

# LES FONDS SOUVERAINS : POTENTIEL ET CONDITIONS DE PARTENARIAT

JEAN ARTHUIS \*  
PHILIPPE MARINI \*\*

Les « fonds souverains », c'est-à-dire des fonds publics sous tutelle de l'État et dont les réserves de long terme sont gérées distinctement des réserves de change des autorités monétaires et des entreprises publiques, ne sont pas de création récente<sup>1</sup> et ont longtemps contribué, dans la discrétion ou l'indifférence, au financement des déficits occidentaux, en particulier américains. Mais à la faveur de la crise des *subprimes* apparue durant l'été 2007, le montant élevé de leurs encours<sup>2</sup>, la diversification accrue de leurs investissements - en particulier au capital d'entreprises occidentales emblématiques -, leur moindre aversion au risque et le faible niveau de transparence de la plupart d'entre eux ont contribué à placer les fonds souverains sur le devant de la scène.

345

Forts de leurs ressources en devises ou matières premières (pétrole et gaz essentiellement), une quarantaine de fonds souverains gèrent aujourd'hui entre 2 500 Md\$ et 3 500 Md\$, selon les estimations disponibles début 2008, et donc antérieures à la crise financière. Témoins d'une nouvelle géographie financière à l'échelle planétaire, ils ont suscité débats et interrogations, l'appréciation des finalités de leurs investissements demeurant ambiguë, entre opportunité et menace : d'un côté, décrits comme pourvoyeurs bienvenus de liquidités sur des marchés asséchés et « actionnaires providentiels » de grandes banques en perdition<sup>3</sup> ; de l'autre, perçus comme des « prédateurs » susceptibles à terme de contrôler des sources d'approvisionnements énergétiques ou d'acquérir des entreprises stratégiques.

---

\* Président de la Commission des finances du Sénat.

\*\* Rapporteur général de la Commission des finances du Sénat.

Le contexte économique actuel a toutefois contribué à en modifier quelque peu la perception. En effet, le débat sur la menace que constitueraient les fonds souverains semble devoir s'atténuer au regard de la crise financière, qui les affecte tout autant que n'importe quel autre investisseur et modifie leur image. La méfiance occidentale a également conduit certains fonds à entreprendre quelques efforts de transparence, ou à tout le moins de communication.

Le coup de projecteur donné durant l'année 2008 sur les fonds souverains a, en outre, nourri le débat français et souligné l'opportunité de créer au niveau national un outil semblable : le fonds stratégique d'investissement (FSI), permettant à l'État de conduire une politique industrielle à la fois défensive et offensive, reflet d'un nouveau « capitalisme d'État ».

Entre la création d'un fonds national et l'acceptation d'interventions de fonds souverains étrangers dans notre économie, un pas doit être franchi. Ce pas est d'autant plus nécessaire que la complète appréhension des possibilités offertes par les fonds souverains permettrait de préserver en partie les intérêts financiers et stratégiques de la France, si elle s'exerce dans le cadre d'une coopération raisonnée et clairement définie avec ces fonds.

### *LES FONDS SOUVERAINS : DES INVESTISSEURS COMME LES AUTRES ?*

#### *Des choix d'investissement inspirés par la rationalité financière*

L'accélération historique du rôle des fonds souverains ces dernières années résulte de la conjonction de deux éléments : d'une part, une augmentation sensible de leurs encours suite à l'augmentation des réserves de change et à la hausse du cours du pétrole ; d'autre part, une modification de leur stratégie d'investissement, marquée par une attitude plus offensive sur des secteurs jugés stratégiques, une diversification de leurs opérations et une prise de risques plus importante, fondée parfois sur un effet de levier.

Cette montée en puissance a suscité des inquiétudes, conduisant souvent à surestimer les spécificités de ces véhicules d'investissement, notamment en ce qui concerne leur tolérance aux investissements les plus risqués et leurs choix stratégiques. À l'aune de la crise financière, il convient aujourd'hui de dépassionner le débat : les fonds souverains ne sont-ils pas finalement des investisseurs comme les autres ? Plusieurs éléments semblent en effet illustrer une certaine banalisation ou normalisation des fonds souverains depuis un an.

En premier lieu, comme cela a été rappelé lors des tables rondes

organisées par la Commission des finances du Sénat le 15 mai 2008<sup>4</sup>, les évolutions récentes constatées renvoient une image plus rationnelle et professionnelle des fonds souverains.

