

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, dans le cadre d'une table-ronde, de MM. Nicolas Bédu, maître de conférences (université de Montpellier), Olivier Darmouni, professeur (HEC), et Ludovic Phalippou, professeur (université d'Oxford, Saïd Business School) 2

Jeudi 22 janvier 2026
Séance de 10 heures 15

Compte rendu n° 3

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

Présidence de
M. Emmanuel Mandon,
Président



La séance est ouverte à 10 heures 25.

Sous la présidence de M. Emmanuel Mandon, la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs a auditionné, dans le cadre d'une table-ronde, MM. Nicolas Bédu, maître de conférences à l'université de Montpellier, Olivier Darmouni, professeur associé à HEC, et Ludovic Phalippou, professeur à la Saïd Business School de l'université d'Oxford.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous poursuivons nos travaux par une table-ronde réunissant plusieurs économistes universitaires. Je souhaite donc, en notre nom à tous, la bienvenue à MM. Nicolas Bédu, Olivier Darmouni et Ludovic Phalippou.

Monsieur Bédu, vous avez soutenu, en 2013, une thèse de doctorat en sciences économiques intitulée « Financiarisation et LBO : une analyse des effets des opérations de LBO sur la performance, l'emploi et la faillite des entreprises en Europe ». En outre, vous êtes le coauteur d'un ouvrage publié en 2022 et consacré au *private equity*. La même année, vous avez été nommé maître de conférences habilité à diriger des recherches à l'université de Montpellier.

Monsieur Darmouni, vous êtes docteur en sciences économiques de l'université de Princeton. Vous avez été professeur associé à la Columbia Business School et, depuis l'année dernière, vous êtes professeur associé à l'école des Hautes études commerciales (HEC). Votre champ d'expertise couvre la finance d'entreprise, les marchés financiers et la politique monétaire. Vous avez publié, dans ces domaines, plusieurs articles dans des revues de premier rang mondial.

Monsieur Phalippou, vous êtes docteur de l'Institut européen d'administration des affaires et aujourd'hui professeur de finance à la Saïd Business School (université d'Oxford). Vous êtes également l'auteur de très nombreuses publications dans des revues académiques de rang international. Spécialiste reconnu du *private equity*, vous conseillez plusieurs institutions financières publiques sur la gestion de leurs investissements en actifs non cotés.

Grâce à votre expertise incontestée dans le domaine qui nous préoccupe, notre commission espère mieux comprendre le rôle et la stratégie des fonds d'investissement, leur influence sur l'écosystème financier et l'impact de leurs choix sur l'emploi et la croissance des entreprises.

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.

(MM. Nicolas Bédu, Olivier Darmouni et Ludovic Phalippou prêtent serment.)

M. Ludovic Phalippou, professeur à la Saïd Business School (université d'Oxford). L'appellation « fonds d'investissement », bien que courante, demeure trop générale pour bien appréhender la réalité complexe qu'elle recouvre. À l'intérieur de cette catégorie, il convient de distinguer deux types de fonds dont les logiques et les réputations s'opposent radicalement : d'une part, les fonds de croissance et de capital-risque, généralement perçus comme des instruments vertueux et encouragés par les pouvoirs publics dans la plupart des pays ; d'autre part, les fonds à effet de levier, communément désignés par l'acronyme LBO (*Leveraged Buy-Out*) et qui suscitent, partout dans le monde, une défiance persistante.

Les premiers, orientés vers l'innovation et le développement, jouissent d'une image favorable. Ils sont considérés comme des catalyseurs de progrès, soutenant la création d'emplois et la compétitivité. À l'inverse, les seconds traînent une réputation sulfureuse. Au Japon, le grand public les surnomme « vautours », métaphore qui traduit la perception d'une prédation systématique. Ils ont été assimilés à des « nuages de criquets » en Allemagne, image évocatrice d'une invasion destructrice. Aux États-Unis, dès leur apparition dans les années quatre-vingt, ces opérations ont déclenché d'intenses polémiques : un ouvrage (B. Burrough et J. Helyar, *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*) et un film ont rencontré un immense succès à la fin de cette décennie, consacrant dans l'imaginaire collectif l'idée d'une menace pour l'économie traditionnelle. Certains termes utilisés par votre propre commission, tel que celui de « prédation », s'inscrivent dans ce registre lexical.

