



# La lettre des secteurs stratégiques

Le contrôle des investissements étrangers dans les fusions-acquisitions



**Pascal DUPEYRAT**

Conseil stratégique en transactions sensibles - *Relians*  
Expert du contrôle IEF et du CFIUS

pascal.dupeyrat@relians.fr



**Alexandre CAPEL**

Doctorant - Université Panthéon Assas / Sciences Po  
Contrôle des investissements étrangers

alexandre.capel@sciencespo.fr

« *Les États n'ont pas d'amis, ils n'ont que des intérêts* », Charles de Gaulle.



## EDITORIAL

### **B**ienvenue dans la lettre des secteurs stratégiques.

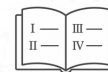
Dans un contexte de recomposition des équilibres économiques et géopolitiques, le contrôle des investissements étrangers s'affirme comme un instrument central des politiques publiques de sécurité économique.

Longtemps demeuré d'usage limité dans une économie mondialisée, dont le crédo était celui d'un libéralisme largement suppléé par le droit de la concurrence, le contrôle des investissements étrangers s'impose comme un levier central d'intervention des États dans l'économie. À mesure que la compétition internationale s'intensifie, les États ne se contentent plus d'encadrer les marchés : ils arbitrent, orientent et, le cas échéant, font et défont certaines transactions réalisées dans les secteurs « *stratégiques* ».

Les opérations de fusions-acquisitions ne peuvent plus, dès lors, être appréhendées selon les seuls paramètres financiers ou juridiques. Leur issue dépend aussi d'un facteur déterminant, souvent sous-estimé, celui de leur acceptabilité par l'État. Le contrôle des investissements étrangers devient ainsi une nouvelle figure imposée des opérations de fusions-acquisitions, mais aussi un révélateur : celui des lignes de force de la politique industrielle de l'État, des dépendances critiques identifiées par les pouvoirs publics et des arbitrages implicites entre ouverture économique et protection de la sécurité nationale.

Cette évolution met en lumière une difficulté centrale pour les acteurs des transactions sensibles : celle de l'identification des secteurs dits « *stratégiques* ». Par nature évolutive, dépendante du contexte technologique, industriel et géopolitique, cette notion échappe à toute définition stable et universelle. Comme le relevait une commission d'enquête parlementaire dès 2018, « *définir ce qui est stratégique peut s'apparenter à une gageure* ». La compréhension du seul cadre réglementaire ne suffit donc plus pour sécuriser les opérations. Il devient nécessaire d'adopter une lecture dynamique des positions de l'État, d'identifier les non-dits, de décrypter les signaux faibles afin d'anticiper leurs implications concrètes sur la structuration, le calendrier et l'exécution des opérations.

C'est précisément l'ambition de cette lettre : proposer une analyse stratégique du contrôle des investissements étrangers dans les opérations de fusions-acquisitions, fondée sur l'examen de sources officielles et décisions publiques sélectionnées, l'identification et l'analyse des secteurs « *stratégiques* », et les implications opérationnelles pour les acteurs concernés.



## SOMMAIRE

Editorial - Page 1

Règlementation - Page 2

Parlement - Pages 2 à 5

Sécurité économique - Page 5

Investissements - Page 5

Europe - Page 5

International - Page 6

Chiffres - Page 7

Recommandations - Page 7



# La lettre des secteurs stratégiques

## Le contrôle des investissements étrangers dans les fusions-acquisitions



### REGLEMENTATION

- Publication : [Direction générale du Trésor, Lignes directrices relatives au contrôle des investissements étrangers en France, 31 juillet 2025](#), mettant à jour les précédentes lignes directrices de 2022.
- Publication : [Arrêté du 27 février 2026 relatif aux investissements étrangers en France, JORF n°0052 du 1er mars 2026](#), introduisant la possibilité, en cas d'indisponibilité de la plateforme de dépôt, d'adresser directement la demande d'autorisation préalable par voie électronique au service compétent.



### PARLEMENT

- Publication : [Assemblée nationale, M. François Jolivet \(Hor.\) et M. Hervé de Lépinau \(RN\), députés, Rapport d'information sur l'évaluation du contrôle des investissements étrangers, n° 1453, 22 mai 2025](#).