Premièrement, en recrutant des gestionnaires occidentaux et en amorçant des efforts de transparence dans une démarche de communication et de légitimation, les fonds souverains font preuve d'une expertise de plus en plus reconnue dans la gestion de leurs réserves et peuvent apparaître comme des prescripteurs pour les choix de placement, à l'instar des grands fonds de pension et fonds d'investissement.

Deuxièmement, les discussions entre certains fonds souverains et des agences de notation pour devenir des intervenants à part entière sur l'ensemble des segments des marchés financiers ont pu apparaître d'autant plus remarquables en 2008 qu'il s'agissait d'investisseurs hybrides, capables de combiner les qualités des fonds d'investissement et des fonds spéculatifs. Cette évolution peut amener à considérer les fonds souverains moins comme une menace stratégique que comme des conglomérats financiers.

Troisièmement, l'approche des instances internationales (FMI et OCDE) et de la Commission européenne sur les fonds souverains repose sur une vision somme toute classique de la gouvernance et de la stratégie des fonds, analogue à celle des autres investisseurs institutionnels. Les travaux réalisés en 2007 et 2008 ont ainsi conduit à promouvoir des codes de conduite non contraignants comportant des recommandations distinctes, mais globalement inspirées par des principes de non-discrimination, de transparence, de proportionnalité et de prévisibilité.

Les fonds souverains ont, de leur côté, demandé à être traités sur un pied d'égalité avec les autres investisseurs, ce qui implique qu'ils présentent des garanties analogues et appliquent les mêmes principes de transparence. Cette aspiration à un traitement équivalent - en termes commerciaux comme d'exigences de transparence - comporte cependant une part d'ambiguïté puisque certains fonds souverains se réfèrent plutôt aux *hedge funds*, jusqu'à présent peu ou pas régulés et qui cultivent un certain secret sur leurs actifs et stratégies, tandis que les gouvernements occidentaux les comparent aux grands fonds de pension et *mutual funds*.

### *Une stratégie d'investissement offensive mise à mal par la crise financière*

En second lieu, la crise financière a souligné qu'à l'instar de nombreux investisseurs institutionnels, fonds de pension et fonds d'investissement en tête, les fonds souverains faisaient face à un risque de marché élevé

et en subissaient les conséquences. Une étude de Morgan Stanley publiée en novembre 2008 estime ainsi que la baisse des encours gérés par les fonds souverains, conséquence de la crise financière, serait comprise entre 500 Md\$ et 700 Md\$, le montant total des encours passant ainsi de 3 000 Md\$ à 2 500 Md\$ voire 2 300 Md\$<sup>5</sup>. Les fonds souverains ont enregistré de lourdes moins-values latentes sur leurs investissements en actions - certes parfois assortis de dividendes majorés - et ont été soumis, pour certains d'entre eux, à des « covenants » sur leurs participations dans des fonds de *leveraged buy-out*.

En outre, on peut constater que s'ils ont massivement investi en 2007 et 2008 dans des sociétés européennes, aucun accord ou offre publique d'envergure n'a été annoncé ces derniers mois, alors même que les valorisations des sociétés occidentales ont fortement diminué et que beaucoup d'entre elles seraient mieux disposées à leur égard. Cette « frilosité » remet en cause la moindre aversion au risque, qui semblait devoir les caractériser ces deux dernières années, et les place au même niveau que les autres investisseurs, peu enclins à acquérir des sociétés dont les perspectives sont hautement incertaines, malgré des cours boursiers parfois proches de la « valeur à la casse », inférieure à l'actif net.

348

De plus, la crise actuelle étant mondiale, elle n'épargne pas les grands pays émergents et les fonds souverains tendent à se replier sur leur marché national, soumis à la double pression d'une diminution de leurs ressources et d'une demande d'intervention au profit de leur tissu industriel ou du marché immobilier (comme c'est le cas à Dubaï).

Enfin, il convient également de relativiser le risque géopolitique associé aux participations des fonds souverains dans des entreprises stratégiques. En premier lieu, si ce risque peut alimenter des réflexes protectionnistes unilatéraux et dommageables, motivés par des critères d'investissement extra-financiers, notamment éthiques ou religieux, il n'est pas propre aux fonds souverains et se retrouve, par exemple, dans le rôle ambigu joué par les fonds d'investissement privés sous influence gouvernementale (en particulier aux États-Unis).

