

A S S E M B L É E N A T I O N A L E

1 7 ^e L É G I S L A T U R E

Compte rendu

Commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs

– Audition de M. François Haas, directeur général adjoint de la stabilité financière et des opérations, et Mme Diane Griffon, chargée de mission à la Banque de France 2

Jeudi 22 janvier 2026
Séance de 9 heures

Compte rendu n° 2

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

**Présidence de
M. Emmanuel Mandon,
Président**



La séance est ouverte à neuf heures.

Sous la présidence de M. Emmanuel Mandon, la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs a auditionné M. François Haas, directeur général adjoint de la stabilité financière et des opérations, et Mme Diane Griffon, chargée de mission à la Banque de France.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous débutons aujourd'hui les travaux de notre commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. Je comprends et partage le sentiment, l'émotion, l'incompréhension, voire le scandale, que peuvent susciter certaines opérations de pure prédation dont sont victimes des entreprises françaises. Si notre commission d'enquête parvient à faire la lumière sur ces comportements et leurs causes, nous aurons fait œuvre utile.

Mais je vois également une autre utilité à notre commission d'enquête. Tout en permettant de caractériser certains mécanismes effectivement spéculatifs, nos travaux pourraient aussi conduire à reconnaître que d'autres systèmes, par leurs investissements, soutiennent des entreprises en besoin de financement. Ils agissent ainsi pour le plus grand bien de l'emploi et de la réindustrialisation de notre pays.

Je souhaite la bienvenue à M. François Haas, directeur général adjoint de la stabilité financière et des opérations de la Banque de France, ainsi qu'à Mme Diane Griffon, chargée de mission auprès du gouverneur. La Banque de France exerce des missions essentielles de surveillance du comportement des acteurs financiers et non financiers. Elle procède à l'évaluation des risques d'ordre macroéconomique. À ce titre, il lui appartient en particulier de porter un regard sur le comportement d'intervenants non bancaires, comme les fonds d'investissement. L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) joue, à cet égard, un rôle essentiel.

La Banque de France est particulièrement bien placée pour établir une typologie des fonds d'investissement. Elle peut également porter une appréciation sur les schémas de financement retenus par ceux-ci pour investir dans les entreprises. Elle devrait donc pouvoir mesurer l'impact de l'intervention de ces fonds sur l'emploi et la productivité des entreprises. Pour l'ensemble de ces raisons, nous avons hâte de vous entendre sur ces sujets.

Avant de vous donner la parole, je vous rappelle que l'article 6 de l'ordonnance du 17 novembre 1958 relative au fonctionnement des assemblées parlementaires impose aux personnes auditionnées par une commission d'enquête de prêter le serment de dire la vérité, toute la vérité, rien que la vérité. Je vous invite donc à lever la main droite et à dire : « *Je le jure* ».

Mme Griffon et M. Haas prêtent serment.

M. François Haas, directeur général adjoint de la stabilité financière et des opérations de la Banque de France. Je vous remercie de nous auditionner aujourd'hui, en précisant néanmoins que je ne serai sans doute pas en mesure de répondre à toutes vos questions, compte tenu de la particularité de l'approche de la Banque de France.

Cette approche est spécifique et s'effectue par le prisme de la stabilité financière, à travers lequel nous analysons le fonctionnement du système financier dans ses différentes composantes, ainsi que ses implications pour le financement de l'économie, qu'il s'agisse des entreprises ou des ménages.

Cette évaluation macrofinancière s'effectue à l'échelle globale et vise à prévenir les risques systémiques susceptibles de compromettre la stabilité. Elle se décline ensuite de manière sectorielle, notamment par la surveillance des banques, qu'elle soit macroprudentielle ou microprudentielle, mais elle s'applique également au secteur des assurances. Cette mission incombe à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) pour ce qui concerne les établissements bancaires et les assurances. Quant aux fonds d'investissement, leur supervision relève principalement de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Nous suivons également les infrastructures de marché et, plus largement, les évolutions observées sur les marchés financiers, qu'il s'agisse des comportements ou des ajustements réglementaires. Notre rôle en la matière consiste à préserver la résilience du système financier, afin qu'il puisse continuer à remplir ses fonctions, même en période de stress ou face à un choc, et qu'il demeure capable de financer l'économie dans des conditions satisfaisantes.

Pour atteindre cet objectif, nous disposons de plusieurs leviers. Il s'agit d'abord de notre participation active à l'élaboration du cadre réglementaire, qu'il soit national, européen ou international. Il s'agit ensuite du suivi permanent (*monitoring*) des marchés et du système financier dans son ensemble. Enfin, notre action s'inscrit dans le sillage des travaux et décisions du Haut-Conseil de stabilité financière, instance qui réunit les autorités publiques autour du ministre de l'économie et qui peut formuler des recommandations ou adopter des mesures contraignantes à l'égard des institutions financières.