Les fonds à effet de levier sont dotés d'une structure similaire à celle des fonds de croissance ou de capital-risque, mais leur réputation est diamétralement opposée. Pour comprendre les raisons de la controverse, il faut d'abord expliciter ce mécanisme de l'effet de levier, puis examiner les points de tension qu'il engendre.

Prenons un exemple concret, celui d'une entreprise familiale emblématique : les laboratoires Fabre, implantés à Castres. Cette société, forte de dix mille employés, a été fondée il y a plusieurs décennies par monsieur Fabre. Lorsque celui-ci approche de l'âge de la retraite, se pose la question du repreneur, situation fréquente en Europe.

Les fonds de LBO apparaissent alors souvent comme une solution. Supposons que la valeur des laboratoires Fabre soit estimée à 1 milliard d'euros (Md€). Le fonds de LBO lève 250 millions d'euros (M€) de capitaux propres auprès d'investisseurs institutionnels et emprunte 750 M€ supplémentaires. Ce recours à l'endettement vise à bénéficier de l'effet de levier, principe bien connu des particuliers lorsqu'ils acquièrent un bien immobilier. Si, quatre ans plus tard, la valeur des laboratoires double pour atteindre 2 Md€, le fonds rembourse les 750 M€ empruntés, récupère 1,25 Md€ et multiplie ainsi sa mise par cinq, au lieu de la doubler. La dette décuple donc la rentabilité.

Ce procédé n'a rien d'illégal ni d'inhabituel, mais il suscite deux critiques majeures. La première tient à la logique de « profit pur » qui anime ces fonds : leur raison d'être est la maximisation du rendement. Certes, la recherche du profit est inhérente à toute entreprise, mais elle n'en constitue pas toujours l'unique finalité. Ainsi, les sociétés industrielles, commerciales ou familiales poursuivent des objectifs multiples : pérennité, qualité, responsabilité sociale. Les fonds à effet de levier, eux, concentrent toutes leurs forces sur la rentabilité. Ils s'entourent des meilleurs avocats, fiscalistes et experts financiers. Ils incitent les dirigeants par des bonus considérables et indexés sur la profitabilité. Cette obsession du gain est unique.

Revenons à notre exemple : si un fonds de LBO reprenait les laboratoires Fabre, il pourrait décider de transférer le siège de Castres à Paris et de cesser le *sponsoring* du club de rugby local, le Castres Olympique. Ces mesures entraîneraient une hausse immédiate des profits, mais elles déstabiliseraient l'écosystème local. La ville s'appauvrirait, les salariés se sentiraient trahis. Ce type de décision est courant dans les opérations de LBO.

La seconde source de tensions, plus grave encore, concerne la structure de la dette. En effet, le montage financier réalisé par le fonds transfère la charge de l'emprunt à l'entreprise rachetée. Ainsi, dans notre cas d'école, les laboratoires Fabre se retrouvent, du jour au lendemain, redevables de 750 M€ de dette, dont des intérêts annuels de 70 M€ (par exemple).

Les salariés, les fournisseurs, les clients découvrent alors qu'ils doivent assumer une dette qu'ils n'ont pas contractée. Si l'entreprise prospère, les actionnaires engrangent des bénéfices colossaux ; mais au moindre revers, la faillite peut menacer, entraînant des conséquences dramatiques. Cette asymétrie nourrit l'indignation et elle explique la défiance universelle à l'égard des LBO.

À ces critiques s'ajoutent des fantasmes sur le court-termisme et la destruction massive d'emplois. En réalité, les données empiriques ne corroborent pas ces accusations. Des études rigoureuses et ambitieuses menées ces dix dernières années montrent ainsi que l'impact des LBO sur l'emploi est neutre et que la durée moyenne de détention n'induit pas de stratégie systématiquement opportuniste.