En second lieu, comme le rappelle le rapport d'Alain Demarolle remis en mai 2008 à Christine Lagarde<sup>6</sup>, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Emploi, la quasi-totalité des tentatives récentes de prises de contrôle d'entreprises considérées comme stratégiques ont été le fait d'entreprises publiques et non de fonds souverains. En outre, ce rapport souligne que ces derniers constituent de précieux investisseurs et n'ont, de manière générale, ni les moyens, ni la volonté de fonder un projet de contrôle industriel.

Les fonds souverains apparaissent ainsi, pour l'essentiel, comme des

investisseurs financiers de long terme qui, sous l'angle financier, se comparent à d'autres investisseurs institutionnels et aux grands fonds de pension anglo-saxons en particulier. Leur forte présence économique et leur banalisation ont cependant nourri le débat national et contribué à la création du FSI, souvent présenté comme un « fonds souverain à la française ».

*LE FONDS STRATÉGIQUE D'INVESTISSEMENT :  
UN FONDS SOUVERAIN « À LA FRANÇAISE » ?*

*La relégitimation du rôle économique de l'État*

Après avoir été envisagée et annoncée fin octobre 2008, puis préfigurée avec l'acquisition par l'État du tiers du capital des Chantiers de l'Atlantique le 7 novembre 2008, la création d'un FSI a été officiellement présentée par le président de la République le 20 novembre 2008 à Montrichard, à l'occasion d'une visite de l'usine de l'équipementier aéronautique Daher.

La gouvernance du fonds, société anonyme filiale à 51 % de la Caisse des dépôts (CDC) et, à ce titre, placée sous le contrôle de sa Commission de surveillance, a été finalisée entre décembre 2008 et janvier 2009 avec la création d'un conseil d'administration, d'un comité d'investissement et d'un comité d'orientation.

349

La création du FSI est intervenue dans un contexte de crise financière, devenue économique et globale à partir de septembre 2008 et qui a suscité des réactions rapides et souvent coordonnées des gouvernements des pays industrialisés. Avec la contraction du crédit bancaire et la baisse de la consommation, nombre d'entreprises se sont trouvées fragilisées, en particulier dans les secteurs dont le chiffre d'affaires est très corrélé à la croissance.

Au-delà des dérèglements et excès de la sphère bancaire et financière, on assiste également, en toile de fond, au retour ou à un avatar du « capitalisme d'État ». Celui-ci procède de l'intensification de la mondialisation des échanges et de l'émergence d'un nouvel équilibre économique mondial entre, d'une part, certains pays dotés d'importantes ressources (en particulier les grands pays émergents et les États pétroliers) et dès lors placés en position plutôt « offensive » et, d'autre part, les principaux pays industrialisés qui disposent de groupes puissants et d'un savoir-faire reconnu dans des domaines stratégiques, mais dont la capacité d'action est entravée, d'un côté, par des déficits publics aujourd'hui massifs et, de l'autre côté, par la perte de compétitivité de leurs territoires.

Ce mouvement de réhabilitation ou de renforcement de la présence de l'État dans la sphère économique a notamment pris corps en France

en 2005-2006 avec le débat sur le « patriotisme économique »<sup>7</sup>. Cette tendance a été confirmée en 2007 avec la prise de conscience des capacités d'investissement et de la stratégie parfois opaque des grands fonds souverains. Elle a été enfin consacrée en 2008 par la crise financière et le constat d'une hypertrophie des acteurs et marchés non régulés comme d'un dévoiement du métier des banques, tant dans leur activité de crédit que dans celle pour compte propre.

Dans le contexte actuel de crise, la relégitimation du rôle économique de l'État présente donc différentes facettes selon une double perspective de protection et de dynamisation : un rôle traditionnel de relance de l'activité et de promotion de l'investissement des entreprises, un soutien au refinancement des banques et à la reconstitution de leurs fonds propres<sup>8</sup>, une fonction d'impulsion et de coordination internationale dans le cadre de la « remise à plat » de nombreux pans de la réglementation financière et, de façon plus originale en France, un rôle de consolidation de l'actionnariat d'entreprises privées, assuré par le nouveau FSI.