L'approche macroprudentielle que nous développons complète l'approche microprudentielle portée par l'ACPR et l'AMF. À cet égard, le pôle de stabilité financière de la Banque de France, dont j'ai la responsabilité, est un pôle partagé avec l'ACPR, afin de conjuguer nos expertises respectives.

Permettez-moi maintenant d'aborder la taxonomie des entités financières non bancaires, et plus particulièrement des fonds d'investissement, qui vous intéressent. Ces fonds relèvent de ce que l'on appelle l'« intermédiation financière non bancaire », un univers vaste qui englobe toutes les interventions sur les marchés qui ne sont pas le fait des banques. Ce secteur a connu une croissance significative au cours des dix à quinze dernières années. Il regroupe des acteurs variés : des compagnies d'assurance, des fonds d'investissement et d'autres entités intervenant sur les marchés financiers. Chacun de ces acteurs obéit à des règles spécifiques et relève de superviseurs distincts, en raison de la diversité de leurs modes de fonctionnement.

La croissance la plus marquée concerne aujourd'hui les fonds d'investissement. Cette catégorie recouvre des réalités très diverses, depuis des fonds ouverts accessibles aux particuliers, comme les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), jusqu'aux fonds semi-fermés ou fermés, certains étant réservés à des investisseurs professionnels en raison des risques et de la complexité des structures proposées. On y trouve également les *hedge funds*, souvent qualifiés de « fonds spéculatifs », ainsi que le *private equity*, qui inclut le capital-risque et le capital-investissement (*venture capital*). Ces segments connaissent un essor considérable et viennent compléter le financement bancaire par des financements de marché, en lien direct avec les investisseurs.

Un développement récent mérite également d'être souligné. Il concerne des fonds de crédit privé ou de dette privée (*private debt*).

Ces structures, bien que soumises à la réglementation, financent directement des entreprises sans passer par le crédit bancaire traditionnel.

Cette évolution illustre la montée en puissance de l'intermédiation financière non bancaire (IFNB ou NBFI, *Non-Bank Financial Intermediation*), que l'on appelait autrefois la *shadow banking*, la « finance de l'ombre ». Aujourd'hui, cette « ombre » s'est largement dissipée, même si les réglementations internationales demeurent moins harmonisées que celles qui encadrent le secteur bancaire. Selon les estimations du Financial Stability Board, l'organisme international qui coordonne les travaux et les réflexions en matière financière, les actifs financiers gérés par ce vaste secteur atteignent plus de 21 000 milliards d'euros (Md€) à l'échelle mondiale, soit plus de la moitié des actifs financiers.

Les fonds d'investissement se répartissent en plusieurs catégories. Les fonds ouverts non alternatifs (*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*, UCITS), qui correspondent aux OPCVM en France, sont des fonds ouverts accessibles au public. Les *Alternative Investment Fund Managers* (AIFM), ou fonds de gestion alternative, regroupent les fonds fermés ou semi-fermés, parmi lesquels figurent les fonds de *private equity*, les fonds de capital-investissement, les *hedge funds* et les fonds monétaires. Ces derniers sont particulièrement surveillés, car ils entretiennent des liens étroits avec le système bancaire et peuvent, en cas de tension, exercer un effet déstabilisateur sur celui-ci.

Les réglementations applicables à ces fonds sont hétérogènes. Elles sont très strictes pour les UCITS, mais plus souples pour les fonds alternatifs. À ce sujet, il faut rappeler que les règles ont été conçues initialement pour protéger l'investisseur et non pour garantir la stabilité financière. Or les superviseurs et les régulateurs, dont les banques centrales, s'attachent particulièrement à cette stabilité financière, dans le cadre d'une approche macroprudentielle, afin d'éviter que ces acteurs ne deviennent des vecteurs d'instabilité.

Cette situation est au cœur des travaux menés aux niveaux européen et international. Il s'agit ainsi de faire en sorte que ces fonds contribuent positivement au financement de l'économie sans pour autant créer des risques d'instabilité financière. En France, l'AMF est l'autorité compétente pour la supervision des fonds d'investissement, mais la coordination entre les différentes instances est essentielle. Elle s'opère notamment au sein du Haut-Conseil de stabilité financière, qui réunit la Banque de France, l'ACPR, l'AMF, l'Autorité des normes comptables, la direction générale du Trésor, des personnalités qualifiées et le ministre des finances. Cette coordination passe, à l'échelle européenne, par le Comité européen du risque systémique (*European Systemic Risk Board*, ESRB) et, au niveau international, par le Conseil de stabilité financière (FSB).

