle par sa complexité, le comportement législatif des deux systèmes le confirme par leurs choix. La Commission européenne crée deux instruments séparés, à savoir le FSR pour la dimension concurrentielle et le règlement filtrage IDE pour la dimension sécuritaire. Elle reconnaît qu'un instrument ne pourrait traiter les deux dimensions⁵⁵. Comme le soulignent Köckritz, Weiss et Winkelmann, « *each regime has different public policy objectives and consequently different substantive standards of assessment* »⁵⁶. Cela confirme que chacun traite une face du phénomène que l'autre ignore. De l'autre côté, le Congrès américain interdit explicitement au CFIUS de considérer des questions d'intérêt économique sans nexus sécuritaire « *the Committee on Foreign Investment in the United States should continue to review transactions for the purpose of protecting national security and should not consider issues of national interest absent a national security nexus* »⁵⁷. Ce même Congrès reconnaît pourtant, dans le Merger Filing Fee Modernization Act adopté en décembre 2022, une loi fédérale américaine introduisant une obligation déclarative sur les subventions étrangères reçues de pays adversaires dans le cadre des notifications antitrust⁵⁸, que les subventions étrangères « *can distort the competitive process by enabling the subsidized firm to submit a bid higher than other firms in the market* ». En tout état de cause, les deux systèmes reconnaissent la dualité du phénomène tout en choisissant de n'en traiter qu'une seule face.

Puisque le phénomène est dual et qu'aucun instrument classique ne peut l'appréhender dans sa totalité, les deux législateurs ont été conduits à créer de nouveaux instruments. La question qui se pose alors n'est pas seulement celle de leur existence, c'est celle de leur adéquation. Car au lieu d'un instrument dual capable de traiter simultanément les deux dimensions, chaque système a choisi la sienne et a explicitement exclu l'autre. C'est précisément cette divergence philosophique, délibérément assumée qu'il convient d'analyser.

⁵⁴ Déc. Comm. CE, COMP/M.7962, *ChemChina/Syngenta*, préc.

⁵⁵ Commission européenne, COM(2020) 253 final, préc., section 6.7, p. 48.

⁵⁶ Christian von Köckritz, Harald Weiss et Kristina Winkelmann, « The EU Foreign Subsidies Regulation : What Antitrust Lawyers Should Know About the New Instrument », *Antitrust Magazine*, American Bar Association, juin 2023, p. 12.

⁵⁷ FIRMA, Pub. L. 115-232, § 2(a)(9), 13 août 2018, préc.

⁵⁸ *Merger Filing Fee Modernization Act* of 2022, Pub. L. 117-328, Title II, § 201, 29 décembre 2022.

Chapitre 2 : La divergence philosophique assumée : entre concurrence et souveraineté

Face au phénomène des acquisitions étatique soutenu, les deux législateurs ont fait le choix de ne traiter qu'une seule de ses deux dimensions comme il a été établi. C'est un choix philosophique, ancré dans des présupposés distincts sur ce que le droit peut et doit légitimement protéger. L'Union européenne a choisi de fonder son intervention sur la distorsion concurrentielle causée par les subventions étrangères, excluant délibérément la dimension souveraine de son champ d'analyse (**Section 1**). Les États-Unis ont fait le choix inverse, en érigeant la sécurité nationale en seul critère légitime d'intervention et en excluant expressément toute considération de nature économique (**Section 2**).

Section 1 : Le Foreign Subsidies Regulation : la primauté du critère concurrentiel et l'exclusion délibérée de la dimension souveraine.

L'objet de la présente section consiste à montrer comment le FSR ancre délibérément son intervention dans la logique concurrentielle et exclut la dimension souveraine de son champ d'analyse (**I**). Mais aussi institutionnellement contraint par la structure constitutionnelle de l'Union (**II**). Il en résulte une conséquence structurelle directe, l'absence de tout ciblage sectoriel comme critère autonome de déclenchement du contrôle (**III**).

I. Un choix philosophique : la distorsion concurrentielle comme seul critère légitime d'intervention

Le FSR ne choisit pas la logique concurrentielle par défaut ou par négligence, il la choisit délibérément et l'inscrit dans ses considérants. Perçu dans la doctrine comme « *a paramount change in the EU approach to competition in the internal market* »⁵⁹, le FSR ancre résolument son intervention dans la logique concurrentielle, celle d'un marché intérieur fonctionnant selon des règles équitables, dont la préservation profite à l'ensemble des États membres. À ce titre, le

⁵⁹ Amedeo Rizzo, « A paramount change in the EU approach to competition in the internal market », Stanford-Vienna Transatlantic Technology Law Forum, Working Paper, mai 2023, SSRN n° 4609016, p. 6.

considérant 7 du règlement met avant que « *L'application et l'exécution appropriées du présent règlement doivent contribuer à la résilience du marché intérieur face aux distorsions causées par des subventions étrangères et concourir ainsi à l'autonomie stratégique ouverte de l'Union* »⁶⁰. La formulation est révélatrice de la hiérarchie des objectifs. En effet, l'autonomie stratégique ouverte est présentée comme une conséquence de la protection du marché non comme l'objectif premier. Pourtant cette notion, dont le contenu demeure volontairement flou⁶¹, aurait pu justifier une logique souverainiste. Le législateur européen a fait un autre choix, celui de la concurrence équitable. La souveraineté économique, elle, est la conséquence d'un instrument dont la finalité première reste la concurrence.

Ce choix transparaît également dans l'exclusion délibérée de la dimension souveraine. Le considérant 10 du règlement le formule sans ambiguïté : « *La mise en œuvre du présent règlement est sans préjudice du droit de chaque État membre de protéger les intérêts essentiels de sa sécurité, conformément à l'article 346 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne* »⁶². La sécurité nationale est ainsi renvoyée à l'article 346 TFUE et exclue du champ d'application du règlement. L'exclusion est délibérée. Cette symétrie avec la Section 2(a)(9) du FIRMA, qui exclut elle-même expressément toute considération économique du champ du CFIUS, est frappante. On observe deux systèmes opposés, deux exclusions délibérées et symétriques.

Le choix de l'institution compétente confirme cette orientation. Le considérant 8 confie à la Commission, autorité de régulation économique, la compétence exclusive pour appliquer le règlement : « *La Commission est seule compétente pour appliquer le règlement et examiner toute subvention étrangère relevant de ce dernier, de sa propre initiative* »⁶³. Si la logique avait été souverainiste, l'instrument aurait impliqué les États membres dans la décision finale, comme c'est le cas dans le règlement filtrage IDE où la décision finale leur appartient. Confier le FSR à la Commission seule, c'est inscrire cet instrument dans la continuité du droit de la concurrence, pas dans celle de la politique étrangère ou de la sécurité nationale.

La doctrine confirme cette lecture. Pour Köckritz, Weiss et Winkelmann, le FSR est précisément conçu pour « *close the perceived 'regulatory gap' in order to ensure a level playing*

⁶⁰ Règl. (UE) 2022/2560, préc., consid. 7.

⁶¹ Parlement européen, *EU Strategic Autonomy 2013-2023 : From Concept to Capacity*, EPRS_BRI(2022)733589, juillet 2022, p. 1.

⁶² Règl. (UE) 2022/2560, préc., consid. 10.

⁶³ Règl. (UE) 2022/2560, préc., consid. 8.

*field among all economic operators active in the internal market »⁶⁴. L'objectif est celui du *level playing field*, non celui de la protection souveraine. Cette orientation est confirmée par la Commission elle-même qui, avant même l'adoption du FSR, avait clairement établi la séparation des deux logiques : « *alors que le règlement sur le filtrage des IDE permet d'évaluer les menaces qui pèsent sur la sécurité et l'ordre public, un éventuel nouvel instrument évalue les distorsions potentielles sur le marché intérieur »⁶⁵.**

Ce choix philosophique ne s'explique cependant pas par la seule volonté du législateur européen, il trouve également sa justification dans une contrainte constitutionnelle que le droit de l'Union impose à la Commission et à laquelle elle ne pouvait pas se soustraire.

II. La contrainte institutionnelle : l'impossibilité de créer un instrument sécuritaire centralisé

Le choix concurrentiel du FSR n'est pas seulement philosophique mais aussi institutionnellement contraint. Le droit de l'Union ne permettait pas à la Commission de créer un instrument sécuritaire centralisé sans empiéter sur la compétence exclusive des États membres sur la sécurité nationale.

Le fondement constitutionnel de cette contrainte est posé par l'article 4§2 TUE : « *La sécurité nationale reste de la seule responsabilité de chaque État membre.* ». Cette disposition affirme que la sécurité nationale est une compétence exclusive des États membres que le Traité soustrait à toute intervention de l'Union. La Commission ne peut pas légitimement créer un instrument sécuritaire centralisé sans violer cette répartition constitutionnelle des compétences. L'article 346§1 TFUE⁶⁶ vient la compléter en permettant aux États membres de prendre les mesures nécessaires à la protection de leurs intérêts essentiels de sécurité sans être soumis aux règles du marché intérieur et le FSR renvoie lui-même explicitement à cet article dans son considérant

⁶⁴ Christian von Köckritz, Harald Weiss et Kristina Winkelmann, « The EU Foreign Subsidies Regulation : What Antitrust Lawyers Should Know About the New Instrument », *Antitrust Magazine*, American Bar Association, juin 2023, p. 2.

⁶⁵ Commission européenne, COM(2020) 253 final, préc., section 6.7, p. 48.

⁶⁶ Art. 346, § 1, b) TFUE, version consolidée, JOUE C 326 du 26 oct. 2012, p. 47.

10⁶⁷, preuve que le législateur européen reconnaît la frontière constitutionnelle qu'il ne peut pas franchir.

La tension entre les compétences est pourtant réelle. La Cour de justice a confirmé que les investissements directs étrangers entrant dans l'Union relèvent de la compétence exclusive de l'Union au titre de la politique commerciale commune⁶⁸. Il existe donc une tension entre deux compétences exclusives, celle de l'Union sur les IDE et celle des États membres sur la sécurité nationale, qui explique et justifie l'architecture duale du système européen. Cette architecture est lisible dans le règlement filtrage IDE lui-même. L'article 1§3 précise qu'« aucune disposition du présent règlement ne restreint le droit de chaque État membre de décider de filtrer ou non un investissement direct étranger donné »⁶⁹. Par ailleurs, le considérant 7 rappelle que « ce cadre commun est sans préjudice de la responsabilité exclusive des États membres pour la sauvegarde de leur sécurité nationale, telle que prévue à l'article 4, paragraphe 2, du TUE »⁷⁰. C'est cette même contrainte qui explique l'architecture du règlement filtrage IDE, dans lequel la décision finale appartient aux États membres et non à la Commission.

Si le FSR avait voulu être souverainiste, il aurait dû adopter la même architecture, avec décision finale aux États membres ce qui aurait pu vider l'instrument de son effectivité centralisée. Bismuth l'avait anticipé dès 2018 en soulignant que le règlement filtrage IDE ait manqué l'opportunité d'intégrer le concept de neutralité concurrentielle dans son mécanisme, alors que les États-Unis avaient déjà envisagé de le faire dans leur propre dispositif⁷¹.

Le contraste avec le système américain est ici éclairant. Les États-Unis sont un État fédéral dans lequel la sécurité nationale est une compétence fédérale exclusive. Le CFIUS peut donc être un instrument sécuritaire centralisé sans heurter la répartition constitutionnelle des compétences. Le Congrès fédéral légifère directement via le FIRRMA sur la sécurité nationale dans les investissements étrangers⁷² sans que les États fédérés interviennent dans la décision. L'Union européenne est une union d'États souverains dans laquelle cette même matière reste une compétence nationale exclusive. Le FSR ne pouvait pas être le CFIUS européen, non pas parce

⁶⁷ Règl. (UE) 2022/2560, préc., consid. 10.