### *Le fonds stratégique d'investissement : une création originale*

Dans cette perspective, le FSI, qui se situe au confluent de logiques économique, politique et financière, a un double objectif :

- soutenir le développement des entreprises petites et moyennes, selon les termes du président de la République, ce qui correspond à une logique plutôt offensive d'encouragement de l'investissement grâce à l'effet de levier que la présence de l'État au capital est susceptible de créer<sup>9</sup> ;
- et sécuriser le capital d'entreprises stratégiques, ce qui renvoie à un impératif de préservation des compétences et des emplois nationaux, en particulier dans un contexte de vulnérabilité capitalistique compte tenu de la forte diminution des valorisations boursières.

Inspirée de la doctrine de la CDC, la stratégie d'investissement du fonds est clairement positionnée sur le long terme, soit un horizon de cinq ans à dix ans, afin de stabiliser et fiabiliser l'actionnariat, et donc sécuriser les investissements et la gestion des entreprises dans lesquelles le FSI détient des participations. Cette stratégie repose également sur des prises de participation « en principe » minoritaires, ce qui exclut donc toute nationalisation et influence directe sur la gestion des entreprises, et ouvre la possibilité de cofinancements et de partenariats avec d'autres investisseurs, y compris étrangers (en particulier européens), parmi lesquels des fonds souverains. Ces fonds devront cependant présenter des garanties suffisantes de « respectabilité », c'est-à-dire une doctrine d'investissement lisible et claire, essentiellement financière et qui ne soit pas de nature à mettre en péril les intérêts de la France dans les entreprises sélectionnées.

À la différence de la Norvège et de plusieurs pays émergents ou du Golfe persique, la France ne profite cependant pas d'une rente énergétique ou commerciale (réserves de change), dont la pérennisation par des placements financiers sur le long terme a motivé la création de fonds souverains dans de nombreux pays. Ainsi, le FSI est doté de 20 Md\$, dont 14 Md\$ par apport de participations déjà existantes de l'État dans des sociétés françaises et 6 Md\$ en numéraire en provenance de la CDC et de l'État, qui recourent à la dette pour ce montant. C'est la première fois qu'un fonds d'État est obligé de s'endetter dès sa création.

Si le FSI présente indéniablement des caractéristiques juridiques et « organiques » communes avec les fonds souverains, l'absence de ressources pérennes, une stratégie domestique et plutôt défensive et un portefeuille de participations relativement réduit - en tout cas notablement inférieur aux encours des principaux fonds souverains - sont des caractéristiques qui contribuent à distinguer le FSI de tels fonds sur le plan financier. Ses capacités d'investissement limitées supposeront des participations très ciblées et d'un montant unitaire compatible avec l'exigence de diversification.

Indépendamment de la composition de son portefeuille, la création d'une structure spécifique, intermédiaire entre l'État actionnaire et l'investisseur public de long terme qu'est la CDC, est un élément novateur, tant pour les entreprises françaises que pour les investisseurs étrangers, et contribue à reconfigurer le paysage de l'actionariat public.

Le FSI étant une filiale de la CDC, le centre de gravité de l'actionariat public tend à se déplacer vers cette dernière et l'Agence des participations de l'État est *de facto* recentrée sur les participations majoritaires ou exclusives dans les entreprises qui constituent le « noyau dur » du service public marchand (tel que la Poste, EDF et la SNCF), ou dans lesquelles l'État a vocation, par une minorité de blocage et la présence d'administrateurs, à exercer un contrôle de la stratégie et de la gestion<sup>10</sup>. Il n'en reste pas moins que cette dualité apparaîtra de plus en plus comme un facteur de confusion des responsabilités et de dispersion des efforts. Quant à la gouvernance du FSI lui-même, elle apparaît singulièrement lourde et complexe, et il faudra la juger à l'aune des opérations effectuées et de leurs résultats.

## *POUR UNE COOPÉRATION RAISONNÉE AVEC LES FONDS SOUVERAINS*

### *Une réelle convergence d'intérêts*

Malgré la position de force qu'ont pu acquérir certains pays émergents et la fragilisation des économies occidentales parfois tentées

de se replier dans le protectionnisme, il existe sans aucun doute une réelle convergence d'intérêts et un potentiel de bénéfices mutuels entre la France (ou ses partenaires) et les fonds souverains.