Les fonds ouverts réunissent les montants d'actifs sous gestion les plus élevés, qu'il s'agisse de fonds monétaires, de fonds en actions, de fonds obligataires, de fonds mixtes et de fonds immobiliers. Une autre catégorie relève de la gestion alternative, c'est-à-dire les fonds de *private equity*, de *venture capital* ou les fonds à « effet de levier » (*Leveraged Buy-Out*, LBO). C'est dans cette dernière catégorie que l'on trouve les fonds que certains qualifient de fonds « vautours », qui ne constituent cependant qu'une petite partie au sein des fonds d'investissement.

Quels sont les risques surveillés par la Banque de France ? Le premier concerne le risque de liquidité. En effet, lorsqu'un fonds promet à ses investisseurs une disponibilité rapide de leurs avoirs, mais que les actifs qu'il détient ne sont pas liquides dans les mêmes délais, un déséquilibre apparaît, susceptible de provoquer des tensions.

Le second risque est lié au levier, c'est-à-dire la capacité des fonds à s'endetter pour investir : plus ce levier est élevé, plus la structure financière du fonds est vulnérable en cas de variation des taux ou de restriction de l'accès au financement. Le troisième risque, le plus difficile à cerner précisément, a trait aux connexions des acteurs de l'IFNB avec le système bancaire : les banques peuvent financer des fonds ou détenir des parts de ces fonds, créant ainsi des liens qui, en cas de crise, peuvent amplifier les chocs.

Pour évaluer les risques, nous suivons plusieurs indicateurs, comme la composition des actifs, la part des actifs liquides, l'exposition sectorielle, la concentration géographique, la similitude des stratégies entre fonds, le niveau de levier et la nature des investisseurs. À ce titre, nous accordons aujourd'hui une attention particulière à l'exposition des fonds d'investissement au secteur de l'intelligence artificielle, en particulier aux États-Unis où les valorisations ont fortement progressé. Nous nous efforçons de nous assurer qu'il n'existe pas de phénomène de concentration excessive qui viendrait fragiliser ces fonds. Nous exerçons également un suivi des pays dans lesquels ces fonds sont investis, afin d'évaluer à nouveau les risques de concentration ou les risques géopolitiques. Ces analyses sont menées dans une perspective macroprudentielle : il ne s'agit pas d'examiner la stratégie d'un fonds particulier, mais de prévenir les déséquilibres susceptibles de menacer la stabilité globale.

L'importance de ces fonds pour le financement de l'économie est indéniable. En France, la part de la finance non bancaire dans le financement global est stable depuis plusieurs années, représentant environ un tiers des ressources. Cette proportion illustre le rôle complémentaire que jouent ces acteurs aux côtés des banques. Elle s'est renforcée lors des périodes de crise, notamment pendant la pandémie, lorsque les politiques monétaires accommodantes (*quantitative easing*) ont permis de maintenir des conditions de financement favorables.

Compte tenu de l'insertion de l'économie française dans l'économie européenne et internationale, compte également tenu du développement international du système financier français, nous sommes vigilants face quant aux interconnexions et à l'exposition du système financier domestique aux risques internationaux.

S'agissant du financement des sociétés non financières, je rappelle qu'une partie non négligeable des actions cotées et émises par les sociétés françaises sont en réalité détenues par ces sociétés elles-mêmes. Par ailleurs, nous avons constaté, au cours des années récentes, un très fort dynamisme des fonds de capital d'investissement sous leurs différentes formes. Le marché français est relativement actif en Europe, qu'il s'agisse de capital-risque, de capital-investissement ou de LBO.

Sur ce dernier point, une étude récente de la Banque de France sur les LBO souligne la difficulté à caractériser de façon globale l'impact des stratégies de LBO sur les entreprises, chaque cas étant particulier. Certains se déroulent bien, d'autres aboutissent à des « accidents industriels » (comme l'actualité récente l'atteste). Par définition, le LBO conduit à fragiliser, *a priori* temporairement, la structure d'une entreprise à travers l'endettement. Cette technique s'avère parfois payante, parfois perdante, et il est extrêmement difficile de tirer des enseignements globaux sur l'impact de ce type de stratégie.

M. le président Emmanuel Mandon. Comment évaluez-vous l'exposition de notre système financier aux fonds d'investissement français ? Disposez-vous d'outils et de données suffisants pour suivre l'endettement réel des entreprises sous LBO, notamment concernant le risque de refinancement à long terme ?