⁶⁸ CJUE, Avis 2/15, 16 mai 2017, ECLI:EU:C:2017:376, §§ 81-82.

⁶⁹ Règl. (UE) 2019/452, préc., art. 1, § 3.

⁷⁰ Règl. (UE) 2019/452, préc., consid. 7.

⁷¹ Régis Bismuth, « Screening the Commission's Regulation Proposal Establishing a Framework for Screening FDI into the EU », *European Investment Law and Arbitration Review*, vol. 3, 2018, p. 57-59.

⁷² FIRRMA, Pub. L. 115-232, 13 août 2018, préc.

que la Commission ne l'aurait pas voulu, mais parce que la structure constitutionnelle de l'Union ne le permet pas.

Si la contrainte institutionnelle explique pourquoi le FSR ne pouvait pas être souverainiste, c'est le choix concurrentiel lui-même qui explique pourquoi il ne peut pas cibler les secteurs stratégiques. Un instrument fondé sur l'égalité des conditions de concurrence ne peut pas discriminer entre secteurs sans trahir sa propre logique.

III. Le coût du choix : l'absence de ciblage sectoriel comme conséquence directe

Le choix de la logique concurrentielle a un coût structurel direct et inévitable. Le FSR ne peut pas cibler les secteurs stratégiques comme critère autonome de déclenchement du contrôle. C'est la conséquence nécessaire de l'universalisme concurrentiel. Autrement dit, un instrument fondé sur la concurrence équitable ne peut pas discriminer entre secteurs sans trahir sa propre logique.

Le considérant 3 du règlement le confirme sans équivoque. Le FSR couvre tous les secteurs, y compris ceux stratégiques pour l'Union, mais les secteurs stratégiques ne sont mentionnés qu'à titre illustratif, jamais comme critère de déclenchement autonome⁷³. Les seuils de notification posés par l'article 20 définissent les conditions dans lesquelles une concentration doit être notifiée à la Commission avant sa réalisation et ne peut être mise en œuvre sans son autorisation préalable. Ces seuils sont purement financiers : d'une part, le chiffre d'affaires total réalisé dans l'Union par l'entreprise acquise, l'entreprise commune ou l'une des entreprises parties à la fusion doit être supérieur à 500 millions d'euros et d'autre part, les contributions financières étrangères cumulées reçues par les parties concernées au cours des trois années précédentes doivent être supérieures à 50 millions d'euros⁷⁴. Ces deux critères sont cumulatifs et aucun ne contient la moindre référence à la nature stratégique du secteur concerné ou à la sensibilité de l'actif acquis. C'est uniquement le volume financier de l'opération et le montant des contributions reçues qui déterminent si le contrôle s'applique, jamais la question de savoir si l'actif acquis relève des semiconducteurs, des infrastructures critiques ou de la restauration.

Ces seuils, comme le rappelle la doctrine, *« ne représentent pas un indice de la nocivité de l'opération de concentration mais constituent avant tout un critère de répartition des »*

⁷³ Règl. (UE) 2022/2560, préc., consid. 3.

⁷⁴ Règl. (UE) 2022/2560, préc., art. 20, § 3.

compétences »⁷⁵. La Commission l'a elle-même reconnu dans son étude d'impact : un seuil élevé a été retenu pour réduire de moitié le nombre de notifications en se focalisant sur les cas les plus importants non pour cibler les secteurs stratégiques⁷⁶. Paradoxalement, ce seuil de 500 millions d'euros est même plus élevé que celui du règlement concentrations fixé à 250 millions d'euros⁷⁷, ce qui conduit à exclure du contrôle FSR, des opérations que le droit commun des concentrations aurait pourtant soumises à examen.

Le contraste avec les deux autres instruments est saisissant. Le règlement filtrage IDE dresse une liste indicative de secteurs justifiant un filtrage : infrastructures critiques, technologies critiques, données sensibles⁷⁸. Le FIRRMA identifie quant à lui les secteurs TID, Technology, Infrastructure, Data, comme critère autonome de déclenchement d'un contrôle renforcé, avec une définition précise de chaque catégorie par les règlements d'application du Trésor américain⁷⁹. Le règlement filtrage IDE européen comme le FIRRMA américain ont fait le choix du ciblage sectoriel, précisément parce qu'ils sont fondés sur la logique sécuritaire. Le FSR, instrument fondé sur la concurrence équitable, ne peut pas réserver un traitement différent à un secteur plutôt qu'à un autre sans trahir sa propre logique.

Ce coût de l'universalisme est également visible dans ses effets pratiques. La notion de contribution financière de pays tiers est si large qu'elle capture des transactions commerciales ordinaires sans rapport avec les secteurs stratégiques, l'achat d'électricité auprès d'un fournisseur public sud-africain est techniquement une Third Country Financial Contribution déclenchant des obligations déclaratives⁸⁰. Dans l'affaire *e&/PPF Telecom*, le FSR s'est appliqué au secteur stratégique des télécommunications non pas parce qu'un critère sectoriel l'imposait, mais uniquement parce que les seuils financiers étaient atteints⁸¹.

Le choix concurrentiel du FSR a ainsi pour coût structurel l'absence de tout ciblage sectoriel et traite toutes les subventions à égalité, quelle que soit la sensibilité de l'actif acquis. Les États-

⁷⁵ Louis Vogel, *Contrôle européen des concentrations*, JuriBases, Lawlex, Paris, 2010, p. 37.

⁷⁶ Commission européenne, *Impact Assessment accompanying the Proposal for a Regulation on foreign subsidies distorting the internal market*, SWD(2021) 99 final, 5 mai 2021, p. 52.

⁷⁷ Règl. (CE) n° 139/2004, préc., art. 1, § 2, b).

⁷⁸ Règl. (UE) 2019/452, préc., art. 4, § 1.

⁷⁹ FIRRMA, Pub. L. 115-232, § 3 ; Department of the Treasury, 31 C.F.R. Part 800, § 800.248, 13 févr. 2020.

⁸⁰ Köckritz, Weiss et Winkelmann, *op. cit.*, p. 5.

⁸¹ Déc. Comm. UE, FS.100011, 24 septembre 2024, *e&/PPF Telecom*.

Unis ont fait le choix inverse, en érigeant la sécurité nationale en seul critère légitime d'intervention, avec ses propres conséquences.

Section 2 : Le régime CFIUS/FIRRMA : la primauté du critère sécuritaire et l'exclusion expresse de la dimension concurrentielle

Le régime CFIUS/FIRRMA repose sur un présupposé philosophique symétrique et inverse de celui du FSR. Là où le législateur européen a choisi de fonder son intervention sur la distorsion concurrentielle en excluant délibérément la dimension souveraine, le législateur américain a érigé la sécurité nationale en seul critère légitime d'intervention en excluant expressément toute considération de nature économique **(I)**. En l'absence de critère subventionnel, le CFIUS utilise la nature de l'investisseur comme critère **(II)**. Ce choix a un coût direct, le CFIUS est aveugle aux acquéreurs privés massivement subventionnés qui ne présentent pas de lien démontrable avec un gouvernement étranger **(III)**.

I. Le choix philosophique : la sécurité nationale comme seul critère légitime d'intervention

Comme établi précédemment, le CFIUS fonde son intervention exclusivement sur la sécurité nationale. Il s'agit ici non pas de décrire ce mécanisme mais de démontrer que ce critère est un choix philosophique délibérément assumé par le législateur américain et non une inadaptation accidentelle.

La Section 2(a)(9) du FIRRMA le pose sans équivoque : « *the Committee on Foreign Investment in the United States should continue to review transactions for the purpose of protecting national security and should not consider issues of national interest absent a national security nexus* »⁸². C'est la symétrie exacte du considérant 10 du FSR, deux exclusions délibérées et opposées, inscrites dans deux textes législatifs par deux législateurs qui connaissent parfaitement l'autre dimension du phénomène. Le mot « *should not consider* » révèle que le Congrès américain reconnaît l'existence d'une dimension économique dans les

⁸² FIRRMA, Pub. L. 115-232, § 2(a)(9), 13 août 2018, préc.

acquisitions étrangères et choisit délibérément de l'exclure du champ du CFIUS. La traduction opérationnelle de ce choix est posée par la Section 721(d)(4)(A) du Defense Production Act : le Président ne peut intervenir que s'il existe des preuves crédibles que l'investisseur étranger « *might take action that threatens to impair the national security of the United States* »⁸³. Il n'y a pas de référence aux subventions reçues ni de référence à la distorsion concurrentielle ou encore de référence à l'origine des capitaux. Comme le confirme le Congressional Research Service, l'examen du CFIUS est conduit « *solely to determine the effect of the transaction on the national security of the United States* »⁸⁴. Le mot « *solely* » pose l'exclusivité du critère sécuritaire avec la même force que le considérant 10 du FSR pose l'exclusion de la sécurité nationale.

L'affaire Broadcom/Qualcomm illustre ce choix philosophique. Comme établi précédemment, en mars 2018, le Président Trump bloque l'acquisition de Qualcomm par Broadcom sans lien avec un gouvernement hostile identifié et sans subvention massive documentée, au seul motif qu'il existe « *credible evidence that [...] Broadcom [...] might take action that threatens to impair the national security of the United States* »⁸⁵. La Section 1(b) du même ordre présidentiel est décisive : « *provisions of law, other than section 721 [...] do not, in my judgment, provide adequate and appropriate authority for me to protect the national security in this matter* »⁸⁶. Gordon et Milhaupt observent que le Trésor américain a été contraint de « *package all concerns about the strategic objectives of state-guided foreign actors in a national security box* »⁸⁷, ce qui révèle à la fois la puissance et les limites du choix philosophique américain.

Ce choix est délibéré. Le même Congrès qui, via le FIRREA, interdit au CFIUS de considérer la dimension économique, reconnaît dans le Merger Filing Fee Modernization Act adopté le même mois que « *foreign subsidies are particularly problematic when granted by countries or entities that constitute a strategic or economic threat to United States interests* »⁸⁸. La reconnaissance de la dimension économique est explicite mais elle est renvoyée vers la logique

⁸³ *Defense Production Act* of 1950, § 721(d)(4)(A), 50 U.S.C. § 4565(d)(4)(A), tel que modifié par le FIRREA, préc.

⁸⁴ Jackson, *op. cit.*, p. 1.

⁸⁵ *Presidential Order Regarding the Proposed Takeover of Qualcomm Incorporated by Broadcom Limited*, 12 mars 2018, 83 Fed. Reg. 11355, préc.

⁸⁶ *Ibid.*, § 1(b).

⁸⁷ Jeffrey N. Gordon et Curtis J. Milhaupt, « China as a 'National Strategic Buyer' », *Columbia Business Law Review*, vol. 2019, n° 1, 2019, p. 238.

⁸⁸ *Merger Filing Fee Modernization Act* of 2022, Pub. L. 117-328, Title II, § 201(a)(1), 29 décembre 2022, préc.

sécuritaire, pas intégrée dans le CFIUS. Le choix américain est ainsi symétrique du choix européen, chacun reconnaît la dimension qu'il exclut, et chacun assume délibérément cette exclusion.

Outre le critère sécuritaire, le CFIUS dispose d'un mécanisme de substitution fondé non pas sur la subvention reçue mais sur la nature même de l'investisseur.

II. Le ciblage par la nature de l'investisseur : l'instrument sécuritaire comme substitut imparfait au contrôle des subventions

En l'absence de critère subventionnel, le CFIUS a développé un autre mécanisme. Plutôt que de s'interroger sur les subventions reçues, il s'interroge sur le lien entre l'acquéreur et un gouvernement étranger.