Les effets apparaissent variables selon les secteurs. Lorsque la concurrence est vive, l'obsession du profit incite à l'excellence : qualité des produits, satisfaction des clients, respect des salariés. Les chaînes de restauration illustrent ce phénomène : des enseignes comme Prêt À Manger ou Picard, détenues par des fonds, prospèrent.

En revanche, dans les secteurs non concurrentiels, la situation se dégrade. Aux États-Unis, en Angleterre, aux Pays-Bas, les fonds investissent dans les hôpitaux, les cliniques vétérinaires, les cabinets dentaires, les crèches et les maisons de retraite. Dans ce cadre, l'obsession du profit se heurte à la plus grande vulnérabilité des patients ou des clients.

Le propriétaire d'un chien malade paiera, quel que soit le tarif ; un patient acceptera des soins coûteux chez le dentiste, sans discuter. Les dérives sont documentées, comme l'incitation à pratiquer des actes médicaux plus rémunérateurs. Aux Pays-Bas, la moitié des crèches appartient à des fonds et un procès a sanctionné leurs pratiques.

Il faut néanmoins nuancer la situation. En France, la majorité des fonds d'investissement sont des fonds de croissance et non des LBO. Ces derniers sont plus fréquents en Angleterre, aux États-Unis, en Scandinavie et aux Pays-Bas. Même parmi ces fonds à effet de levier, la « dangerosité » dépend du contexte : elle est faible dans un marché concurrentiel, mais élevée dans un secteur non concurrentiel.

J'ajoute que les abus ne sont pas l'apanage des fonds. Le scandale Orpea, dans le secteur des maisons de retraite, démontre qu'une entreprise classique peut commettre les mêmes excès ; De même, des acteurs privés individuels pratiquent le LBO hors des structures de fonds. Ces nuances sont cruciales pour le législateur : réguler sans discernement exposerait à des effets pervers et induirait des victimes collatérales.

M. Nicolas Bédu, maître de conférences à l'université de Montpellier. Mon intervention portera essentiellement sur les conséquences des LBO en termes de gouvernance des entreprises acquises et sur les difficultés auxquelles nous sommes confrontés en tant que chercheurs pour mesurer ces conséquences.

Je commencerai par rappeler trois caractéristiques des LBO et, plus largement du *private equity*, qui sont, à mon sens, des clés de lecture et de compréhension.

Le LBO est d'abord une technique d'acquisition d'entreprises, qui est indissociable des fonds de *private equity*.

Le *private equity* est également une activité de gestion d'actifs. Il occupe une place importante dans la chaîne d'intermédiation financière qui, de manière schématique, part des

épargnants individuels en direction des entreprises. Cette chaîne d'intermédiation financière s'est allongée depuis la libéralisation financière et la globalisation dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix.

Les principaux acteurs sont les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les *hedge funds* et les *mutual funds*, plus souvent appelés « organismes de placement collectif en valeurs mobilières » (OPCVM) en France. Selon les époques, ces acteurs financiers sont également appelés « investisseurs institutionnels » ou « gestionnaires d'actifs ».

Dans cette chaîne, les fonds de *private equity* se situent juste avant les entreprises qu'ils acquièrent, utilisant les capitaux levés auprès de ces investisseurs institutionnels. Les fonds de pension et les compagnies d'assurance comptent traditionnellement parmi les principaux pourvoyeurs de capitaux du *private equity*, même si la tendance est désormais d'en passer par des « fonds de fonds » : dans ce cas, au lieu d'investir directement dans un fonds de *private equity*, une compagnie d'assurance investit dans un fonds qui, à son tour, investit dans un fonds de *private equity*. Un tel schéma constitue un bon exemple de l'allongement de la chaîne d'intermédiation financière.

Le *private equity* est enfin également une classe d'actifs pour des acteurs financiers tels que les compagnies d'assurance ou les fonds de pension.

Chaque étape de la chaîne d'intermédiation financière correspond à une situation de mise en concurrence des gestionnaires d'actifs : concurrence entre les compagnies d'assurance pour attirer l'épargne individuelle, concurrence entre les fonds de fonds pour obtenir les mandats de gestion des compagnies d'assurance et concurrence entre les fonds de *private equity* pour obtenir l'épargne gérée par ces fonds de fonds.