Quelles améliorations seraient, selon vous, nécessaires ? Dans un contexte de taux durablement plus élevés, identifiez-vous des signaux d’alerte spécifiques liés à certaines stratégies de *private equity* ? Quels leviers macroprudentiels pourraient être mobilisés ainsi pour protéger l’économie réelle ?

M. François Haas. Le système français, comme le système européen dans son ensemble, est caractérisé par la prédominance du financement bancaire de l’économie.

Simultanément, les fonds d’investissement et la finance non bancaire se développent. Ce sujet s’inscrit pleinement dans la stratégie européenne visant à développer l’Union pour l’épargne et l’investissement. L’objectif consiste à encourager le rôle des marchés financiers comme complément au financement bancaire, afin d’offrir aux investisseurs une palette plus large de supports et aux entreprises des modes de financement diversifiés. Cependant, en comparaison du modèle américain, le système européen demeure largement dominé par le financement bancaire. Les chiffres que nous pourrions vous transmettre en témoignent de manière éloquent.

Les risques macroéconomiques afférents aux stratégies de LBO résultent de l’évolution des taux d’intérêt, lesquels conditionnent à leur tour l’évolution du coût de financement de la dette. En effet, ces opérations reposent sur l’ajout d’un levier d’endettement pour restructurer ou accélérer la transformation d’une entreprise. Lorsque les taux longs étaient historiquement bas, ces stratégies se sont multipliées. Mais dès que les taux d’intérêt reviennent à des niveaux plus standards, certaines de ces stratégies deviennent moins rentables. Ce constat illustre la sensibilité des LBO aux conditions de financement et leur exposition aux fluctuations des marchés.

Sur le plan macroprudentiel de la stabilité financière, nous déplorons l’absence de données permettant d’apprécier précisément la situation de cet univers de la finance non bancaire. Les obligations de *reporting* et de transparence varient fortement selon la nature des fonds et le type d’investisseurs ciblés. Les fonds ouverts destinés aux investisseurs particuliers sont soumis à des exigences élevées, tandis que les fonds fermés, réservés aux investisseurs professionnels, offrent moins de visibilité.

Cette hétérogénéité, combinée à la dimension internationale des flux financiers, complique l’appréciation des risques. C’est la raison pour laquelle nous travaillons avec les régulateurs européens et internationaux pour renforcer la transparence, améliorer l’accès aux données et ainsi mieux apprécier, au niveau macroéconomique, la situation de ces fonds et leur impact sur l’économie internationale.

L’histoire récente nous rappelle que l’absence de transparence a pu nourrir des phénomènes d’instabilité financière. Nous essayons de mettre en place, aux niveaux européen et international, un meilleur échange de données entre les différents superviseurs et les différentes juridictions. De plus, afin d’anticiper ces risques, nous menons actuellement, avec la Banque de France, l’ACPR et l’AMF, un exercice inédit de *stress test* systémique. Il consiste à simuler un choc de marché sur les taux d’intérêt et la liquidité de l’ensemble du système financier (banques, assurances et fonds) et à analyser les réactions des acteurs sur une période de quinze jours à trois semaines. Cet exercice doit nous permettre de mieux comprendre la dynamique globale, d’identifier les zones de vulnérabilité et de déterminer les points où des données supplémentaires sont indispensables pour porter un diagnostic pertinent sur l’évolution des marchés et les risques associés en matière de stabilité financière.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. Notre commission d'enquête aborde un sujet crucial : la prédation exercée par certains fonds d'investissement sur les capacités productives françaises. Votre présence et votre engagement témoignent de l'importance de ce débat. La France, comme vous l'avez rappelé, est aujourd'hui le pays le plus exposé en Europe aux opérations de LBO. Cette réalité s'accompagne de conséquences lourdes : des milliers d'emplois détruits et des entreprises fragilisées, parfois jusqu'à la disparition. L'exemple récent de Novasco, repris par Greybull Capital, illustre ces dérives, mais il n'est pas isolé. J'ajoute que de nombreux secteurs sont concernés, qu'il s'agisse de la sidérurgie, des laboratoires médicaux, des entreprises de la distribution, du secteur des loisirs ou encore du tourisme.

Il est aujourd'hui indispensable de se pencher sur les effets de la prédation exercée par certains fonds d'investissement, compte tenu des conséquences économiques et sociales observées. À ce jour, aucune commission d'enquête parlementaire n'avait été consacrée à ce sujet, ce qui souligne l'importance de nos travaux. Les fonds de *private equity*, *hedge funds*, LBO ou encore de dette privée représentent des volumes financiers considérables, mais leur impact sur l'emploi et la pérennité des entreprises reste difficile à mesurer avec précision : disposez-vous d'une estimation du nombre d'entreprises sous contrôle de ces fonds et de l'évolution des emplois concernés ? Cette donnée est essentielle pour appréhender l'ampleur du phénomène.