Le cœur de ce mécanisme est la notion de « *foreign government-controlled transaction* » définie par la Section 721(a)(4) du Defense Production Act, comme toute opération par laquelle un gouvernement étranger ou une entité agissant pour son compte pourrait prendre le contrôle d'une entreprise américaine⁸⁹. Cette qualification déclenche automatiquement une investigation approfondie sans que le CFIUS ait à démontrer une menace concrète ou une distorsion concurrentielle. La nature de l'investisseur suffit. Ce mécanisme est d'autant plus significatif que la montée en puissance des entreprises d'État comme acquéreurs transfrontaliers a précisément rendu ce critère opérationnel. Les entreprises d'État chinoises en offrent l'illustration la plus directe. Leur capital est détenu par le SASAC, la Commission de supervision et d'administration des actifs appartenant à l'État, organisme directement rattaché au Conseil d'État chinois qui est actionnaire des grandes entreprises nationales⁹⁰. Cette structure de propriété fait entrer toute acquisition par une entreprise d'État chinoise dans la définition de la « *foreign government-controlled transaction* ». C'est donc leur lien organique avec l'État chinois et non les subventions qu'elles ont reçues, ni la distorsion concurrentielle qu'elles causent, qui déclenche le contrôle renforcé. Formellement, le FIRREA maintient une neutralité de façade, il ne nomme pas la Chine dans ses définitions. En revanche, cette neutralité de façade s'efface pour certains pays. Une exemption est prévue pour les pays alliés. Le FIRREA autorise

⁸⁹ *Defense Production Act* of 1950, § 721(a)(4), 50 U.S.C. § 4565(a)(4), préc.

⁹⁰ Gordon et Milhaupt, *op. cit.*, p. 213-214.

le CFIUS à exempter de contrôle renforcé les transactions impliquant des investisseurs de certains pays alliés⁹¹. Un investisseur canadien dans les semiconducteurs américains est traité différemment d'un investisseur chinois dans le même secteur, non pas parce que la distorsion concurrentielle diffère mais parce que la menace souveraine est évaluée différemment. Le ciblage est géopolitique, pas concurrentiel.

Malgré leur divergence formelle, les deux systèmes convergent partiellement vers les mêmes cibles pratiques. Comme le notent Köckritz, Weiss et Winkelmann, « *the typical example would be a Chinese company that buys European players with the help of Chinese state funding* »⁹². Le FSR cible la subvention sans nommer la Chine. Le CFIUS cible la Chine sans nommer la subvention. Les deux systèmes atteignent partiellement les mêmes acteurs, les entreprises chinoises étatique­ment soutenues, par des voies formellement opposées.

Néanmoins, ce substitut reste structurellement imparfait. L'Executive Order 14083 intègre la résilience des chaînes d'approvisionnement et le leadership technologique comme facteurs d'analyse CFIUS⁹³, notions qui relèvent davantage de la compétitivité économique que de la sécurité militaire. Le CFIUS tente ainsi de traiter des préoccupations économiques proches de celles du FSR mais sans le dire et sans pouvoir le faire directement, contraint par la Section 2(a)(9) du FIRRMA qui lui interdit de s'aventurer hors du champ sécuritaire.

Ce substitut reste cependant structurellement imparfait, en ciblant l'investisseur plutôt que la subvention, le CFIUS se prive de tout moyen d'appréhender les acquéreurs privés massivement subventionnés qui ne présentent pas de lien démontrable avec un gouvernement étranger.

III. Le coût du choix : l'angle mort des acquéreurs privés massivement subventionnés

Le choix du critère sécuritaire a un coût direct et structurel. Là où le FSR ne voit pas la menace souveraine, le CFIUS ne voit pas la distorsion économique des subventions canalisées via des entités privées formellement indépendantes.

⁹¹ FIRRMA, Pub. L. 115-232, § 721(a)(5)(C)(iii), préc.

⁹² Köckritz, Weiss et Winkelmann, *op. cit.*, p. 2.

⁹³ Executive Order 14083, § 2(a) et (b), 15 septembre 2022, 87 F.R. 57369.

Le critère de la « *foreign government-controlled transaction* » exige un lien démontrable entre l'acquéreur et un gouvernement étranger⁹⁴. Il est structurellement aveugle aux subventions canalisées via des entités privées, fonds d'investissement, intermédiaires financiers, structures offshore, qui ne laissent pas de trace directe de contrôle gouvernemental. Or c'est précisément ce mode opératoire que certains États dont la politique industrielle s'appuie sur des acteurs privés formellement indépendants ont développé. Gordon et Milhaupt le documentent avec précision : la distinction entre entreprises d'État et entreprises privées chinoises est structurellement trompeuse « *high levels of state ownership, the murkiness of corporate ownership in many cases, and the Communist Party's extensive levers of influence over all firms, whether 'state-owned' or 'privately owned,' creates the potential for national strategic motives to be involved in many transactions* »⁹⁵. Un membre du Comité consultatif politique du peuple chinois l'a d'ailleurs formulé explicitement : les entreprises privées sont encouragées à acquérir des technologies étrangères précisément « *because POEs rarely have Chinese government background, they can avoid the scrutiny from foreign governments targeting Chinese SOEs* »⁹⁶, avec un financement étatique fourni discrètement en arrière-plan. Le cas Anbang illustre ce risque concrètement : cette entreprise formellement privée a réalisé une série d'acquisitions étrangères, dont le Waldorf Astoria Hotel à New York, avant d'être reprise par le gouvernement chinois en 2018, révélant a posteriori le caractère étatique de ses motivations⁹⁷.

La Commission européenne a documenté ce mécanisme de financement indirect dès 2017, établissant que l'allocation et la tarification des facteurs de production en Chine, dont le capital, sont influencées de manière très significative par l'État, créant des distorsions qui s'étendent bien au-delà des seules entreprises d'État formellement identifiables⁹⁸. Le FSR prend en compte cette réalité en visant la subvention indépendamment de la structure qui la canalise. Son article 3§2(c) inclut expressément les contributions financières octroyées par « *une entité privée dont les actes peuvent être attribués au pays tiers, compte tenu de l'ensemble des circonstances pertinentes* »⁹⁹. Le CFIUS, lui, ne peut pas atteindre ce résultat, fondé sur la nature de l'investisseur et non sur la subvention, il reste aveugle à ce que le FSR peut voir.

⁹⁴ *Defense Production Act* of 1950, § 721(a)(4), 50 U.S.C. § 4565(a)(4), préc.

⁹⁵ Gordon et Milhaupt, *op. cit.*, p. 198.

⁹⁶ *Ibid.*, p. 220.

⁹⁷ *ibid.*, p. 237-238.

⁹⁸ Commission européenne, *Commission Staff Working Document on Significant Distortions in the Economy of the People's Republic of China*, SWD(2017) 483 final/2, 20 décembre 2017.

⁹⁹ Règl. (UE) 2022/2560, préc., art. 3, § 2, c).

L'interdiction posée par la Section 2(a)(9) du FIRRMA ferme définitivement la porte à toute intégration du critère subventionnel dans le CFIUS. Même si une entreprise privée est massivement subventionnée par un État étranger via des mécanismes opaques, le CFIUS ne peut pas intervenir sur cette base seule, il faut un lien démontrable avec un gouvernement étranger et une menace pour la sécurité nationale¹⁰⁰. Le Merger Filing Fee Modernization Act, s'il reconnaît la problématique des subventions étrangères, la circonscrit aux subventions reçues de « *foreign entities of concern* » dont la Chine, la Russie, l'Iran, la Corée du Nord, sans couvrir les subventions canalisées via des entités privées non identifiées comme telles¹⁰¹. L'angle mort est ainsi double géographique d'un côté, structurel de l'autre. Comme l'angle mort du FSR face à la menace souveraine, celui du CFIUS face aux subventions privées révèle que chaque instrument, cohérent dans sa propre logique, reste structurellement inapte à traiter la dimension qu'il a délibérément exclue.

Les deux législateurs ont ainsi fait des choix philosophiques opposés mais assumés. L'Union européenne en ancrant son intervention dans la seule distorsion concurrentielle, les États-Unis en la fondant exclusivement sur la sécurité nationale. Chacun a résolu une moitié du problème en ignorant délibérément l'autre. Il convient désormais d'examiner dans quelle mesure ces instruments, cohérents dans leur propre logique, permettent effectivement d'atteindre les objectifs qu'ils se sont fixés et ce que révèlent leurs défaillances respectives sur les conditions d'une protection adéquate des secteurs stratégiques.

¹⁰⁰ FIRRMA, Pub. L. 115-232, § 2(a)(9), préc.

¹⁰¹ *Merger Filing Fee Modernization Act of 2022*, Pub. L. 117-328, Title II, § 202, 29 décembre 2022, préc.

PARTIE 2 : Des instruments inaptes à atteindre leurs propres objectifs : défaillances symétriques et conditions d'une protection effective des secteurs stratégiques

Cette seconde partie a pour objet de démontrer que la cohérence philosophique de chaque instrument n'emporte pas son efficacité. En choisissant délibérément de ne traiter qu'une seule dimension du phénomène, le FSR et le régime CFIUS/FIRRMA ont chacun développé des défaillances structurelles qui compromettent leur capacité à atteindre les objectifs qu'ils se sont fixés. Il convient d'examiner ces défaillances symétriques en analysant l'incapacité structurelle de chaque instrument à protéger effectivement les secteurs stratégiques (**Chapitre 1**), avant d'envisager les conditions d'une protection adéquate à la lumière de la fragmentation des réponses existantes et des perspectives de convergence qu'elle appelle (**Chapitre 2**).

Chapitre 1 : Défaillances symétriques : l'incapacité structurelle de chaque instrument à protéger effectivement les secteurs stratégiques

Le FSR et le régime CFIUS/FIRRMA partagent une même défaillance structurelle. Chacun est inapte à atteindre ses propres objectifs dans les secteurs stratégiques. Les défaillances du FSR tiennent à l'incapacité du critère concurrentiel à protéger effectivement ces secteurs (**Section 1**). Celles du CFIUS tiennent au pouvoir discrétionnaire souverain qui génère arbitraire et imprévisibilité (**Section 2**).

Section 1 : Les défaillances du FSR : l'incapacité du critère concurrentiel à protéger les secteurs stratégiques

Le FSR révèle deux défaillances qui compromettent sa capacité à protéger effectivement les secteurs stratégiques. La première tient à ses seuils purement financiers qui laissent hors de tout contrôle des acquisitions pourtant stratégiquement sensibles (**I**). La seconde tient aux limites intrinsèques du critère concurrentiel lui-même, qui se neutralise en l'absence de concurrents (**II**). Enfin, le balancing test présente une insécurité juridique (**III**).

I. L'angle mort des acquisitions sous les seuils dans les secteurs stratégiques

Le FSR conditionne l'obligation de notification préalable à deux seuils cumulatifs purement financiers : le chiffre d'affaires de la cible dans l'Union doit être supérieur à 500 millions d'euros et les contributions financières étrangères reçues par les parties au cours des trois années précédentes doivent dépasser 50 millions d'euros¹⁰². Ces seuils ont été délibérément calibrés pour réduire le nombre de notifications. La Commission reconnaît elle-même dans son étude d'impact qu'un seuil élevé « *réduirait de moitié le nombre de notifications en se focalisant sur les cas les plus importants* »¹⁰³. Mais ce que la Commission qualifie de « *cas les plus importants* » s'entend en termes de volume financier, pas de sensibilité stratégique. Or dans les secteurs stratégiques, les actifs les plus critiques ne sont pas nécessairement les plus grands. Une entreprise de taille intermédiaire maîtrisant une technologie de rupture dans les semi-conducteurs, une startup développant une intelligence artificielle appliquée à la défense, ou un équipementier de niche dont la technologie conditionne la souveraineté industrielle européenne peuvent très bien rester sous ces seuils tout en représentant un enjeu stratégique considérable. Comme le souligne la doctrine, les seuils du droit des concentrations « *ne représentent pas un indice de la nocivité de l'opération de concentration mais constituent avant tout un critère de répartition des compétences* »¹⁰⁴, transposé au FSR, ce constat signifie que le déclenchement du contrôle ne dit rien sur la sensibilité stratégique de l'actif acquis. Une acquisition d'actif critique sous les seuils échappe entièrement au contrôle obligatoire, sans qu'aucun mécanisme légal n'impose d'y remédier.