La concurrence entre les gestionnaires d'actifs est ordonnée par le couple rendement-risque : pour un risque donné, l'actif qui offre le plus de rendement sera choisi. Pour attirer des investisseurs, il faut donc créer de la valeur. Cette logique est également présente au niveau des entreprises : pour attirer des investisseurs, il faut créer de la valeur pour les actionnaires.

Cette logique a été érigée en norme de gouvernance des entreprises cotées. Les fonds de *private equity*, notamment les fonds de LBO, qui investissent dans des entreprises non cotées ont également recours à cette gouvernance d'entreprise que l'on appelle « gouvernance actionnariale ». Celle-ci doit permettre de céder la cible en réalisant une plus-value la plus élevée possible : les gains des LBO s'obtiennent très majoritairement lors de la revente de la cible.

La gouvernance actionnariale se traduit par des pratiques et des méthodes de gestion qui peuvent être déstabilisantes pour les différentes parties prenantes de l'entreprise : en interne, pour les salariés ; mais également en externe, pour les clients et fournisseurs de l'entreprise-cible. A titre d'exemple, des changements dans la gestion des stocks ou les délais de paiement des fournisseurs peuvent être initiés pour optimiser le besoin en fonds de roulement et dégager les flux de trésorerie nécessaires au remboursement de la dette du LBO. Ces changements sont de nature à perturber le fonctionnement de l'entreprise-cible et donc à la désorganiser.

Certaines entreprises acquises peuvent être étrangères à une telle culture actionnariale, notamment les PME familiales. Celles-ci présentent la particularité d'avoir un

actionnariat stable et des perspectives de long terme. De son côté, le modèle d'affaires des fonds de LBO est de nature court-termiste : un fonds de LBO n'a pas vocation à conserver l'entreprise au-delà de quelques années, mais celle de la revendre à la meilleure valorisation possible.

Une réduction des investissements productifs est peu crédible, puisque le prix de revente serait revu à la baisse si les machines étaient usées ou obsolètes. Pour autant, cette croyance collective d'une réduction des investissements n'est pas sans fondement et elle résulte notamment de trois faits précis :

– il existe une confusion entre les différents types d'opérations, entre un LBO et une opération de capital-retournement ;

– il existe fréquemment une méconnaissance publique de la situation économique antérieure de la cible : toutes les entreprises-cibles n'offrent pas le même potentiel et certaines peuvent être en situation de surinvestissement (c'est-à-dire disposer d'un capital physique trop important) ;

– la couverture médiatique des LBO n'est pas homogène : les échecs ont beaucoup plus d'écho dans la presse que les réussites.

Au-delà, le raisonnement montre que les flux de trésorerie affectés au remboursement de la dette constituent autant d'argent qui n'est pas investi dans le développement des capacités productives de l'entreprise-cible.

La question se poserait donc davantage en termes de développement et de croissance plus faibles des entreprises-cibles. Autrement dit, les investissements productifs n'auraient-ils pas été plus élevés s'il n'y avait pas eu de LBO ?

Sur le plan empirique, dans le cas français, les résultats sont partagés. Ce constat peut être étendu aux autres effets supposés des LBO. Les entreprises sous LBO sont-elles plus performantes ? Quelles sont les conséquences sur l'emploi et sur la survie des entreprises-cibles ?