D'une part, les fonds souverains peuvent constituer des « guichets » précieux pour les États dont les émissions obligataires sont appelées à croître sensiblement cette année, suite à la mise en place de plusieurs plans de relance et de soutien au financement de l'économie. En effet, les prévisions du montant des émissions souveraines au niveau international avancées par les analystes bancaires varient entre 2 000 Md\$ et 3 000 Md\$ pour l'année 2009. Parallèlement, compte tenu des déconvenues qu'ils ont subies sur le marché des actions, les fonds souverains sont susceptibles de réallouer leurs portefeuilles en faveur du marché des émissions obligataires publiques et privées de qualité, qui offre une plus grande sécurité de leurs actifs à moyen terme.

À ce titre, il convient de relever que les fonds souverains sont d'ores et déjà depuis plusieurs années des investisseurs importants et récurrents en titres de la dette française. L'Agence France Trésor est en contact régulier avec ces investisseurs : en 2008, elle a ainsi notamment rencontré les représentants de fonds souverains au Moyen-Orient et en Asie du Sud-Est (ADIA aux Émirats Arabes Unis, GIC à Singapour, KIC en Corée...).

352

D'autre part, les fonds souverains sont susceptibles d'exercer un impact positif sur le financement des entreprises et la stabilité financière, compte tenu de leur vocation d'optimisation du couple rendement/risque et d'investissement à moyen et long termes, avec une faible rotation des actifs. Dans un contexte de compétition accrue entre nations industrialisées et de raréfaction du capital, l'économie française a besoin des fonds souverains et peut, à ce titre, faire valoir trois principaux atouts en tant que destination de leurs investissements :

- des entreprises performantes correspondant aux priorités d'investissement de ces fonds ;
- un régime ciblé et sûr de contrôle des investissements étrangers ;
- et l'absence de toute discrimination ou réglementation visant spécifiquement les fonds souverains.

Notre pays devrait ainsi pouvoir concilier ses intérêts stratégiques avec les intérêts financiers des fonds souverains en les associant à une politique d'investisseur sur le long terme avec la CDC et le nouveau FSI. Comme l'a annoncé son président, Augustin de Romanet, ce dernier devrait permettre la mise en place, avec les fonds souverains qui partagent les doctrines du fonds français, de partenariats et de coinvestissements dans des entreprises. De même, a été évoquée l'idée de créer un club des investisseurs de long terme, associant la CDC et

d'autres investisseurs publics tels que les fonds souverains, afin de mutualiser le savoir-faire et les connaissances.

La compétition sera néanmoins âpre pour attirer les fonds souverains en France. La France devra donc mettre en avant la précision et la sécurité juridiques de son dispositif relatif aux secteurs protégés, qui n'a aucun caractère discriminatoire à l'encontre des fonds souverains et se révèle moins extensif et sujet à interprétations que les régimes américain ou allemand. Notre pays peut également renforcer la sécurité fiscale des fonds souverains, généralement traités comme des investisseurs privés (à la différence des banques centrales et gouvernements), sans compromettre les intérêts financiers de l'État. La renégociation de certaines conventions fiscales, notamment avec la Chine et la Russie, constitue, à cet égard, un préalable, sans préjudice de la voie du rescrit.

*La nécessité d'une relation équilibrée et fondée sur la réciprocité*

L'ouverture de la France à ces investissements étrangers ne doit toutefois pas s'effectuer sans contreparties : cette ouverture devrait, d'une part, n'être réservée qu'aux fonds qui respectent un certain nombre d'exigences ; d'autre part, accroître les possibilités d'entrée de nos entreprises sur des marchés émergents (notamment chinois) dans le cadre d'une réciprocité commerciale.

353

Concernant la stratégie française d'accueil des fonds souverains, les tables rondes organisées par la Commission des finances du Sénat<sup>11</sup> et le rapport précité d'Alain Demarolle en ont précisé les trois lignes directrices :

- établir un dialogue confiant avec ces investisseurs, c'est-à-dire définir clairement nos attentes et exigences de transparence, refuser tout traitement discriminatoire (notamment au regard des *hedge funds* et capital-investisseurs) et formaliser des engagements réciproques ;
- favoriser un dialogue productif pour les entreprises françaises en promouvant les secteurs d'investissement de long terme et peu couverts par les marchés (en particulier les énergies renouvelables et le renforcement des fonds propres des PME, le cas échéant en partenariat avec la CDC), et en renforçant la participation des professionnels français de la finance à la gestion déléguée et la modernisation de ces fonds ;
- enfin, fonder ce dialogue sur le principe de réciprocité aux niveaux national et communautaire. Ce principe doit trouver à s'appliquer à l'accès des investissements français et européens aux pays d'origine des fonds souverains, à toute réglementation européenne des investissements étrangers par secteur, et au droit boursier *via* l'exception de réciprocité<sup>12</sup> retenue en mars 2006 par la France et d'autres États

membres lors de la transposition de la directive sur les offres publiques d'acquisition.