Le législateur a anticipé cette limite en dotant la Commission d'un pouvoir de call-in, soit la faculté de demander la notification préalable de toute concentration ne remplissant pas les seuils si elle soupçonne l'existence de subventions étrangères distortives¹⁰⁵. Mais ce mécanisme ne comble pas l'angle mort, il le confirme. Les Lignes directrices FSR publiées en janvier 2026 précisent que la Commission « *entend utiliser activement ces pouvoirs, avec un accent*

¹⁰² Règl. (UE) 2022/2560, préc., art. 20, § 3.

¹⁰³ Commission européenne, *Impact Assessment accompanying the Proposal for a Regulation on foreign subsidies distorting the internal market*, SWD(2021) 99 final, 5 mai 2021, p. 52.

¹⁰⁴ Louis Vogel, *Contrôle européen des concentrations*, JuriBases, Lawlex, Paris, 2010, p. 37.

¹⁰⁵ Règl. (UE) 2022/2560, préc., art. 20, § 5 et art. 21, § 5.

*particulier sur les cas impliquant des actifs stratégiques ou des secteurs sensibles »¹⁰⁶. Mais ces lignes directrices révèlent également que « la Commission jouit d'une marge de discrétion pour décider de demander une notification préalable » elle peut l'exercer, elle n'y est pas contrainte. Le call-in n'est pas une garantie légale de protection des secteurs stratégiques, c'est un pouvoir qui peut être perçu comme discrétionnaire, dont l'exercice dépend des priorités politiques de la Commission et de l'information dont elle dispose sur des opérations qu'on ne lui a précisément pas notifiées. Comme le reconnaît la doctrine, ce mécanisme « *augmente matériellement les risques d'exécution et de calendrier et oblige les entreprises à intégrer le risque de call-in dans leur planification* »¹⁰⁷ ce qui révèle son caractère d'aléa juridique plutôt que de protection garantie.*

La pratique décisionnelle de la Commission confirme cette analyse. Sur plus de 230 notifications M&A reçues depuis l'entrée en vigueur du FSR jusqu'à fin février 2026, seulement deux transactions ont fait l'objet d'une enquête approfondie¹⁰⁸. Ce ratio, deux enquêtes approfondies pour 230 notifications, illustre que le FSR fonctionne comme un instrument de contrôle sélectif. Et ce constat ne porte que sur les opérations notifiées. Les acquisitions sous les seuils, qui ne font l'objet d'aucune notification obligatoire, échappent entièrement à ce décompte. La Commission en a elle-même tiré les conséquences dans sa première décision FSR : dans l'affaire e&/PPF Telecom, elle a imposé à e& l'obligation « *d'informer la Commission des futures acquisitions qui ne sont pas des concentrations soumises à l'obligation de notification au titre du FSR* »¹⁰⁹. Cet engagement est analytiquement révélateur, si les seuils suffisaient à garantir la protection des secteurs stratégiques, un tel mécanisme de surveillance complémentaire n'aurait pas été nécessaire. C'est un aveu institutionnel indirect que le contrôle obligatoire ne couvre pas tous les risques dans les secteurs stratégiques.

Enfin, la vulnérabilité structurelle des seuils est aggravée par leur contournement possible par structuration créative. La rédaction de l'article 20§3 du FSR ouvre la porte à des montages destinés à maintenir les opérations sous les seuils, notamment pour les entreprises communes récemment créées auxquelles aucun chiffre d'affaires ne peut être attribué, ou pour des

¹⁰⁶ Commission européenne, *Lignes directrices sur l'application de certaines dispositions du règlement (UE) 2022/2560*, C(2026) 42 final, 9 janvier 2026.

¹⁰⁷ *ibid.*

¹⁰⁸ Slaughter and May (cabinet d'avocats), « EU Foreign Subsidies Regime : Emerging trends shaping deals in 2026 », mars 2026.

¹⁰⁹ Commission européenne, décision du 24 septembre 2024, affaire FS.100011, *e&/PPF Telecom*, communiqué de presse IP/24/4842.

acquisitions structurées en plusieurs étapes dont chacune reste individuellement sous le seuil¹¹⁰. Le législateur en a implicitement reconnu le risque en prévoyant à l'article 49 du FSR la possibilité de modifier les seuils après évaluation¹¹¹, mais cette évaluation ex post ne protège pas les secteurs stratégiques ex ante. L'angle mort subsiste jusqu'à ce que la Commission décide de le combler, si tant est qu'elle le décide.

II. La neutralisation du FSR en l'absence de concurrents

Le critère concurrentiel du FSR suppose, pour fonctionner, l'existence d'une concurrence à distordre. L'article 4§1 du règlement définit la distorsion comme la situation dans laquelle une subvention étrangère « *est susceptible d'améliorer la position concurrentielle de l'entreprise concernée dans le marché intérieur et, ce faisant, affecte réellement ou potentiellement la concurrence dans le marché intérieur* »¹¹². Cette définition est cohérente avec la logique de l'instrument. Un outil de droit de la concurrence ne peut pas s'intéresser à autre chose qu'à la concurrence. Mais elle révèle une limite structurelle dans les secteurs stratégiques. Le FSR peut autoriser des acquisitions formellement correctes selon sa propre logique, mais qui soulèvent tout de même des questions que l'instrument n'est pas conçu pour traiter. Dans *l'affaire e&/PPF Telecom*, la Commission constate des subventions massives et réelles : une garantie illimitée de l'État émirati, des prêts et des instruments de dette entrant dans la catégorie la plus susceptible de créer une distorsion au sens de l'article 5§1 d) du FSR. Elle conclut néanmoins à l'absence de distorsion dans le processus d'acquisition : « *The foreign subsidies received by e& did not lead to actual or potential negative effects on competition in the acquisition process. e& was the sole bidder for the target and had sufficient own resources to perform the acquisition, which reflected the target's market value, so that foreign subsidies did not alter the outcome of the acquisition process* »¹¹³. La Commission est formelle, en l'absence de concurrents dans le processus d'acquisition, il n'y a pas de distorsion concurrentielle à constater. Mais cette décision correcte au sens du FSR autorise le transfert de contrôle d'une infrastructure de télécommunications critique dans cinq États membres vers une entreprise d'État émiratie massivement subventionnée. Le FSR ne peut pas examiner si ce transfert est souhaitable au

¹¹⁰ Johannes Barbist, « Die Verordnung über den Binnenmarkt verzerrende drittstaatliche Subventionen », p. 245-246.

¹¹¹ Règl. (UE) 2022/2560, préc., art. 49.

¹¹² Règl. (UE) 2022/2560, préc., art. 4, § 1.

¹¹³ Commission européenne, décision du 24 septembre 2024, affaire FS.100011, *e&/PPF Telecom*, préc.

regard de la souveraineté économique des États concernés puisque cette question lui est constitutionnellement étrangère. Cette question souveraine est précisément celle que le règlement filtrage IDE est censé traiter mais comme établi précédemment, cet instrument confie la décision finale aux États membres individuellement, chacun appréciant pour son propre territoire si l'acquisition menace sa sécurité nationale ou son ordre public.

Ce que révèle l'affaire *e&/PPF Telecom* n'est donc pas un dysfonctionnement de l'instrument, c'est l'écart structurel entre la question que le FSR peut poser est la question que soulève également l'acquisition, outre l'impact sur la concurrence, dans un secteur stratégique. Autrement dit, le FSR répond à la question de savoir s'il y a une distorsion concurrentielle dans le processus d'acquisition. Mais dans les secteurs stratégiques, la question qui pourrait se poser est de qui contrôle désormais cet actif, et quelles sont les conséquences pour la sécurité économique des États d'accueil. Ces deux questions ne se recoupent pas nécessairement. Une acquisition peut être sans effet anticoncurrentiel et simultanément problématique pour la souveraineté économique, précisément parce que l'actif acquis est rare, non reproductible, et que son transfert de contrôle modifie de manière potentiellement irréversible la structure industrielle du secteur. Le FSR, en s'interdisant de poser la seconde question, produit des décisions formellement correctes mais insuffisantes au regard des enjeux que soulèvent ces acquisitions.

L'affaire *ADNOC/Covestro*, confirme a contrario que le critère concurrentiel peut fonctionner quand la structure de marché le permet. Dans cette affaire, des concurrents potentiels existaient et la Commission a pu constater une distorsion dans le processus d'acquisition¹¹⁴. Comme le soulignent Greg Dowell et Foad Hoseinian, « *this is the first finding of a distortion in the acquisition process; in e&/PPF, no such distortion was found, given: the absence of rival bidders* »¹¹⁵. Mais même dans *ADNOC/Covestro*, où la distorsion a été constatée et des engagements imposés, la décision finale est une autorisation conditionnelle, pas un blocage.

Le balancing test intervient pour peser les effets négatifs contre les effets positifs de la transaction et peut conduire à autoriser malgré la distorsion constatée. C'est cette seconde limite qu'il convient d'examiner.

¹¹⁴ Commission européenne, décision du 14 novembre 2025, affaire FS.100156, *ADNOC/Covestro*, communiqué de presse IP/25/2687.

¹¹⁵ Greg Dowell et Foad Hoseinian, « European Commission conditionally approves ADNOC–Covestro deal », Macfarlanes, 1er décembre 2025.

III. L'insécurité juridique du balancing test : l'absence de protection garantie des secteurs stratégiques

Même lorsque le FSR parvient à constater une distorsion concurrentielle dans un secteur stratégique, il ne garantit pas la protection de ce secteur. Entre le constat de distorsion et la décision finale s'interpose systématiquement le balancing test de l'article 6§1 du règlement, mécanisme par lequel la Commission met en balance les effets négatifs de la subvention en termes de distorsion et les effets positifs de cette subvention sur le développement de l'activité économique subventionnée dans le marché intérieur, compte tenu des effets positifs plus larges au regard des objectifs de politique pertinents de l'Union¹¹⁶. Ce mécanisme n'est pas accessoire, il est constitutif du système. Les articles 11§1 à 11§4 b) du règlement prévoient trois résultats possibles à l'issue de cet examen : la Commission peut accepter des engagements si la distorsion est pleinement et efficacement corrigée, interdire la concentration si les effets négatifs l'emportent, ou adopter une décision de ne pas émettre d'objection si les effets positifs l'emportent. Or les deux affaires vues précédemment, celles adoptées à l'issue d'une enquête approfondie, c'est-à-dire les cas les plus complexes où la Commission a estimé que des préoccupations sérieuses justifiaient une investigation complète, ont toutes deux abouti à une autorisation sous conditions, jamais à une interdiction¹¹⁷.

Ce résultat n'est pas le fruit d'une application défaillante, il est la conséquence structurelle d'un balancing test dont les critères sont par nature indéterminés. Les Lignes directrices FSR publiées en janvier 2026 le reconnaissent explicitement « *l'exercice est intrinsèquement factuel et la Commission souligne qu'il n'est pas possible de déclarer à l'avance qu'une catégorie de subvention générera nécessairement des effets positifs qui l'emporteront sur la distorsion* »¹¹⁸ Köckritz, Weiss et Winkelmann le formulent, le test laisse à la Commission « *almost unlimited discretion in identifying and weighing the potential negative and positive effects of a foreign subsidy* »¹¹⁹. Cette discrétion est structurellement problématique dans les secteurs stratégiques. Un acquéreur étranger peut toujours arguer d'effets positifs larges et difficilement quantifiables pour contrebalancer une distorsion précisément constatée.

¹¹⁶ Règl. (UE) 2022/2560, préc., art. 6, § 1.

¹¹⁷ Déc. Comm. UE, FS.100011, 24 septembre 2024, *e&PPF Telecom*, préc. ; Déc. Comm. UE, FS.100156, 14 novembre 2025, *ADNOC/Covestro*, préc.