**Proposition n°1 - Vers un filtrage « modulable et gradué » du contrôle IEF :** La réforme envisagée permettrait d'intégrer un contrôle modulable et gradué, fondé sur une différenciation des critères d'éligibilité (seuil de prise de participation et critère de nationalité) en fonction du degré de sensibilité de l'actif considéré. **Lecture stratégique :** Mise en place d'un contrôle différencié donnant à l'administration un pouvoir de « pilotage » du dispositif, ajustable selon la sensibilité des actifs, pouvant potentiellement réduire la prévisibilité du régime pour les investisseurs.

**Proposition n°2 - Introduction d'un pouvoir d'intervention a posteriori :** La réforme envisagée permettrait à l'État d'intervenir après la réalisation d'une opération dans un secteur stratégique, lorsque des considérations de sécurité nationale le justifient, sur le modèle du régime britannique. **Lecture stratégique :** Passage d'un contrôle a priori à un contrôle continu, post-closing, des investissements étrangers, exposant les investisseurs à un risque d'annulation rétroactive de leurs opérations.

**Proposition n°3 - Soumission des investissements de création au contrôle IEF :** La réforme envisagée élargirait la définition des investissements éligibles au contrôle IEF au-delà des opérations classiques de prise de contrôle, d'acquisition d'une branche d'activité ou de franchissement de seuils, en soumettant à contrôle les investissements de création (greenfield investments). **Lecture stratégique :** Extension du champ d'application du contrôle IEF à des opérations jusqu'ici non couvertes par la réglementation, faisant du contrôle un paramètre à intégrer, par les investisseurs, dès le stade de l'implantation de l'entité sur le territoire français.

**Proposition n°4 - Intégration de l'influence étrangère dans la définition de la prise de contrôle :** La réforme envisagée élargirait la notion de prise de contrôle en prenant en compte l'influence étrangère (opérations conférant une influence déterminante, opérations sans prise de contrôle proprement dites). **Lecture stratégique :** Adoption d'une conception élargie du contrôle fondée sur la notion plus diffuse d'influence étrangère, pouvant potentiellement réduire la prévisibilité du régime pour les investisseurs.

**Proposition n°5 - Extension des secteurs stratégiques protégés par le contrôle IEF :** La réforme envisagée élargirait la liste des activités protégées, en y intégrant notamment les plateformes numériques et réseaux sociaux, les data centers, les activités bancaires et financières, le secteur culturel, certains investissements immobiliers ainsi que les technologies émergentes, dont l'intelligence artificielle. **Lecture stratégique :** Elargissement significatif de la liste des secteurs protégés, traduisant une conception extensive de la notion de secteur stratégique, conforme aux prescriptions européennes, augmentant le nombre d'opérations susceptibles d'être contrôlées.

**Proposition n°8 - Encadrement des engagements imposés aux investisseurs :** La réforme envisagée viserait à définir dans le Code monétaire et financier les conditions imposées par l'État dans les lettres d'engagement, en prévoyant notamment la possibilité d'imposer des proxy agreements dans le secteur de la défense, assortis d'indicateurs évaluatifs standardisés. **Lecture stratégique :** Formalisation et standardisation des engagements imposés aux investisseurs, renforçant, à la fois, la capacité de suivi de l'État quant à leur respect (monitoring) et les contraintes opérationnelles post-acquisition pour les investisseurs ayant souscrits à de tels engagements.



# La lettre des secteurs stratégiques

## Le contrôle des investissements étrangers dans les fusions-acquisitions

**Proposition n°10 - Création d'une délégation parlementaire à la sécurité économique** : La réforme envisagée instituerait une délégation parlementaire à la sécurité économique commune aux deux assemblées, chargée d'exercer un contrôle régulier sur l'activité du bureau du contrôle des investissements étrangers, le respect des engagements par les investisseurs et les mesures de sanction prises par l'administration. **Lecture stratégique** : Renforcement du contrôle parlementaire (supervision et transparence du dispositif), avec un risque accru de politisation des décisions sensibles.

**Proposition n°16 - Introduction d'un contrôle des investissements sortants** : La réforme envisagée étendrait le champ d'application de la politique de sécurité économique en intégrant un volet offensif, via la mise en place d'un contrôle des investissements sortants. **Lecture stratégique** : Passage d'une logique défensive (centrée seulement sur le contrôle des investissements étrangers entrants) à une approche globale des flux de capitaux, comprenant un contrôle des investissements étrangers sortants (investissements réalisés dans un secteur stratégique par une entreprise française dans une société étrangère).