La question des taux de rentabilité visés mérite également une attention particulière. Certains fonds affichent des objectifs supérieurs à 15 %, ce qui impose une extraction massive des bénéficiaires pour satisfaire ces exigences. À quel moment considérez-vous que ces risques sont particulièrement importants ? Existe-t-il une évaluation des entreprises actuellement en difficulté en raison de telles stratégies de prédation ?

Enfin, la régulation pose question. Ces fonds bénéficient-ils d'avantages fiscaux ou réglementaires particuliers par rapport aux banques, qui expliqueraient leur essor, notamment en France, devenue une cible privilégiée pour les LBO ? Pourquoi notre pays est-il le premier marché européen pour ces opérations ? Une note de la Banque de France (n° 260/4) en date de septembre-octobre 2025 mentionne, sous le timbre de Mme Lucille Collet, une forte augmentation des rachats par LBO, qui engendre des « *effets controversés sur la performance des entreprises* ». Ce constat appelle des réponses de notre part : quelles mesures la Banque de France préconise-t-elle pour renforcer la surveillance, encadrer ces techniques et prévenir les dérives ?

Je reviendrai, dans un second temps, sur des points plus techniques, notamment la classification de certains acteurs comme les fonds Mutares, Greybull, Tikehau, Apollo ou KKR, mais il me semblait essentiel de poser d'abord ces questions de fond.

M. François Haas. Je répondrai aux questions de la rapporteure avec une certaine humilité, dans la mesure où je ne dispose pas de l'ensemble des éléments.

S'agissant des effets de prédation, il convient d'isoler deux catégories d'entreprises particulièrement exposées. Il s'agit, d'une part, de celles à fort potentiel de croissance, qui relèvent du capital-risque et où interviennent des fonds destinés à accompagner les sociétés dans leurs phases initiales de développement. D'autre part, il faut mentionner les entreprises en difficulté, mais qui présentent un potentiel de croissance, soit parce que leur secteur est porteur, soit parce que leurs produits sont jugés stratégiques.

Nos analyses s'appuient largement sur l'expérience américaine, pays dans lequel les pratiques de financement non bancaire sont les plus développées. Aujourd'hui, le secteur technologique et, plus spécifiquement, celui de l'intelligence artificielle, est directement concerné. La Banque de France a publié, mardi dernier, son rapport semestriel sur la stabilité financière, qui comporte des développements utiles pour votre commission sur le financement de l'IA et les risques potentiels liés à sa croissance rapide. Ces phénomènes sont surtout observés aux États-Unis, où le marché est beaucoup plus mature qu'en Europe. On constate désormais que ce secteur, longtemps financé par des apports en capital, recourt de plus en plus à la dette, ce qui soulève des questions inédites en matière de stabilité financière.

Vous avez évoqué la pertinence des taux de rentabilité visés. Deux éléments doivent être pris en compte à ce titre. Le premier est le contexte macroéconomique. En effet, certaines opérations prospèrent lorsque le cycle est favorable, mais deviennent fragiles lorsque les conditions se durcissent. Le second tient à la nature du risque : plus celui-ci est élevé, plus la rémunération exigée sera importante. Un fonds qui investit dans une start-up dont la probabilité de survie à cinq ans est faible demandera logiquement un taux de rentabilité plus élevé. Ces objectifs doivent, en principe, être alignés sur les caractéristiques propres à chaque entreprise, son secteur et son potentiel de marché. Il existe donc une dimension idiosyncratique, qu'il faut intégrer à l'analyse, au-delà du contexte macroéconomique.

S'agissant de la question des avantages fiscaux ou réglementaires par rapport aux banques, je n'ai pas d'éléments précis sur ce point, mais rien n'indique qu'ils soient significatifs.

Quant aux effets controversés, ils sont effectivement bien réels. Cependant, il convient de garder à l'esprit que chaque entreprise constitue un cas particulier. Certaines opérations de *private equity* et de LBO se soldent par des succès, des entreprises renforcées et des investisseurs satisfaits. D'autres échouent, soit parce que le projet était mal calibré, soit parce que les repreneurs n'ont pas respecté leurs engagements. Il existe effectivement des « accidents industriels », mais je me garderai de mettre en cause la structure des fonds d'investissement et le comportement de certains gestionnaires de fonds. Ces deux sujets doivent être traités séparément.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Je souhaite vous interroger à nouveau et recentrer le débat sur la prédation constatée des capacités productives françaises par certains fonds d'investissement. Je pourrais mentionner Novasco repris par Greybull Capital, Lapeyre ou d'autres entreprises rachetées par Mutares, Alpha Blue Ocean, Apollo et d'autres. Ces cas illustrent des situations où des entreprises ont été placées en difficulté, voire ont fermé, en raison du comportement de certains fonds d'investissement, qu'il s'agisse de fonds de *private equity*, de *hedge funds* ou de fonds de dette privée. En contrôlant des entreprises, ils ont imposé des restructurations entraînant des conséquences manifestes sur l'emploi, voire la défaillance totale de certaines sociétés. Ma première question porte donc sur la vulnérabilité particulière de la France et sur les raisons pour lesquelles elle est devenue la première cible mondiale pour les opérations de LBO.