¹¹⁸ Commission européenne, *Lignes directrices sur l'application de certaines dispositions du règlement (UE) 2022/2560*, C(2026) 42 final, préc., point 100.

¹¹⁹ Köckritz, Weiss et Winkelmann, *op. cit.*, p. 9.

La charge de la preuve aggrave cette imprévisibilité. Les Lignes directrices FSR confirment que « *Il incombe dès lors à la personne intéressée par la prise en compte des effets positifs (y compris l'entreprise faisant l'objet de l'enquête) de fournir les informations établissant l'existence de tels effets positifs.* »¹²⁰. Dans l'affaire *e&/PPF Telecom*, e& a invoqué des synergies générées par la transaction pour faire valoir des effets positifs dans le balancing test. La Commission les a rejetées, non pas parce qu'elles étaient inexistantes, mais parce qu'elles étaient générées par la transaction elle-même et non par les subventions étrangères¹²¹. Ce rejet révèle que le balancing test est plus exigeant que prévu pour les parties qui cherchent à l'invoquer, mais il ne réduit pas pour autant l'imprévisibilité structurelle du test, dont les conditions d'application varient nécessairement au cas par cas.

La décision *ADNOC/Covestro* illustre une seconde dimension de cette imprévisibilité ; la possible déconnexion entre l'engagement accepté et la distorsion constatée. La Commission a accepté comme engagement le partage des brevets de durabilité de Covestro avec certains acteurs du marché, au motif que ce partage « *balancerait* » les effets négatifs de la transaction. Or comme le notent Greg Dowell et Foad Hoseinian, cet engagement « *therefore seems clear the commitment doesn't address the post-transaction distortion summarised above* »¹²². Le balancing test peut produire des résultats qui s'éloignent de la distorsion concurrentielle initiale pour intégrer des considérations de politique industrielle plus larges.

En tout état de cause, le balancing test repose sur une appréciation de la Commission européenne, dont l'issue dépend de la pondération des effets négatifs et positifs de la subvention étrangère. En raison du caractère intrinsèquement casuistique de cette mise en balance, l'application du mécanisme demeure entourée d'une certaine imprévisibilité pour les opérateurs économiques. L'instrument concurrentiel apparaît dès lors capable de constater une distorsion, sans pour autant assurer avec certitude qu'elle donnera lieu à une protection effective des intérêts stratégiques concernés.

Si les défaillances du FSR tiennent aux limites intrinsèques du critère concurrentiel, celles du régime CFIUS/FIRRMA sont d'une nature différente et révèlent les coûts propres à la logique souveraine.

¹²⁰ Commission européenne, *Lignes directrices*, C(2026) 42 final, préc., point 135.

¹²¹ Stibbe, « Setting the Stage : the European Commission's first in-depth FSR Decision », note de praticiens, 30 avril 2025.

¹²² Macfarlanes, « European Commission conditionally approves ADNOC–Covestro deal », préc.

Section 2 : Le CFIUS : le pouvoir discrétionnaire souverain comme vecteur d'arbitraire et d'incohérence

L'objet de cette section consiste à démontrer que les défaillances du CFIUS tiennent à sa nature même. Son architecture souveraine comprenant immunité juridictionnelle et opacité des décisions, est source d'arbitraire et d'imprévisibilité **(I)**. En outre, son critère sécuritaire le rend aveugle aux subventions canalisées via des entités privées **(II)**.

I. L'opacité procédurale : immunité juridictionnelle et confidentialité totale comme vecteurs d'arbitraire

Le régime CFIUS/FIRRMA repose sur une architecture délibérément soustraite au contrôle juridictionnel. Cette soustraction est expressément posée par le Defense Production Act. La Section 721(e) dispose que les actions et conclusions du Président dans le cadre d'une procédure CFIUS « *shall not be subject to judicial review* »¹²³. Aucun tribunal ne peut donc examiner le fond d'une décision présidentielle de blocage, ni vérifier si la menace invoquée était réelle, ni contrôler si la procédure a été conduite de manière équitable.

Cette immunité est d'autant plus significative que le standard d'intervention est lui-même très bas. Le Président peut bloquer une transaction dès lors qu'il existe des « *credible evidence that leads [him] to believe that the foreign interest exercising control might take action that threatens to impair the national security* »¹²⁴. Le mot « *might* », est important. Cela suppose qu'il ne faille pas démontrer une menace avérée, mais seulement une possibilité de menace. Or une décision fondée sur une probabilité subjective appréciée par le Président sur la base de preuves classifiées et non communiquées est difficile voire impossible à contester. On ne peut pas réfuter ce qu'on ignore.

C'est précisément là qu'intervient la seconde composante de cette architecture, la confidentialité totale. La Section 721(c) du Defense Production Act dispose que toute information soumise dans le cadre de la procédure CFIUS est exemptée de divulgation et ne peut être rendue publique¹²⁵. Les décisions du CFIUS ne sont pas publiées. Les parties ne savent ni ce qu'on ne

¹²³ *Defense Production Act* of 1950, § 721(e), 50 U.S.C. § 4565(e).

¹²⁴ *Defense Production Act* of 1950, § 721(d)(4)(A), 50 U.S.C. § 4565(d)(4)(A), préc.

¹²⁵ *Defense Production Act* of 1950, § 721(c), 50 U.S.C. § 4565(c).

leur reproche ni sur quelles preuves la décision repose. L'affaire *Ralls Corp. v. CFIUS* met en exergue les effets concrets de cette opacité. Ralls Corporation, société américaine détenue par deux ressortissants chinois, avait acquis des parcs éoliens dans l'Oregon à proximité d'une zone militaire restreinte. Le CFIUS émet des ordres de mitigation puis le Président Obama bloque l'opération et ordonne la cession des actifs. Ralls conteste devant les tribunaux en invoquant une violation du due process mais ne peut formuler aucun argument de fond précis pour une raison simple. Ni l'ordre du CFIUS ni l'ordre présidentiel n'avaient « *disclosed the nature of the national security threat the transaction posed or the evidence on which CFIUS relied in issuing the orders* »¹²⁶. La Cour d'appel fédérale du District de Columbia a reconnu qu'un minimum procédural s'imposait mais a maintenu l'immunité sur le fond de la décision sécuritaire. L'immunité de fond est ainsi rendue possible précisément parce que la confidentialité totale prive les parties de toute connaissance des motifs réels. Les deux défaillances se renforcent donc mutuellement.

À ce titre, Berg relève que le CFIUS dispose d'une discrétion « *seemingly unlimited* » dans l'identification et la pondération des facteurs de sécurité nationale, et que cette indétermination « *virtually eviscerate[s] any predictive capabilities* » pour les investisseurs étrangers¹²⁷. Un investisseur étranger ne peut pas savoir à l'avance si son opération sera bloquée, sur quelle base, ni comment s'y opposer, ce qui dissuade des investissements légitimes dans les secteurs stratégiques américains au même titre que les investissements problématiques.

L'affaire *Nippon Steel/US Steel* illustre l'arbitraire que le système américain peut produire. En janvier 2025, le Président Biden bloque l'acquisition de US Steel par Nippon Steel, premier sidérurgiste japonais et allié stratégique des États-Unis, au motif qu'il existe des preuves crédibles que l'acquéreur « *might take action that threatens to impair the national security of the United States* ». En juin 2025, le Président Trump rouvre le dossier et autorise l'opération sous conditions via un National Security Agreement¹²⁸. Deux présidents soumis au même standard légal et à la même transaction ont divergé dans leur position. L'un bloque, l'autre autorise, sans qu'aucun des deux n'ait à expliquer publiquement son raisonnement. L'ordre Trump réaffirme pourtant formellement l'existence de « *credible evidence* » de menace

¹²⁶ *Ralls Corp. v. Committee on Foreign Investment in the United States*, United States Court of Appeals, D.C. Circuit, 15 juillet 2014, n° 13-5315, p. 10.

¹²⁷ Ariel Y. Berg, « A Tale of Two Statutes : Using IEEPA's Accountability Safeguards to Inspire CFIUS Reform », *Columbia Law Review*, vol. 118, n° 7, novembre 2018, p. 1772 et 1789.

¹²⁸ Executive Order du 13 juin 2025, *Order Regarding the Proposed Acquisition of United States Steel Corporation by Nippon Steel Corporation*, 90 Fed. Reg., FR Doc. 2025-11372.

sécuritaire tout en autorisant l'opération, ce qui signifie que la même menace justifie simultanément le blocage et l'autorisation selon la présidence en place. C'est la démonstration la plus directe que l'immunité juridictionnelle combinée à la confidentialité totale peut produire des résultats contradictoires sans qu'aucun mécanisme de contrôle ne puisse en corriger l'incohérence.

Ce constat n'est pas sans conséquence pour les secteurs stratégiques. Un investisseur étranger qui envisage une acquisition dans un secteur critique aux États-Unis ne peut pas anticiper avec certitude si son opération sera autorisée ou bloquée, non pas parce que les règles sont claires et qu'il ne les respecte pas, mais parce que les règles sont par nature indéterminées et leur application dépend de l'appréciation souveraine et non contrôlable d'une autorité politique. Berg souligne que le FIRRMA a aggravé les défaillances en élargissant le champ de compétence du CFIUS « *without introducing any corresponding accountability mechanism* », faisant du CFIUS « *an even bigger black box* »¹²⁹. L'opacité du régime n'est donc pas un dysfonctionnement accidentel, c'est un choix législatif assumé et renforcé dans le temps.

Si l'opacité procédurale du CFIUS génère arbitraire et imprévisibilité dans le traitement des investisseurs, le critère sécuritaire sur lequel il repose révèle une seconde défaillance d'une nature différente, celle de l'angle mort des subventions canalisées via des entités privées.

II. L'angle mort des subventions canalisées via des entités privées : une défaillance spécifique au critère sécuritaire.

Le CFIUS fonde son intervention sur un critère qui exige un lien démontrable entre l'acquéreur et un gouvernement étranger. La Section 721(a)(4) du Defense Production Act définit la « *foreign government-controlled transaction* » comme toute opération qui pourrait aboutir au contrôle d'une entreprise américaine par un gouvernement étranger ou par une entité contrôlée par ce gouvernement ou agissant pour son compte¹³⁰. Ce critère est cohérent avec la logique sécuritaire du CFIUS. Il cible le lien entre l'acquéreur et un État étranger

¹²⁹ Berg, *op. cit.*, p. 1790.

¹³⁰ *Defense Production Act* of 1950, § 721(a)(4), 50 U.S.C. § 4565(a)(4), préc.

potentiellement hostile. Mais il est structurellement aveugle à une catégorie d'acteurs qui ne présente pas ce lien de manière formellement démontrable, les entités privées massivement soutenues par un État étranger sans en être juridiquement contrôlées.

Cette limite structurelle est d'autant plus significative que la frontière entre entreprises privées et entreprises d'État est, dans certains contextes, délibérément brouillée. Gordon et Milhaupt le soulignent. Ils mettent en avant que le niveau élevé de propriété étatique, l'opacité des structures de propriété dans de nombreux cas, et l'influence étendue du Parti communiste sur toutes les entreprises chinoises, qu'elles soient publiques ou privées, « *creates the potential for national strategic motives to be involved in many transactions* »¹³¹. La distinction formelle entre State-Owned Enterprises (SOE) et Privately-Owned Enterprises (POE) que le critère du CFIUS mobilise implicitement ne reflète donc pas la réalité du contrôle étatique effectif sur les décisions d'acquisition.

Ce brouillage est exploité. Gordon et Milhaupt citent un membre du Comité consultatif politique du peuple chinois qui l'exprime: « *Because POEs rarely have Chinese government background, they can avoid the scrutiny from foreign governments targeting Chinese SOEs. The government should provide financing to POEs for their cross-border deals and even state-owned companies could provide funding in the background to POEs* »¹³². L'angle mort du CFIUS n'est donc pas une lacune mais une faille connue qui permet de canaliser un soutien étatique via des structures formellement privées pour contourner le critère de contrôle gouvernemental.