Les effets des LBO sont scientifiquement controversés et leur mesure constitue donc un enjeu de taille. À ce titre, la disponibilité des données constitue le cœur du problème. Les données disponibles sont globalement insuffisantes, à la fois en quantité et en qualité :

– le premier enjeu consiste d'abord d'identifier les opérations du LBO. Dans ce cadre, les données utilisées par les chercheurs proviennent majoritairement de bases de données financières commercialisées par des fournisseurs privés. Elles ne sont pas exhaustives, car les données sont collectées auprès des fonds de *private equity* et des fonds de LBO, qui sont libres de ne pas transmettre d'informations. La presse constitue la seconde source d'information. En pratique, les informations sur les opérations du LBO sont donc plutôt lacunaires, les montants des opérations sont peu renseignés et la part de la dette l'est encore moins ;

– le deuxième enjeu consiste à mesurer les effets du LBO, ce qui implique de se questionner sur la mesure de la performance. Il peut s'agir de la performance d'exploitation (ou performance opérationnelle), mais également de la performance en termes de croissance de la taille de l'entreprise-cible. On peut également penser à la performance en termes de capacité de remboursement de la dette contractée ;

– par ailleurs, il est nécessaire d'identifier les sources de cette performance : provient-elle d'une création de richesse, d'une réduction des charges d'exploitation, de l'externalisation de certaines activités ou d'une cession d'actifs ?

– enfin, il convient d'étudier la persistance de la performance dans le temps.

Pour saisir pleinement ces trois dimensions (mesure, source et durabilité de la performance), il faut pouvoir disposer de données comptables et financières de qualité sur les entreprises acquises. Celles-ci font clairement défaut.

Lorsque le LBO est une réussite, la taille de l'entreprise-cible est déterminante dans le calcul de la valeur de revente. Or l'augmentation de la taille des entreprises-cibles relève souvent de stratégies de croissance externe par acquisition d'entreprises concurrentes, de sites de production ou d'usines. D'un point de vue comptable, l'entreprise-cible augmente ses actifs immobilisés. Elle a investi et l'on peut conclure que les LBO ont des effets positifs sur la croissance des entreprises.

On pourrait également conclure que les LBO ont créé des emplois. Mais il s'agit en fait d'un transfert de salariés, car ces emplois existaient auparavant. Il est même peu probable que l'intégralité des salariés soit conservée, dans la mesure où les opérations de croissance externe visent à bénéficier de synergies de coûts et à renforcer la position concurrentielle de l'entreprise-cible. Elles s'inscrivent pleinement dans une stratégie de centrage (ou de recentrage) sur le cœur du métier, elles soutiennent la création de valeur pour l'actionnaire.

Lorsque le LBO est un échec, il est difficile d'en mesurer les conséquences, car les données comptables et financières des entreprises liquidées sont rarement accessibles. Les études ont tendance à porter sur les entreprises ayant connu un LBO réussi et qui sont donc marquées par « le biais du survivant ».

Pour conclure, il faut garder à l'esprit que le sens du *private equity* se comprend par rapport au *public equity* et qu'il est toujours difficile d'étudier des entreprises non cotées par rapport à des entreprises cotées.

M. Olivier Darmouni, professeur associé à HEC. Mes travaux portent sur la finance d'entreprise et c'est sur ce sujet que je concentrerai mon propos.

Le développement des PME constitue un sujet majeur pour la France, car elles sont cruciales pour l'investissement et pour l'emploi. Elles sont présentes dans tous les secteurs, du plus local aux chaînes de valeur des hautes technologies.

Les petites et moyennes entreprises se heurtent à un problème majeur, celui de leur financement. Elles ne disposent pas d'un capital abondant et doivent lever des fonds pour assurer leur développement. Il faudrait donc pouvoir les faire bénéficier d'un écosystème capable de répondre à deux impératifs : d'une part, offrir un financement à coût réduit ; d'autre part, proposer des modes de financement diversifiés. En effet, toutes les entreprises n'ont pas les mêmes besoins.

Le système financier français est-il adapté à ces exigences ? Rien n'est moins sûr. Aujourd'hui, la quasi-totalité des financements destinés aux PME provient d'une source unique, les banques, essentiellement les grands établissements français.

Cette concentration soulève deux interrogations. Premièrement, ces acteurs peuvent-ils garantir des coûts bas ? Deuxièmement, peuvent-ils offrir une variété de solutions ? Sur ces deux points, le doute est permis. Le secteur bancaire, peu concurrentiel, ne favorise pas la diminution des coûts. Pour obtenir des conditions avantageuses, il faudrait que de nouveaux acteurs émergent et que la concurrence joue pleinement. Or, malgré les garanties publiques dont bénéficient les banques, il est notoire que les PME françaises n'accèdent pas aisément à des financements bancaires à des conditions favorables, contrairement aux grandes entreprises.