Disposez-vous d'une vision à long terme de l'action de ces fonds concernant la mise en difficulté, voire la mise en défaillance, d'un certain nombre d'entreprises ? Enfin, quels sont précisément les effets controversés de la technique du LBO que vous avez pu constater ?

M. François Haas. Des « accidents » et des cas de prédation sont effectivement intervenus, dans un certain nombre de cas. Mais il faut également s'attacher aux réussites et aux entreprises pour lesquelles ces investissements, cette approche par LBO, s'est révélée positive.

Dans le cadre de notre mission de stabilité financière, nous n'effectuons pas de suivi individualisé des fonds ni de l'impact spécifique sur telle ou telle entreprise. Notre approche est macroprudentielle : nous analysons les risques à l'échelle du système dans son ensemble. Nous pourrions fournir, dans le cadre du questionnaire qui nous a été adressé, des éléments plus détaillés sur certains impacts locaux.

Pourquoi la France apparaît-elle comme une cible privilégiée pour les LBO ? Elle est sans doute perçue comme une économie dynamique et attractive par rapport à d'autres pays européens. Cette attractivité se traduit par des flux d'investissements étrangers importants. Les opérations de LBO constituent une modalité parmi d'autres de ces investissements. Ce constat illustre selon moi le potentiel de développement de l'économie française.

Concernant la vision dans le temps, notre approche en matière de stabilité financière ne consiste pas à examiner la stratégie de tel ou tel fonds. L'AMF, en tant que superviseur, dispose probablement d'une analyse plus fine, tout comme BPIFrance pour certaines opérations.

Enfin, sur les effets controversés, il est difficile de formuler une réponse homogène. Il est important de rappeler que cette technique du LBO n'est qu'un outil. Comme tout outil, son impact dépend de la manière dont il est utilisé. Les effets sont contrastés, car chaque situation est singulière.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Pouvez-vous nous fournir des exemples concrets de situations négatives ? Les entreprises que j'ai évoquées, comme Novasco, employaient des centaines, voire des milliers, de personnes.

M. François Haas. Les effets négatifs interviennent lorsque la stratégie du repreneur ne s'est pas révélée payante, lorsqu'il a surestimé sa capacité à accompagner l'entreprise sur la durée, conduisant à la dégradation de la situation financière des entreprises rachetées. Une opération de LBO ne vaut que par la qualité des équipes qui la portent : il y a de bons et de mauvais gestionnaires. Cependant, je ne rejeterai pas l'outil en tant que tel.

Mme Claire Marais-Beuil (RN). Ces investisseurs recherchent des rendements à court terme et non à long terme. Il ne s'agit pas pour eux de réinvestir, mais de se distribuer les bénéfices, faisant fi des aspects sociaux et environnementaux de l'entreprise, qu'ils sont prêts à sacrifier. Avez-vous estimé les « moments de bascule » et leur impact sur les entreprises à long terme, lorsque ces fonds s'aperçoivent qu'ils n'attendront pas leurs objectifs de rendement à court terme ? Avez-vous établi une cartographie de ces fonds vautours ? Est-il possible de les identifier *ab initio* ou chemin faisant ? À quel moment est-il possible de tirer le signal d'alarme ?

M. François Haas. La recherche de rendements élevés à court terme est souvent perçue comme la logique dominante des fonds d'investissement. En réalité, ces acteurs interviennent dans des entreprises présentant des fragilités, qu'il s'agisse de problèmes de gestion, de difficultés structurelles ou de marchés en mutation.

Le risque est donc réel et il doit être rémunéré. Cette logique n'est pas, en soi, problématique, dès lors qu'elle s'inscrit dans une stratégie visant à restructurer et à relancer l'entreprise.

Contrairement à une idée reçue, les fonds pratiquant le LBO ne cherchent pas uniquement à extraire un maximum de bénéfices à court terme. Leur objectif consiste à redresser la société pour la revendre dans de meilleures conditions. Ils ne peuvent pas céder une « coquille vide » : la valeur de revente dépend de la capacité de l'entreprise à poursuivre son activité. Cela n'exclut pas les échecs, ni les accidents industriels, mais la logique demeure celle d'une création de valeur à moyen terme.