L'affaire Anbang en offre une illustration. Anbang Insurance Group était une entreprise formellement privée qui a réalisé une série d'acquisitions étrangères financées par la dette, dont l'achat du Waldorf Astoria Hotel à New York dans une transaction examinée et autorisée par le CFIUS. En février 2018, le gouvernement chinois prend le contrôle d'Anbang, révélant a posteriori le caractère étatique de ses motivations. Comme le formulent Gordon et Milhaupt, cette affaire « *raises an additional risk associated with overseas Chinese acquisitions: that a domestic target acquired by a private Chinese buyer in a transaction cleared by CFIUS [...] may ultimately wind up under the control of the Chinese government* »¹³³. Le CFIUS avait

¹³¹ Jeffrey N. Gordon et Curtis J. Milhaupt, « China as a 'National Strategic Buyer' », *Columbia Business Law Review*, vol. 2019, n° 1, 2019, p. 198.

¹³² Gordon et Milhaupt, *op. cit.*, p. 220.

¹³³ *Ibid.*, p. 237-238.

appliqué son critère correctement. Anbang n'était pas formellement contrôlée par le gouvernement chinois au moment de l'acquisition. Mais ce résultat formellement correct a produit un transfert d'actif stratégique vers le contrôle étatique chinois que le critère sécuritaire n'avait pas su anticiper.

Ce que le CFIUS ne peut pas voir, le FSR peut en revanche partiellement l'appréhender. L'article 3§2 c) du règlement FSR inclut dans la définition de la contribution financière étrangère celle octroyée par « *une entité privée dont les actes peuvent être attribués au pays tiers, compte tenu de l'ensemble des circonstances pertinentes* »¹³⁴. Le FSR vise la subvention indépendamment de la structure qui la canalise. Le CFIUS, fondé sur la nature de l'investisseur et son lien formel avec un gouvernement étranger, ne peut pas atteindre ce résultat.

L'interdiction posée par la Section 1702(b)(9) du FIRRMA ferme définitivement la porte à toute intégration du critère subventionnel dans le CFIUS « *the Committee on Foreign Investment in the United States should continue to review transactions for the purpose of protecting national security and should not consider issues of national interest absent a national security nexus* »¹³⁵. Même si une entreprise privée est massivement financée par un État étranger via des mécanismes opaques, le CFIUS ne peut pas intervenir sur cette seule base. Il faut un lien démontrable avec un gouvernement étranger. Le Merger Filing Fee Modernization Act, pourtant le texte le plus récent reconnaissant la problématique des subventions étrangères, ne comble pas davantage cet angle mort. Sa Section 202 cible exclusivement les subventions reçues de « *foreign entities of concern* » désignées nommément : Chine, Russie, Iran, Corée du Nord, sans couvrir les subventions canalisées via des entités privées non identifiées comme telles¹³⁶. L'angle mort est ainsi double, géographique d'un côté, structurel de l'autre .

Le FSR et le régime CFIUS/FIRRMA révèlent ainsi des défaillances mais de nature distincte. L'un incapable de garantir une protection concurrentielle effective dans les secteurs stratégiques, l'autre est générateur d'arbitraire et aveugle aux subventions canalisées via des entités privées. Ces défaillances ne s'expliquent pas seulement par les limites techniques de chaque instrument, elles s'inscrivent dans un contexte plus large de fragmentation des réponses

¹³⁴ Règl. (UE) 2022/2560, préc., art. 3, § 2, c).

¹³⁵ FIRRMA, Pub. L. 115-232, § 2(a)(9), 13 août 2018, préc.

¹³⁶ *Merger Filing Fee Modernization Act of 2022*, Pub. L. 117-328, Title II, § 202, 29 décembre 2022, préc.

juridiques face à des stratégies d'acquisition qui, elles, opèrent à l'échelle mondiale. Il convient dès lors d'examiner dans quelle mesure cette fragmentation compromet toute perspective de protection effective des secteurs stratégiques, et quelles conditions permettraient d'y remédier.

Chapitre 2 : Les perspectives d'une protection effective des secteurs stratégiques

L'identification des défaillances symétriques du FSR et du CFIUS conduit naturellement à s'interroger sur les perspectives d'une protection plus effective. Cette réflexion se déploie en deux temps. La fragmentation des réponses juridiques produit des effets concrets sur la protection des secteurs stratégiques qui méritent d'être mesurés (**Section 1**), avant que ne soient dégagées les conditions d'une réponse adéquate, supposant le dépassement des présupposés unilatéraux qui caractérisent les instruments existants (**Section 2**).

Section 1 : La fragmentation des réponses et ses effets concrets sur la protection des secteurs stratégiques

La fragmentation des réponses face aux acquisitions étrangères dans les secteurs stratégiques se manifeste à deux niveaux distincts, entre les États d'abord, dont les instruments demeurent désynchronisés face à des stratégies d'acquisition globales (**I**), au sein du système européen ensuite, où le FSR et le filtrage des investissements directs étrangers coexistent sans articulation satisfaisante (**II**).

I. Des réponses différentes face à des stratégies d'acquisition globales

Les stratégies d'acquisition des acteurs étatique­ment soutenus sont par nature globales. Elles ciblent simultanément des actifs dans plusieurs juridictions, exploitent les angles morts de chaque système de contrôle et s'adaptent aux réponses nationales au fur et à mesure qu'elles se renforcent. Face à ces stratégies coordonnées, les réponses juridiques restent nationales ou régionales, fragmentées et non concertées. Comme le soulignent Gordon et Milhaupt, les approches nationales « *differ in their details, have gaps in coverage, and lack follow-up mechanisms to monitor the behavior of the acquirer once a deal has been cleared* »¹³⁷. Cette fragmentation entre le système européen et le système américain est particulièrement difficile à documenter dans la mesure où le CFIUS ne publie pas ses décisions, rendant impossible l'identification de cas concrets où le FSR et le CFIUS auraient traité la même opération différemment. Cette opacité est elle-même révélatrice. L'absence de transparence comparative empêche toute évaluation de la cohérence des réponses face aux mêmes acteurs et aux mêmes

¹³⁷ Jeffrey N. Gordon et Curtis J. Milhaupt, *op. cit.*, p. 200-201.

stratégies. Deux illustrations récentes permettent néanmoins de mesurer concrètement les effets de cette fragmentation, l'une dans sa dimension entre États, l'autre dans sa dimension transatlantique.

L'affaire Nexperia illustre la fragmentation entre États face à une même stratégie d'acquisition. Nexperia est une entreprise de semiconducteurs établie aux Pays-Bas, filiale de Wingtech, un groupe coté à la Bourse de Shanghai dont 30% des actions sont détenues par des gouvernements locaux et régionaux chinois et des fonds d'investissement affiliés¹³⁸. En juillet 2021, Nexperia acquiert Newport Wafer Fab, l'un des plus grands fabricants de semiconducteurs du Royaume-Uni. En novembre 2022, le gouvernement britannique ordonne la cession de 86% du capital au titre du National Security and Investment Act 2021, estimant que la transaction crée un risque pour les capacités britanniques dans les semiconducteurs composites et facilite l'accès à des savoir-faire technologiques sensibles¹³⁹. Le 30 septembre 2025, soit trois ans plus tard, le ministre néerlandais de l'Économie émet à son tour un ordre administratif fondé sur la *Wet beschikbaarheid goederen* enjoignant à Nexperia de conserver son entreprise et ses moyens de production, en réponse aux préoccupations suscitées par le risque de transfert d'actifs stratégiques vers la Chine¹⁴⁰. La même entreprise, la même chaîne de contrôle chinois, les mêmes actifs stratégiques dans les semiconducteurs et pourtant deux réponses nationales distinctes, avec des délais décalés de trois ans, des instruments juridiques différents, et aucune coordination entre le Royaume-Uni, les Pays-Bas et l'Union européenne. Le FSR n'a joué aucun rôle dans cette affaire, non pas parce qu'il était inapplicable, mais parce que la dimension souveraine qui a motivé les décisions britannique et néerlandaise échappe structurellement à son critère concurrentiel.

La dimension transatlantique de la fragmentation se révèle quant à elle dans les effets extraterritoriaux des décisions américaines unilatérales sur les opérateurs européens. Le 29 septembre 2025, le Bureau of Industry and Security américain adopte la « *Affiliates Rule* » une règle étendant les contrôles à l'exportation à toutes les entités étrangères détenues à 50% ou plus par des entités figurant sur l'Entity List, comblant ainsi un angle mort exploité par les structures d'acquisition indirectes¹⁴¹. Cette réforme unilatérale produit des effets immédiats sur

¹³⁸ Gerechtshof Amsterdam, Ondernemingskamer, 11 février 2026, ECLI:NL:GHAMS:2026:318, point 2.5.

¹³⁹ UK Government, *Newport Wafer Fab decision : notice of final order*, 16 novembre 2022.

¹⁴⁰ Gerechtshof Amsterdam, Ondernemingskamer, préc., point 2.66.

¹⁴¹ U.S. Department of Commerce, Bureau of Industry and Security, « Expansion of End-User Controls to Cover Affiliates of Certain Listed Entities », 90 Fed. Reg. 47201, 30 septembre 2025.

les entreprises européennes qui approvisionnent ou sont approvisionnées par des filiales d'entités listées sans aucune concertation préalable avec l'Union européenne. La règle est suspendue le 10 novembre 2025 après un accord commercial entre les présidents Trump et Xi Jinping¹⁴², révélant que les décisions américaines de contrôle des investissements et des exportations peuvent être adoptées et révoquées au gré de considérations diplomatiques bilatérales US/Chine dans lesquelles l'Europe n'est pas partie prenante. La fragmentation est ainsi non seulement géographique dans la mesure où chaque juridiction répond séparément, mais aussi temporelle et politique puisque les réponses varient au rythme des rapports de force diplomatiques, laissant les opérateurs européens exposés à une insécurité juridique qu'aucun instrument communautaire ne peut absorber.

Si la fragmentation entre États révèle l'absence de coordination internationale face à des stratégies d'acquisition globales, une fragmentation d'une nature différente affecte le système européen lui-même, celle qui oppose, sur une même opération, la logique concurrentielle du FSR et la logique souveraine du règlement filtrage IDE.

II. La fragmentation interne au système européen : le FSR et filtrage IDE comme réponses parallèles

La fragmentation est également interne au système européen lui-même. Le FSR et le règlement filtrage IDE ont été conçus pour répondre au même phénomène d'acquisitions étrangères potentiellement problématiques mais selon des logiques radicalement différentes et sans mécanisme de coordination contraignant entre eux. Comme l'ont analysé Dackö, Brodin et Arlebo, le règlement filtrage IDE évalue « *dans quelle mesure les subventions étrangères ont un impact sur la sécurité et l'ordre public d'un État membre* » tandis que le FSR cible « *les investissements étrangers subventionnés pour préserver le level playing field* », soit deux objectifs distincts qui peuvent se heurter sur une même opération.¹⁴³

¹⁴² Freshfields, « BIS Suspends the 'Affiliates Rule' Expanding End User Export Controls for One Year », note de praticiens, novembre 2025.

¹⁴³ Carolina Dackö, Charlotta Brodin et Alice Arlebo, « The FDI Screening Mechanisms and the Draft EU Foreign Subsidy Regulation - Potential Conflicts of Interests and in Application », *Zeitschrift für Europarechtliche Studien* (ZEuS), vol. 3, 2022, p. 515-516.

L'ampleur de ce chevauchement est considérable. Sur les 53 concentrations pré-notifiées au titre du FSR jusqu'en février 2024, 26 ont simultanément fait l'objet d'un contrôle FDI dans un ou plusieurs États membres¹⁴⁴. Près de la moitié des opérations soumises au FSR font donc l'objet d'un double examen, concurrentiel au niveau de la Commission, sécuritaire au niveau national, selon des critères distincts, dans des délais potentiellement différents, avec des issues qui peuvent diverger. Cela supposerait que cette situation impose aux entreprises de coordonner elles-mêmes des procédures que les législateurs ont délibérément séparées, générant des coûts et des risques temporels considérables.