**Proposition n°19 - Articulation spécifique contrôle IEF et procédures collectives** : La réforme envisagée prévoirait une articulation spécifique entre le Code de commerce et le Code monétaire et financier afin de déclencher de manière systématique un contrôle de souveraineté lorsqu'une entité étrangère acquiert une entreprise stratégique à l'issue d'un redressement ou d'une liquidation judiciaires. **Lecture stratégique** : Extension du contrôle IEF aux entreprises stratégiques faisant face à des difficultés financières, afin d'éviter certains contournements.

- Publication : [Assemblée nationale, M. Christophe Plassard \(Hor.\), député, Rapport d'information sur la guerre économique, n° 1757, 16 juillet 2025.](#)

**Recommandation n°1 - Anticipation de la sortie des fonds d'investissement** : Il est recommandé, dans le cadre du contrôle IEF, de mieux anticiper les conditions de sortie des fonds d'investissement. **Lecture stratégique** : Intégration dès l'entrée au capital d'un fonds d'investissement de la contrainte de sortie, afin de limiter les possibilités de contournement du contrôle IEF.

**Recommandation n°2 - Généralisation des proxy boards** : Il est recommandé, dans le cadre du contrôle IEF, de généraliser la mise en place de conseils d'administration alternatifs (proxy boards) afin de renforcer le suivi des engagements imposés aux investisseurs étrangers. **Lecture stratégique** : Intégration d'un mécanisme de contrôle direct au cœur de la gouvernance des entreprises, traduisant un passage d'une logique d'engagement contractuel à une supervision opérationnelle renforcée par l'État, au sein même de l'entreprise concernée.

- Réforme/Travaux en cours : [Assemblée nationale, M. Christophe Plassard \(Hor.\), député, Proposition de loi de sécurisation de l'économie française et de défense de notre industrie de souveraineté, n°2558, 3 mars 2026.](#)

### Proxy boards

L'article 2 introduit, dans le cadre du contrôle IEF, l'obligation de constituer un conseil d'administration alternatif (proxy board) pour les entreprises opérant dans des secteurs sensibles et accueillant un investisseur étranger.

Cette mesure s'inscrit dans un contexte de suivi encore perfectible des engagements : malgré plus de 200 lettres actives, certaines opérations ont conduit à des pertes de savoir-faire ou à des délocalisations de fonctions stratégiques.

Le dispositif prévoit notamment la composition du proxy board par des ressortissants français, l'attribution d'un droit de veto sur les décisions affectant la souveraineté économique, ainsi que la présence d'un représentant du Service de l'information stratégique et de la sécurité économiques (SISSE) en qualité d'observateur.

**Lecture stratégique** : Intégration d'un mécanisme de contrôle direct au cœur de la gouvernance des entreprises, traduisant un passage d'une logique d'engagement contractuel à une supervision opérationnelle renforcée par l'État, au sein même de l'entreprise concernée.



# La lettre des secteurs stratégiques

## Le contrôle des investissements étrangers dans les fusions-acquisitions

- Réforme/Travaux en cours : [Assemblée nationale, M. Philippe Juvin \(DR\), député, Proposition de loi relative à la protection des intérêts stratégiques de la Nation face aux investissements étrangers, n°2600, 27 mars 2026.](#)

### Structuration du régime IEF autour de quatre axes

Le texte poursuit **quatre objectifs principaux** :

Il prévoit, en premier lieu, un **élargissement assumé du champ des activités stratégiques** soumis à autorisation préalable, intégrant explicitement les dimensions sanitaire, énergétique, alimentaire, économique, financière, électorale, numérique et informationnelle de la sécurité nationale.

En second lieu, il renforce la **sécurité juridique des investisseurs** en précisant la portée des autorisations délivrées, en définissant dans la loi les objectifs poursuivis : maintien des capacités industrielles, effort de recherche et développement, protection des brevets, autonomie de gouvernance, préservation du secret de la défense nationale et sauvegarde du patrimoine matériel et immatériel de l'économie française.

Le texte consacre, en troisième lieu, un **renforcement du rôle du Parlement** dans le suivi des opérations, en élargissant les capacités de contrôle des commissions compétentes.