Quant à l'identification des fonds « toxiques », nous ne produisons pas de cartographie permettant de les classer. Notre approche, centrée sur la stabilité financière, ne vise pas à suivre individuellement chaque acteur. Le marché est extrêmement diversifié, dominé par de grands acteurs internationaux, notamment américains, mais aussi des fonds européens et français en forte croissance. De manière anecdotique, les stratégies des fonds européens semblent souvent aboutir à des résultats positifs : le rendement est atteint et l'entreprise poursuit son développement. Des échecs surviennent, mais le bilan global, à ce stade, apparaît contrasté plutôt que systématiquement négatif.

M. Hervé de Lépinau (RN). Je précise tout d'abord qu'en compagnie de mon collègue François Jolivet du groupe Horizons, nous avons produit un rapport d'information sur le contrôle des investissements étrangers au service de la sécurité économique.

Je m'interroge sur le document transmis, qui semble comporter une coquille (p. 6), puisqu'il y est indiqué que les *hedge funds* représenteraient 460 millions d'euros en valeur. Ce montant me semble étonnamment faible.

M. François Haas. Ces chiffres concernent les *hedge funds* enregistrés en France en tant que tels. Or les *hedge funds*, les fonds de dette privée, de *private equity* ou de capital-investissement ne sont généralement pas français, même s'ils opèrent aussi dans notre pays.

M. Hervé de Lépinau (RN). La capacité à transformer de la dette en capital revient à une prise de possession de l'entreprise par le « bas de bilan ». Je pense notamment au cas d'Atos, un exemple assez topique et dramatique de la souveraineté numérique française, puisque la société est aujourd'hui détenue principalement par des fonds vautours anglo-saxons, qui ont pris possession de l'entreprise à travers sa dette. Faudrait-il doter la Banque de France d'une compétence supplémentaire, qui lui permettrait de déclencher une forme de procédure d'alerte, dans le cadre de sa mission d'évaluation et de contrôle ?

M. François Haas. Ce point mérite une analyse approfondie. Cependant, je me pose spontanément la question de savoir si nous disposons aujourd'hui des éléments statistiques ou des données qui nous permettraient de conduire cette procédure d'alerte. Je n'en suis pas persuadé, de la même manière que je ne pense pas que la Banque de France soit l'institution la plus appropriée pour conduire ce travail d'alerte.

M. Hervé de Lépinau (RN). Les documents distribués illustrent l'absence de fonds souverain en France. Si de nombreuses sociétés étrangères s'intéressent tant aux entreprises françaises, cela signifie bien que ces dernières éprouvent des difficultés à faire financer leur développement, et plus particulièrement la recherche et développement.

Sous-capitalisées et sous-financées, elles ne peuvent survivre que grâce à des investissements qui proviennent généralement de l'étranger.

J'ai notamment en tête le cas d'Exosens, ex-Photonis, leader mondial de la visée nocturne, dont 99 % du chiffre d'affaires sont liés aux marchés militaires. Un fonds d'investissement étranger a réinjecté 300 millions d'euros dans Photonis, dans la perspective de revendre par la suite l'entreprise et de réaliser une plus-value conséquente, au détriment de notre souveraineté. Quels moyens envisagez-vous afin d'éviter une telle situation ?

M. François Haas. Vous soulignez l'absence de fonds souverains, qui s'ajoute à celle des fonds de pension : il s'agit là de caractéristiques françaises bien connues. Fondamentalement, le constat est clair : nos entreprises souffrent d'un excès de dette et d'une insuffisance de capital. L'un des objectifs de l'Union pour l'épargne et l'investissement consiste précisément à renforcer le socle en capital des entreprises, afin de réduire leur dépendance à l'endettement et leur vulnérabilité structurelle. Le capital-investissement s'inscrit dans cette logique, mais il ne suffit pas. L'existence d'un fonds souverain ou de fonds de pension viendrait conforter cette stratégie, en apportant des ressources stables et de long terme.

Au-delà de la France, l'Europe fait face à une aversion persistante pour le risque et pour l'investissement productif : nous épargnons beaucoup, mais nous investissons peu. Rééquilibrer la structure financière des entreprises en faveur du capital, au détriment de la dette, constitue une stratégie ayant pour objet de redynamiser l'économie européenne.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Étant novice sur ces sujets, j'ai d'abord cherché à comprendre votre rôle : il consiste à garantir une forme de confiance, élément essentiel de l'économie, entre consommateurs, producteurs et financeurs. Cette confiance repose sur l'absence de répercussions négatives sur l'économie réelle.