Le risque de collision entre les deux instruments n'est pas hypothétique. Dackö, Brodin et Arlebo ont formalisé le scénario de collision le plus préoccupant, celui dans lequel une même acquisition reçoit deux décisions contradictoires. La Commission l'autorise sous conditions au titre du FSR, estimant que les effets positifs de l'opération surpassent les risques de distorsion concurrentielle mais l'État membre bloque simultanément au titre du filtrage IDE pour des raisons de sécurité nationale. Ces mesures iraient dans des directions diamétralement opposées, laissant l'investisseur étranger avec une marge de manœuvre étroite réduisant la valeur réelle de l'acquisition envisagée¹⁴⁵. Cela reflète une tension structurelle entre deux compétences, celle de la Commission sur la distorsion concurrentielle et la compétence exclusive des États membres sur la sécurité nationale posée par l'article 4§2 TUE.

Cette fragmentation interne au système européen s'inscrit elle-même dans un contexte plus large d'absence de coordination transatlantique

Cette fragmentation interne au système européen s'inscrit dans un contexte plus large d'absence d'instrument juridique commun entre l'Union européenne et les États-Unis pour traiter les acquisitions étrangères subventionnées dans les secteurs stratégiques. Le FSR et le CFIUS reposent sur des logiques incompatibles, l'un ancré dans la concurrence, l'autre dans la sécurité nationale, qui rendent toute convergence institutionnelle structurellement difficile à court terme. Comme le montre la suspension de l'*Affiliates Rule* américaine au lendemain d'un accord diplomatique bilatéral US/Chine, les décisions américaines de contrôle des investissements sont soumises à des calculs géopolitiques dans lesquels l'Europe n'est pas partie prenante. La protection effective des secteurs stratégiques suppose pourtant une réponse coordonnée,

¹⁴⁴ Commission européenne, *FSR Brief*, n° 1, février 2024, p. 2.

¹⁴⁵ Carolina Dackö, Charlotta Brodin et Alice Arlebo, *op. cit.*, p. 515-516.

condition que ni la fragmentation interne au système européen ni l'absence de coopération internationale ne permettent aujourd'hui de satisfaire.

Il convient dès lors d'examiner dans quelle mesure des perspectives de protection effective des secteurs stratégiques peuvent être dégagées, et à quelles conditions un instrument véritablement adapté à la nature duale du phénomène pourrait être envisagé.

Section 2 : Les conditions d'une protection effective des secteurs stratégiques : dépassement des présupposés unilatéraux

L'objet de cette section consiste à étudier les modèles alternatifs (I) puis à envisager les conditions d'un instrument dual (II).

I. Les modèles alternatifs : entre troisième voie nationale et réforme multilatérale

L'analyse des défaillances symétriques du FSR et du CFIUS révèle une lacune structurelle commune : aucun des deux instruments n'a été conçu pour appréhender simultanément la dimension concurrentielle et la dimension souveraine du phénomène que constituent les acquisitions réalisées par des entreprises bénéficiant d'un soutien étatique étranger. Le recours au droit comparé permet d'identifier des solutions concrètes là où le droit européen et le droit américain restent lacunaires.

Le premier enseignement du droit comparé montre que l'instrument dual existe. Le *Foreign Acquisitions and Takeovers Act 1975* australien, dans sa version consolidée amendée par le *Foreign Investment Reform (Protecting Australia's National Security) Act 2020*¹⁴⁶ constitue l'exemple le plus abouti de ce que peut être un cadre législatif capable de traiter, dans le même instrument et par la même autorité, les deux dimensions du phénomène. Le FATA distingue explicitement deux catégories d'actions soumises à contrôle, les *significant actions* soumises à un test d'intérêt national et les *notifiable national security actions* soumises à un test de sécurité nationale¹⁴⁷. Le Treasurer peut, sur le fondement de la Section 67(1), interdire une acquisition

¹⁴⁶ *Foreign Acquisitions and Takeovers Act 1975*, n° 92, 1975, tel qu'amendé par le *Foreign Investment Reform (Protecting Australia's National Security) Act 2020*, n° 114, 2020, Compilation n° 35, compilée au 5 décembre 2025.

¹⁴⁷ *Foreign Acquisitions and Takeovers Act 1975*, préc., § 3.

proposée s'il estime que « *taking the significant action would be contrary to the national interest* », et intervenir séparément, sur le fondement de la Section 67(1A), lorsque l'action serait « *contrary to national security* ». Les deux critères coexistent sans s'exclure ni se confondre. La prise en compte du soutien étatique est facilitée par la définition particulièrement large de *foreign government investor* et de *separate government entity* à la Section 4, qui permet d'appréhender des acquéreurs liés à un gouvernement étranger y compris lorsque ce lien est indirect ou diffus, là où le FSR ne peut intervenir qu'à partir de subventions formellement notifiées au-delà du seuil de notification. Le FATA prévoit en outre un mécanisme de suivi post-autorisation par lequel le Treasurer peut rouvrir un dossier en cas de changement matériel des circonstances ou d'évolution du marché¹⁴⁸, comblant ainsi l'absence de suivi identifiée comme défaillance commune du FSR et du CFIUS. Enfin, les décisions concluant à l'existence d'un risque de sécurité nationale sont soumises au contrôle de l'*Administrative Review Tribunal*¹⁴⁹, offrant une solution intermédiaire entre l'opacité structurelle du CFIUS et la transparence contentieuse du FSR.

Le droit canadien offre une seconde illustration, complémentaire de la première sur un point décisif. La *loi sur l'Investissement Canada*, R.S.C. 1985, c. 28¹⁵⁰ énonce dès sa Section 2 un objet dual explicite : « *to provide for the review of significant investments in Canada by non-Canadians in a manner that encourages investment, economic growth and employment opportunities in Canada and to provide for the review of investments in Canada by non-Canadians that could be injurious to national security.* » Ce caractère dual est confirmé sur le plan institutionnel : « *The Investment Canada Act (ICA) provides for both net benefit and national security reviews of foreign investments into Canada* »¹⁵¹. L'originalité du modèle canadien tient à la structure du « *net benefit test* » lui-même. La Section 20 de l'ICA liste six facteurs que le Ministre doit prendre en compte lorsque cela est pertinent : l'effet sur le niveau et la nature de l'activité économique au Canada, le degré de participation des Canadiens dans l'entreprise, l'effet sur la productivité et le développement technologique, l'effet sur la concurrence, la compatibilité avec les politiques industrielles, économiques et culturelles nationales, et la contribution à la compétitivité canadienne sur les marchés mondiaux. Ce test

¹⁴⁸ *Foreign Acquisitions and Takeovers Act* 1975, préc., § 79A(1)(b)(ii) et (iii).

¹⁴⁹ *Foreign Acquisitions and Takeovers Act* 1975, préc., § 130A.

¹⁵⁰ *Investment Canada Act*, R.S.C. 1985, c. 28 (1st Supp.), tel qu'amendé en dernier lieu le 3 septembre 2024.

¹⁵¹ Government of Canada, Innovation, Science and Economic Development Canada (ISED), *Updated Backgrounder : An Act to amend the Investment Canada Act*, décembre 2022.

n'est pas un test purement concurrentiel car il intègre des considérations de politique industrielle nationale qui permettent d'apprécier l'investissement dans sa globalité. Pour les entreprises d'État en particulier, la définition de *state-owned enterprise* à la Section 3 est suffisamment large pour couvrir non seulement les gouvernements étrangers et leurs agences mais aussi « *an entity that is controlled or influenced, directly or indirectly, by a government or agency* », permettant d'appréhender des acquéreurs bénéficiant de subventions étrangères sans que le lien formel avec l'État soit démontré. Le document institutionnel *Statement Regarding Investment by Foreign State-Owned Enterprises* (ISED)¹⁵² précise en outre que la charge de la preuve repose sur l'investisseur « *the burden of proof is on foreign investors to convince the Minister that the investment is likely to be of net benefit to Canada* » renversant structurellement la logique du FSR où c'est la Commission qui doit démontrer la distorsion.

Le *National Security and Investment Act 2021* (NSIA) britannique complète ce tableau comparatif, non pour sa dimension économique puisqu'il est aveugle aux subventions étrangères, mais pour ce qu'il apporte sur la question du contrôle juridictionnel et de la souplesse temporelle. Fondé sur un critère unique de risque pour la sécurité nationale, le Secretary of State pouvant intervenir dès lors qu'il « *reasonably suspects* » qu'une acquisition « *has given rise to or may give rise to a risk to national security* »¹⁵³. Il s'affranchit du critère concurrentiel du FSR tout en soumettant ses décisions au contrôle juridictionnel¹⁵⁴ et en disposant d'un pouvoir de *call-in* rétroactif jusqu'à cinq ans¹⁵⁵. Ces caractéristiques montrent qu'un instrument plus souple que le FSR et plus transparent que le CFIUS est institutionnellement réalisable. Mais le NSIA ne traite pas la dimension économique et son critère reste indéterminé. La déclaration du Secretary of State ne le lie pas dans l'exercice de ses pouvoirs¹⁵⁶.

Mais ces trois systèmes partagent une même limite structurelle, ils restent unilatéraux, et aucun ne peut à lui seul résoudre le problème de la fragmentation des réponses. C'est pourquoi la doctrine a formulé une proposition qui dépasse le cadre national.

Gordon et Milhaupt observent que « *the national approaches differ in their details, have gaps in coverage, and lack follow-up mechanisms to monitor the behavior of the acquirer once a*

¹⁵² Government of Canada, Innovation, Science and Economic Development Canada (ISED), *Statement Regarding Investment by Foreign State-Owned Enterprises*.

¹⁵³ *National Security and Investment Act 2021*, c. 25, § 1(1).

¹⁵⁴ *National Security and Investment Act 2021*, préc., § 49.

¹⁵⁵ *National Security and Investment Act 2021*, préc., § 2.

¹⁵⁶ *National Security and Investment Act 2021*, préc., § 3(8).

deal has been cleared »¹⁵⁷. Ce constat fonde leur proposition d'un régime multilatéral d'éligibilité. Leur architecture repose sur trois éléments complémentaires, qu'ils proposent d'élaborer sous l'égide de l'OCDE¹⁵⁸: un engagement de l'acquéreur à poursuivre des objectifs commerciaux indépendants de toute directive gouvernementale, un régime d'éligibilité permettant de surveiller le respect de cet engagement pour les entreprises dont le lien avec l'État soulève des questions au sens où elles subissent une contrainte budgétaire douce qui les distingue des acteurs privés¹⁵⁹ et un secrétariat chargé d'évaluer la conformité. Ce dispositif n'a pas vocation à remplacer les systèmes nationaux, il est « *designed to supplement and complement, rather than to replace, national-level screening regimes* »¹⁶⁰ mais son originalité tient à ce qu'il cible les motivations de l'acquéreur plutôt que sa nature formelle, permettant de traiter simultanément les deux dimensions du phénomène.

Gordon et Milhaupt reconnaissent les limites politiques de leur proposition mais concluent que « *a multilateral approach is preferable to continued tightening of national security screening regimes at the national level* »¹⁶¹, ouvrant ainsi la voie aux conditions d'une réponse véritablement adéquate.

II. Les conditions d'une réponse adéquate : vers un instrument dual

L'analyse comparée des défaillances du FSR et du CFIUS, croisée avec l'étude des modèles alternatifs, permet de dégager ce que devrait être un instrument plus adapté à la nature duale du phénomène. Non pas une liste de conditions formelles, mais une logique d'ensemble que les systèmes existants approchent sans jamais atteindre pleinement.