Enfin, il introduit deux principes structurants : une logique de **réciprocité** dans les coopérations internationales et une exigence accrue de **transparence** des actions d'influence.

**Lecture stratégique** : Passage d'un régime administratif d'autorisation à un véritable dispositif de souveraineté encadrée, combinant élargissement du périmètre, encadrement des investisseurs et montée en puissance du contrôle politique.

- Travaux en cours : [Assemblée nationale, M. Emmanuel Mandon \(LD\), Président, Mme Aurélie Trounev \(NFP\) Rapporteur, Commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs.](#)



### Audition de M. Sébastien Raspiller, Secrétaire général de l'AMF

Compétence de l'AMF en cas de prédatons visant des sociétés françaises stratégiques (non)



### Audition de M. Guillaume Primot, Secrétaire général du CIRI

Interactions et instructions communes CIRI/CIEF en cas de reprise de sociétés françaises stratégiques faisant face à des difficultés financières (oui)



### Audition de M. Henri Marcoux, Président de Tikehau Investment Management

Réponse de Tikehau à propos de la vente de LMB Aerospace



# La lettre des secteurs stratégiques

## Le contrôle des investissements étrangers dans les fusions-acquisitions



**Audition de M. Roland Lescure, Ministre de l'Economie et des Finances**  
Réponse du Ministre sur le contrôle IEF et la vente de LMB Aerospace

- Annonce : [Mission d'évaluation de la loi encadrant le contrôle des investissements étrangers, Christophe Plassard \(Hor.\), Charles Rodwell \(EPR\), Jean-Louis Thiériot \(DR\), députés.](#)

La mission consistera à étudier, pour un nombre limité d'États européens, les dispositifs existants en matière de sécurité économique, au sens large, en s'attachant en particulier aux éléments suivants :

- leurs **objectifs et leurs cadres conceptuels**, en présentant l'équilibre trouvé entre attractivité des investissements, protection des actifs stratégiques, politique industrielle et partenariats ;
- leurs **outils** (juridiques, financiers ou autres) ;
- leurs **résultats**, à l'aune notamment de quelques cas récents.



## SECURITE ECONOMIQUE

- Publication : [SGDSN, Revue nationale stratégique 2025, 14 juillet 2025.](#)

Le Secrétariat général de la défense et de la sécurité nationale a publié la Revue nationale stratégique 2025 (14 juillet 2025), qui réaffirme l'importance de la sécurité économique, physique et cyber des entreprises de la base industrielle et technologique de défense (BITD) et des industries de sécurité. Le dispositif interministériel de sécurité économique, rénové depuis 2019, est mobilisé pour détecter et traiter les menaces pesant sur ces acteurs, avec une attention particulière portée à la protection du patrimoine intellectuel, des capacités industrielles et des chaînes de production. Le texte souligne également une vigilance accrue sur la santé économique des entreprises concernées ainsi que sur la régulation des investissements étrangers les visant.

**Lecture stratégique :** Confirmation du rôle central du contrôle IEF comme outil de protection de la BITD, dans une logique intégrée de sécurité économique articulant prévention des menaces et supervision des investissements.

- Publication : [Direction générale des Entreprises, Rapport d'activité 2025, 7 janvier 2026.](#)

La Direction générale des Entreprises a publié son rapport d'activité 2025 (7 janvier 2026), mettant en évidence l'intensification des actions du Service de l'information stratégique et de la sécurité économiques (SISSE). En 2025, plus de 750 alertes ont été traitées, couvrant des menaces variées : tentatives de rachat non désirées, captation d'informations sensibles, cyberattaques, pressions sur les ressources humaines ou encore actions d'influence. En parallèle, le suivi des engagements imposés aux investisseurs étrangers a été renforcé, avec plus de 110 contrôles coordonnés - sur pièces et sur place - dans le cadre du dispositif de contrôle IEF aval.

**Lecture stratégique :** Confirmation d'un durcissement du contrôle post-autorisation, avec une montée en puissance des capacités de suivi de l'État quant au respect des engagements (monitoring).