Parmi les fonds dits « vautours », le cas de Mutares m'interpelle. Ce fonds a provoqué des dégâts notables dans plusieurs secteurs industriels. Dans ma circonscription en Isère, l'entreprise TeamTex, fleuron européen de la fabrication de sièges auto pour enfants, a été liquidée.

J'entends évidemment que vous intervenez dans des logiques macroprudentielles et que vous n'identifiez pas tel ou tel fonds, dit « de retournement », en tant que tel. Cependant, ils mériteraient d'être scrutés de près. Mutares, comme d'autres fonds similaires, adopte des pratiques extrêmement contestables : il vide les entreprises de leurs richesses, notamment en facturant des services dont la pertinence interroge.

M. François Haas. Je comprends les sentiments que ces situations peuvent provoquer. Vous avez rappelé notre rôle, qui consiste à préserver la confiance et la stabilité du système financier, mission que nous assumons pleinement. Toutefois, ce rôle diffère de celui qui consisterait à contrôler tel ou tel fonds. Cette surveillance est probablement nécessaire, mais il n'incombe sans doute pas à la Banque de France de l'assurer. En effet, nous nous éloignerions de nos missions et ne serions pas les mieux placés pour juger le comportement d'un fonds. De plus, quels critères faudrait-il retenir ? Les accidents, les pratiques cavalières, voire frauduleuses, existent. Pour autant, je ne pense pas qu'il revient à la Banque de France d'assurer cette police.

Mme Marie-Agnès Poussier-Winsback (HOR). Monsieur le directeur général, je vous remercie d'être venu devant nous ce matin pour répondre aux questions de la commission,

avec honnêteté et franchise. Cependant, je demeure insatisfaite, dans la mesure où vous ne nous donnez pas votre avis : or nous en avons besoin, non pas pour juger ce qui est bien ou mal, mais pour savoir s'il existe des « trous dans la raquette ». Vous affirmez que ce rôle de surveillance ne relève pas de la Banque de France ; mais quelle institution l'assume, dans ce cas ? Est-ce l'AMF ? Est-ce le ministère de l'économie et des finances ?

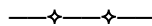
Votre silence sur ce point m'interpelle : cela signifie-t-il qu'il existe réellement des failles ? Peut-être n'en avez-vous pas connaissance ou souhaitez-vous uniquement évoquer la Banque de France ? La plupart de nos questions ont concerné ces analyses microéconomiques que vous avez indiqué ne pas conduire. Qui mène ces analyses en France ? Vous évoquez la procédure d'alerte, mais sans disposer des éléments. Pourtant, dans ma région, je reçois régulièrement des lettres signalant ces alertes.

M. François Haas. Vous m'avez demandé mon avis concernant la situation des entreprises. Notre constat général est simple : les entreprises françaises gagneraient en solidité si elles disposaient de davantage de capital et de moins de dettes. Deuxièmement, nous soutenons la stratégie européenne de l'Union pour l'épargne et l'investissement, qui succède à l'Union des marchés de capitaux. Cette stratégie vise à renforcer les fonds propres des entreprises et à réduire leur dépendance à l'endettement. Une fois encore, notre approche est d'ordre macroéconomique.

Je ne pense pas qu'il y ait de « trous dans la raquette ». Simplement, nous ne sommes pas les mieux équipés pour conduire l'analyse de tel fonds ou de telle stratégie. Ces sujets relèvent davantage de la politique industrielle (et par conséquent du ministère de l'économie et des finances) ainsi que du superviseur des fonds (AMF), qui dispose d'informations plus précises. Je ne cherche pas à éluder nos responsabilités, mais notre mission porte sur la stabilité financière. Or, dans ce cadre, le comportement individuel des fonds n'est pas pertinent pour notre grille d'analyse, même s'il est important pour l'économie réelle. Mon propos n'épuise pas le sujet, mais il clarifie notre rôle.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour ces échanges extrêmement enrichissants. Vous pouvez, le cas échéant, les compléter, si vous le souhaitez, en répondant par écrit au questionnaire qui vous a été envoyé il y a quelques jours et en adressant les documents que vous jugerez utiles au secrétariat de la commission d'enquête.

La séance s'achève à dix heures vingt.



Membres présents ou excusés

Commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs

Réunion du jeudi 22 janvier 2026 à 9 heures

Présents. – Mme Alix Fruchon, M. Hervé de Lépinau, M. Emmanuel Mandon, Mme Claire Marais-Beuil, Mme Marie-Agnès Poussier-Winsback, Mme Sophie-Laurence Roy

Excusés. – Mme Émilie Bonnivard.

Assistaient également à la réunion. – Mme Élisabeth Martin.