On ne peut occulter que la réciprocité peut se révéler « à double tranchant » en matière commerciale et d'investissement, car elle peut attiser les tentations protectionnistes plutôt que faciliter un alignement par le haut des pratiques de transparence. La promotion de l'ouverture commerciale dans certains pays émergents requiert donc de faire preuve de diplomatie, de patience et de persuasion sur les bénéfices mutuels escomptés, en s'appuyant sur des conventions fiscales et des accords de protection des investissements rénovés. Enfin, des partenariats ou coinvestissements sont concevables pour investir dans des pays tiers, sur le continent africain et dans le cadre de l'Union pour la Méditerranée.

Les fonds souverains sont le miroir de nos déficits commerciaux et financiers comme de nos retards et attermolements face aux réformes structurelles et aux exigences de compétitivité de notre économie. Les déséquilibres, dont notre pays souffre aujourd'hui, multiplient nos besoins de financement. Leur ampleur ne nous permet pas de nous dispenser des fonds souverains et il nous faut donc, dans ce contexte, promouvoir des partenariats équilibrés.

354

## NOTES

1. Kuwait Investment Authority (KIA) a été créé en 1953, Temasek Holdings en 1974 et Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) en 1976.

2. Selon les estimations de mi-2008, les cinq plus grands fonds étaient ainsi : Abu Dhabi Investment Authority (ADIA, 875 Md\$), Government of Singapore Investment Corporation (GIC, 300 Md\$ à 330 Md\$), Norway Government Pension Fund-Global (GPF, 322 Md\$), State Administration of Foreign Exchange (SAFE, 312 Md\$) et Kuwait Investment Authority (KIA, 213 Md\$).

3. En particulier Citigroup, UBS et Merrill Lynch, les montants investis dans les banques occidentales en 2007 et 2008 ayant dépassé 60 Md\$.

4. Jean Arthuis, *Les fonds souverains : une menace à relativiser, un partenariat à développer*, Rapport d'information n° 336 (2007-2008).

5. Morgan Stanley a également révisé à la baisse ses projections de croissance des actifs sous gestion d'ici à 2015, de 11 900 Md\$ à 9 700 Md\$.

6. Rapport sur les fonds souverains d'Alain Demarolle, disponible sur le site : [http://www.minefe.gouv.fr/presse/dossiers\\_de\\_presse/080522\\_rapdemarolle/rap\\_demarolle.pdf](http://www.minefe.gouv.fr/presse/dossiers_de_presse/080522_rapdemarolle/rap_demarolle.pdf).

7. Mis en exergue par la nouvelle législation sur les offres publiques d'acquisition et le décret du 30 décembre 2005 dit « anti-OPA », définissant 11 secteurs stratégiques protégés et qui a été contesté par la Commission européenne.
8. Tous les grands pays industrialisés ont ainsi mis en place à partir d'octobre 2008, selon des modalités variables, des plans de soutien au secteur bancaire comprenant un volet « liquidité » (assuré en France par la Société de financement de l'économie française) et un volet « solvabilité » (relevant de la Société de prise de participation de l'État).
9. Dans son discours précité, le président de la République a ainsi fait référence à la participation de l'État au capital de Daher, à hauteur de 85 M€, qui permet de déclencher un investissement de 225 M€ dont il est escompté une hausse de 200 M€ du chiffre d'affaires.
10. On peut ainsi placer dans cette seconde catégorie des sociétés telles que GDF-Suez, EADS et Thalès.
11. Rapport d'information n° 336 précité (cf. note 4).
12. Cette exception, prévue par l'article 12 de la directive, permet à l'organe d'administration de la société-cible de mettre en place des mesures de défense face à tout offrant dont le régime de gouvernance et de souveraineté des actionnaires n'offrirait pas des garanties équivalentes.