# La lettre des secteurs stratégiques

Le contrôle des investissements étrangers dans les fusions-acquisitions



## INVESTISSEMENTS



[L'État autorise sous conditions \(IEF et entrée au capital de Bpifrance\) la cession de Biogaran à BC Partner \(UK\), 30 janvier 2026.](#)



[L'État autorise sous conditions \(IEF et entrée au capital de NJJ \(FR\)\) la cession de Exaion à Mara \(US\), 20 février 2026.](#)



[L'État autorise sous conditions \(IEF\) la cession de LMB Aerospace à Loard Group \(US\), 26 déc. 2025.](#)



[L'État refuse \(IEF\) la cession des antennes au sol d'Eutelsat à EQT \(SE\).](#)



[L'État autorise sous conditions \(accord économique\) la montée de JD.com \(CH\) au capital de Fnac-Darty.](#)



## EUROPE

- Travaux en cours : [Comm. UE, Accord politique entre le Conseil et le Parlement européen pour améliorer le filtrage des IDE \(actuel règlement 2019/452\), déc. 2025.](#)

*Un accord politique est intervenu entre le Conseil et le Parlement européen afin de réviser le cadre de filtrage des investissements directs étrangers, actuellement fondé sur le règlement (UE) 2019/452.*

*Le texte prévoit notamment l'instauration de mécanismes de filtrage obligatoires dans tous les États membres, la définition d'un socle minimal commun de contrôle, ainsi qu'un élargissement du champ aux investissements indirects réalisés via des entités établies dans l'Union mais contrôlées en dernier ressort par des acteurs de pays tiers.*

**Lecture stratégique :** *Mouvement d'harmonisation et de durcissement au niveau européen du filtrage des investissements étrangers, réduisant les asymétries nationales et étendant le contrôle aux structures d'investissement complexes, avec un impact direct sur les stratégies d'implantation intra-UE.*



# La lettre des secteurs stratégiques

## Le contrôle des investissements étrangers dans les fusions-acquisitions



### INTERNATIONAL

- Réforme : Adoption du [Comprehensive Outbound Investment National Security Act of 2025 \(COINS Act 2025\)](#).



Le Congrès souligne que le développement, par des pays considérés comme sensibles, notamment la République populaire de Chine, de technologies à double usage susceptibles de renforcer des capacités militaires, des dispositifs de surveillance ou des atteintes aux droits fondamentaux, justifie la restriction de certains investissements sortants américains dans ces secteurs. Il invite en conséquence le Président des États-Unis à mobiliser pleinement les pouvoirs conférés par la loi afin d'empêcher l'utilisation de capitaux américains investis à l'étranger d'être utilisés au profit d'intérêts contraires à la sécurité nationale et à la politique étrangère des États-Unis.

**Lecture stratégique :** Affirmation d'une doctrine américaine de contrôle des investissements étrangers sortants, traduisant une approche globale des flux de capitaux et une logique offensive de protection des intérêts stratégiques.

- Publication/Réforme : [Cabinet Office, National Security and Investment Act \(Notifiable Acquisition\) \(Specification of Qualifying Entities\) Regulations 2021 - Consultation response, mars 2026](#).



Le Secretary of State du Cabinet Office a décidé d'apporter plusieurs modifications aux secteurs couverts par le régime de contrôle des investissements. Sont notamment prévues : la réduction des notifications à faible risque dans les secteurs stratégiques des minerais critiques, semi-conducteurs, intelligence artificielle et communications ; l'inclusion du secteur de l'eau dans les secteurs stratégiques ; ainsi que le maintien des catégories relatives aux matériaux avancés et à la biologie synthétique pour couvrir les technologies émergentes.

**Lecture stratégique :** Ajustement du nouveau régime britannique de contrôle des investissements étrangers visant à réduire la charge administrative tout en maintenant un ciblage renforcé des actifs réellement sensibles, illustrant une approche plus sélective et opérationnelle du filtrage.

- Procédure : [Comm. UE, Ouverture d'une procédure d'infraction à l'encontre de l'Italie concernant l'utilisation des "Golden Powers" dans le cadre de l'OPE d'UniCredit sur Banco BPM, nov. 2025](#).