Ce que le droit australien et le droit canadien démontrent en premier lieu, c'est qu'un même instrument peut traiter les deux dimensions sans les confondre. La Section 20 de l'ICA canadien, qui articule le *net benefit test* autour de six facteurs cumulatifs intégrant à la fois des considérations économiques et des considérations de gouvernance de l'acquéreur, en offre une illustration parfaite. Un tel critère permettrait d'appréhender ce que ni le FSR ni le CFIUS ne parviennent à saisir ensemble, le fait qu'un acquéreur étatique subventionné crée

¹⁵⁷ Gordon et Milhaupt, *op. cit.*, p. 200-201.

¹⁵⁸ Gordon et Milhaupt, *op. cit.*, p. 244.

¹⁵⁹ Gordon et Milhaupt, *op. cit.*, p. 247.

¹⁶⁰ Gordon et Milhaupt, *op. cit.*, p. 242.

¹⁶¹ Gordon et Milhaupt, *op. cit.*, p. 251.

simultanément une distorsion sur le marché et un risque pour la souveraineté économique de l'État d'accueil.

Ce que le droit canadien apporte en outre, et que ni le FSR ni le CFIUS ne prévoient, c'est une inversion de la charge de la preuve pour les acquéreurs dont le lien avec un gouvernement étranger soulève des questions. Faire peser sur l'investisseur la démonstration de son orientation commerciale et de son indépendance vis-à-vis des directives gouvernementales n'est pas seulement une question de procédure, c'est la traduction juridique d'un constat que Gordon et Milhaupt ont formalisé. Celui selon lequel, les entreprises bénéficiant d'un soutien étatique subissent une contrainte budgétaire douce qui les distingue structurellement des acteurs privés et ne permet pas de les présumer commercialement neutres¹⁶².

Mais aucun des systèmes étudiés ne constitue à lui seul la réponse. Le FATA australien offre la dualité du critère et le suivi post-autorisation, mais conserve une discrétion exécutive excessive. L'ICA canadien apporte l'inversion de la charge de la preuve et une appréciation globale de l'acquéreur, mais reste territorialement limité. Le NSIA britannique démontre la compatibilité du contrôle juridictionnel avec la protection des secteurs stratégiques, mais demeure aveugle à la dimension économique. Ce que l'analyse comparée enseigne, ce n'est donc pas qu'il faudrait transposer l'un de ces modèles, c'est qu'une réponse adéquate devrait en emprunter les apports respectifs tout en palliant leurs défaillances. C'est de la combinaison de ces apports, et non de la transposition de l'un d'entre eux, que pourrait émerger un instrument véritablement adapté. Un tel instrument devrait protéger simultanément deux intérêts que le droit existant traite encore séparément : la concurrence, en appréhendant les distorsions créées par les subventions étrangères dès le stade du contrôle des concentrations, et la souveraineté économique, en permettant d'évaluer les motivations de l'acquéreur indépendamment de la forme juridique que prend son lien avec un État étranger. C'est précisément cette double protection que la proposition de Gordon et Milhaupt vise à institutionnaliser à l'échelle multilatérale, un régime d'éligibilité élaboré sous l'égide de l'OCDE permettrait de traiter à la source le problème des motivations de l'acquéreur, là où les instruments nationaux ne peuvent qu'en constater les effets dans les limites de leur compétence territoriale.

¹⁶² Gordon et Milhaupt, *op. cit.*, p. 247.

CONCLUSION

Le présent mémoire a mis en évidence que la protection des secteurs stratégiques face aux acquisitions réalisées par des entreprises bénéficiant d'un soutien étatique étranger suppose, en premier lieu, de reconnaître la nature duale du phénomène. Le FSR et le CFIUS constituent chacun une réponse cohérente dans sa propre logique, mais cette cohérence interne est précisément la source de leur inadéquation respective. En ancrant son intervention dans la seule distorsion concurrentielle, le FSR traite efficacement la dimension économique du phénomène tout en restant structurellement aveugle à sa dimension souveraine. En fondant son contrôle exclusivement sur la menace sécuritaire, le CFIUS protège la souveraineté nationale tout en ignorant les distorsions que l'acquéreur introduit sur le marché. Aucun des deux ne peut donc, pris isolément, assurer une protection effective des secteurs stratégiques au sens plein du terme. Le droit comparé enseigne qu'un dépassement est possible. Mais aucun système national étudié ne peut à lui seul résoudre le problème de la fragmentation des réponses. Toute protection adéquate suppose donc, non seulement un dépassement des présupposés philosophiques qui fondent aujourd'hui chacun de ces instruments, mais une coordination multilatérale sans laquelle les stratégies d'acquisition globales continueront d'exploiter les lacunes que chaque système, pris isolément, laisse inévitablement ouvertes.

BIBLIOGRAPHIE

DOCTRINE GÉNÉRALE

Ouvrages et articles

Gordon (J.) et Milhaupt (C.), China as a 'National Strategic Buyer' », *Columbia Business Law Review*, vol. 2019, n° 1, 2019.

Kornai (J.), « The Soft Budget Constraint », *Kyklos*, vol. 39, 1986, p. 3-30.

L'UNION EUROPÉENNE

Articles, études, chroniques (doctrine)

Bismuth (R.), « Pour une appréhension plus complète et plus cohérente des investissements étrangers dans les entreprises stratégiques européennes », *Revue internationale de droit économique*, 2018.

Dackö (A.), Brodin (N.) et Arlebo (L.), « The Foreign Subsidies Regulation and EU FDI Screening : A Collision Course ? », *Zeitschrift für europäisches Unternehmens- und Verbraucherrecht*, vol. 3, 2022, pp. 505-520, DOI : 10.5771/1435-439X-2022-3-505.

Köckritz (C.), Weiss (A.) et Winkelmann (F.), « The Foreign Subsidies Regulation in M&A Transactions : Practical Implications and Open Questions », *European Competition Law Review*, 2023.

Scholke (H.), Gayk (F.) et Trapp (R.), « Das neue EU-Beihilfenrecht für Drittlandssubventionen », *Neue Zeitschrift für Kartellrecht*, 2022, p. 628.

Zonta (M.), « Foreign Subsidies and the Internal Market : Toward a Level Playing Field ? », *European Law Review*, 2022.

Zöttl (J.) et Werner (C.), « FSR und M&A-Kontrolle », *Neue Zeitschrift für Kartellrecht*, n° 9/2022, p. 478.

Commentaires de praticiens

Dowell (G.) et Hoseinian (F.), « FSR in M&A : Key Takeaways from the First Two Phase II Decisions », *Freshfields client briefing*, 2025.

Rapports, communications et documents institutionnels

Commission européenne, *Livre blanc sur les subventions étrangères faussant le marché intérieur*, COM(2020) 253 final, 17 juin 2020.

Commission européenne, *Étude d'impact accompagnant la proposition de règlement relatif aux subventions étrangères faussant le marché intérieur*, SWD(2021) 399 final, 5 mai 2021.

Commission européenne, *FSR Brief*, Issue 1, février 2024.

Commission européenne, *Lignes directrices relatives au Règlement (UE) 2022/2560 sur les subventions étrangères*, janvier 2026.

Copenhagen Economics, *Foreign State Subsidies in the EU : How Big, How Harmful ?*, rapport commandé par la Commission européenne, 2021.

OCDE, *Competitive Neutrality : Maintaining a Level Playing Field between Public and Private Business*, Éditions OCDE, Paris, 2012.

Textes législatifs et réglementaires

Traité sur l'Union européenne, art. 4§2.

Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, art. 346.

Règlement (CE) n° 139/2004 du Conseil du 20 janvier 2004 relatif au contrôle des concentrations entre entreprises, *Journal officiel de l'Union européenne*, L 24 du 29 janvier 2004.

Règlement (UE) 2019/452 du Parlement européen et du Conseil du 19 mars 2019 établissant un cadre pour le filtrage des investissements directs étrangers dans l'Union européenne, *Journal officiel de l'Union européenne*, L 79I du 21 mars 2019.

Règlement (UE) 2022/2560 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 relatif aux subventions étrangères faussant le marché intérieur, Journal officiel de l'Union européenne, L 330 du 23 décembre 2022.

Décisions de la Commission européenne

Commission européenne, décision M.7704 - *CNRC/Pirelli*, 15 juin 2015.

Commission européenne, décision M.7932 - *ChemChina/Syngenta*, 5 avril 2017.

Commission européenne, décision M.9706 - *DSM/Sinochem*, 8 novembre 2011.

Commission européenne, décision M.10332 - *e&/PPF Telecom Group*, 4 décembre 2023.

Commission européenne, décision M.10747 - *ADNOC/Covestro*, 14 novembre 2024.

Décisions juridictionnelles

Gerechtshof Amsterdam, Ondernemingskamer, 11 février 2026, ECLI:NL:GHAMS:2026:318.

ÉTATS-UNIS

Textes législatifs et réglementaires

Defense Production Act of 1950, 50 U.S.C. § 4565, tel qu'amendé.

Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988 (amendement Exon-Florio), Pub. L. 100-418, 23 août 1988.

Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act of 1976, 15 U.S.C. § 18a.

Foreign Investment Risk Review Modernization Act of 2018 (FIRRMA), Pub. L. 115-232, 13 août 2018.

Merger Filing Fee Modernization Act of 2022, Pub. L. 117-328, décembre 2022.

Executive Order 14083, *Ensuring Robust Consideration of Evolving National Security Risks by the Committee on Foreign Investment in the United States*, 15 septembre 2022, 87 Fed. Reg. 57369.

U.S. Department of Commerce, Bureau of Industry and Security, *Expansion of End-User Controls to Cover Affiliates of Certain Listed Entities* (« Affiliates Rule »), 90 Fed. Reg. 47201, 30 septembre 2025.

Documents institutionnels

Congressional Research Service, *The Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS)*, dernière mise à jour 2023.

Commentaires de praticiens

Freshfields, « BIS Suspends the "Affiliates Rule" », *client briefing*, 20 novembre 2025.

Fieldfisher, « Chips on the Table », *client briefing*, octobre 2025.

Décisions

Ralls Corp. v. Committee on Foreign Investment in the United States, 758 F.3d 296 (D.C. Cir. 2014).

Presidential Order Regarding the Acquisition of Qualcomm Incorporated by Broadcom Limited, 12 mars 2018.

Presidential Order Regarding the Proposed Acquisition of United States Steel Corporation by Nippon Steel Corporation, janvier 2025.

Presidential Order Regarding the Proposed Acquisition of United States Steel Corporation by Nippon Steel Corporation, juin 2025.

DROIT COMPARÉ

Australie

Textes législatifs

Foreign Acquisitions and Takeovers Act 1975, No. 92, 1975, tel qu'amendé par le *Foreign Investment Reform (Protecting Australia's National Security) Act 2020*, No. 114, 2020, Compilation No. 35, 5 décembre 2025.

Canada

Textes législatifs

Investment Canada Act, R.S.C. 1985, c. 28 (1st Supp.), tel qu'amendé en dernier lieu le 3 septembre 2024.

Documents institutionnels

Government of Canada, Innovation, Science and Economic Development Canada (ISED), *Statement Regarding Investment by Foreign State-Owned Enterprises*.

Government of Canada, ISED, *Updated Backgrounder : An Act to amend the Investment Canada Act*, décembre 2022.

Government of Canada, ISED, *Annual Report 2024-2025 on the Investment Canada Act*, 2026.

Government of Canada, ISED, *Policy Regarding Foreign Investments from State-Owned Enterprises in Critical Minerals under the Investment Canada Act*.

Royaume-Uni

Textes législatifs

National Security and Investment Act 2021, c. 25.

Décisions administratives

UK Government, *Newport Wafer Fab : notice of final order under the National Security and Investment Act 2021*, 16 novembre 2022.

Pays-Bas

Décisions administratives

Ministerial Order, fondé sur la *Wet beschikbaarheid goederen*, 30 septembre 2025 (affaire Nexperia/Newport Wafer Fab).