La Commission européenne a exprimé ses préoccupations concernant la législation italienne relative aux Golden Powers (décret-loi n° 21/2012, tel que modifié et prorogé en 2021 et 2022), qui confère au gouvernement des prérogatives étendues lui permettant : de réexaminer des opérations entre entreprises, notamment dans le secteur bancaire ; de bloquer certaines transactions ; ou encore d'imposer des conditions contraignantes. Bien que ce dispositif soit officiellement justifié par des objectifs de sécurité nationale et d'ordre public, la Commission considère que son application pourrait conduire à des interventions fondées sur des considérations économiques, susceptibles de porter atteinte aux principes de liberté d'établissement et de libre circulation des capitaux au sein du marché intérieur.

**Lecture stratégique :** Remise en cause par la Commission européenne d'un usage extensif des outils de souveraineté économique, révélant une tension croissante entre encadrement juridique européen et certaines pratiques des États membres, et confirmant pour les investisseurs que le risque d'intervention dépasse le seul cadre formel de la sécurité nationale.



# La lettre des secteurs stratégiques

Le contrôle des investissements étrangers dans les fusions-acquisitions



## CHIFFRES

### 4ème

C'est le rang de la France en tant que destination mondiale des investissements industriels sur la période 2021 - 2025, ce qui représente près de 139 milliards de dollars investis dans le pays. V. [Baromètre des investissements industriels mondiaux 2026, réalisé par Trendro, CECEI et McKinsey, févr. 2026](#).

**Lecture stratégique :** Performance d'attractivité qui ne doit pas masquer l'équilibre délicat à atteindre entre ouverture économique et préservation des actifs stratégiques, la France devant simultanément capter les investissements nécessaires à sa base industrielle tout en évitant une perte de contrôle sur ses technologies, infrastructures et capacités critiques.

### 417

C'est le nombre de dossiers IEF soumis à la Direction générale du Trésor au titre de l'année 2025. Quatre fois plus qu'en 2014 (105 dossiers) au moment de l'adoption du décret Montebourg. V. [Direction générale du Trésor, Rapport annuel 2024, juill. 2025](#) et [Anne Drif, « Contrôle des investissements étrangers : Bercy face à un afflux de dossiers record », Les Échos, janv. 2026](#).

**Lecture stratégique :** Montée en puissance structurelle du contrôle IEF, traduisant une double dynamique : (i) élargissement du champ des opérations couvertes et (ii) accoutumance progressive des investisseurs à la procédure de contrôle IEF.

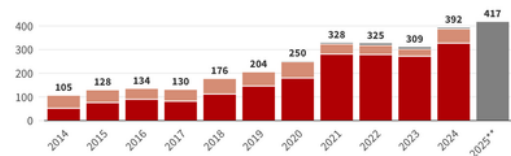
#### Le recours au dispositif de contrôle des investissements étrangers en France

Nombre de dossiers soumis à la direction générale du Trésor

**Demands d'autorisation d'investissement déposées par un investisseur étranger**

**Demands d'examen préalable des activités d'une entreprise déposées par un investisseur étranger ou par l'entreprise française concernée**

**Notifications de franchissement du seuil de 10 % des droits de vote dans une société cotée par un investisseur non-européen\***



\*Le seuil de 25 % a été abaissé à 10 % à partir de juillet 2020.

\*\*Détails relatifs aux types de dossiers indisponibles.

« LES ECHOS » / SOURCE : DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR



## RECOMMANDATIONS

- Podcast : [Attirer les investissements étrangers, défendre l'intérêt national : l'État à l'épreuve du patriotisme économique, intervention de Guillaume Gentile dans « Entendez-vous l'éco ? », France Culture, mars 2026](#).
- Vidéo : [Le complot le plus grave de la tech française \(à propos de l'affaire GemPlus\), Micode, Youtube, nov. 2025](#).
- Documentaire : [Ella Cerfontaine, Qui a tué l'industrie française ?, France Télévisions, mai 2025](#).
- Livre : [Pascal Dupeyrat, France FDI Screening - Legal and Strategic Framework, Relians, janv. 2026](#).



**Responsables de la publication :** Pascal Dupeyrat et Alexandre Capel

**Responsables de la rédaction et de l'édition :** Pascal Dupeyrat et Alexandre Capel

**© 2026 / Pascal Dupeyrat et Alexandre Capel**

Tous droits réservés. Toute reproduction, même partielle, est soumise à autorisation préalable.

Les informations contenues dans cette lettre ont un caractère informatif général et ne constituent pas des conseils juridiques.