À cela s'ajoute la question de la diversité des instruments financiers. Les banques n'offrent qu'un seul mode de financement : la dette. Or la dette crée une rigidité à court terme, qui pèse lourdement sur les petites structures. Elle fonctionne comme un loyer : il faut payer chaque mois, même si les revenus baissent. Pour une entreprise dont la trésorerie est limitée et les profits sont incertains à court terme, cette contrainte est redoutable. Elle limite la capacité d'investissement et accroît le risque de défaillance.

Dans ce contexte, il est indispensable de recourir à des financements en fonds propres, c'est-à-dire sous forme d'actions. Les banques n'étant pas conçues pour cela, il faut donc élargir le système financier français afin de permettre un accès accru au capital pour les PME. Aujourd'hui, ce rôle est assumé par les fonds d'investissement.

Ces fonds, dont certains types ont été évoqués précédemment, présentent un avantage décisif : le financement en actions n'exige pas un remboursement immédiat, il repose sur les profits à long terme ou sur une cession future, qui capitalisera l'ensemble de ces profits. Pour l'entreprise, la différence est considérable : dans le cadre de la dette bancaire, le risque pèse presque exclusivement sur elle ; avec un financement en actions, le risque est partagé entre l'investisseur et l'entreprise, ce qui présente un avantage pour les opérations futures.

Dès lors, une recommandation s'impose pour les pouvoirs publics : il faut stimuler la croissance d'investisseurs disposant d'une tolérance pour le risque. Cette évolution est complexe, mais nous pouvons être raisonnablement optimistes et deux exemples le suggèrent :

- pour les grandes entreprises, la France dispose d'un marché des capitaux très développé, comparable aux meilleurs standards internationaux. Le marché obligataire, notamment, est plus avancé que celui de nos voisins allemands. Il permet aux grands groupes de se financer à long terme, à faible coût et en bénéficiant d'une flexibilité appréciable ;

- pour les PME, la situation est moins favorable, mais des initiatives existent. BPIFrance intervient en capital dans ces entreprises et son modèle est innovant : elle ne se contente pas d'investir seule, elle pratique le co-investissement avec des acteurs privés, tels que des fonds de croissance, de *private equity* ou de capital-risque. Cette combinaison d'expertise publique et de capitaux privés constitue une opportunité réelle. Toutefois, les montants engagés restent très insuffisants et il faut envisager d'autres leviers pour dynamiser ce secteur.

Faut-il encadrer le mouvement d'entrée de nouveaux acteurs ? Un encadrement semble effectivement nécessaire, dans la mesure où ce mouvement comporte des risques : certains fonds font miroiter à leurs investisseurs des rendements extravagants, ce qui peut conduire à des pratiques dommageables pour les entreprises ainsi financées.

Quelles mesures concrètes d'encadrement pourraient être envisagées ? Deux pistes méritent réflexion. La première concerne la transparence, déjà évoquée par monsieur Bédou. Les fonds d'investissement, notamment dans le *private equity*, évoluent dans une opacité qui rend difficile l'évaluation des effets de leurs interventions. Une fois l'entreprise acquise, les restructurations et changements échappent largement au regard public et les études existantes sont insuffisantes.

Je propose qu'après chaque prise de participation, pendant cinq ans, un rapport annuel soit publié, détaillant les évolutions en matière d'emploi, de salaires, d'organisation de l'activité et de structure financière. Certes, la transparence a un coût pour les investisseurs, mais ces données sont déjà collectées par les fonds : il s'agit simplement de les rendre accessibles. De plus, la transparence permet de distinguer les bons acteurs des mauvais, ce qui renforce la confiance.

La seconde mesure vise à encourager l'investissement en actions nouvellement émises par l'entreprise, plutôt qu'en rachat d'actions déjà existantes. Cette distinction est capitale : lorsque des fonds achètent des actions déjà émises, l'argent rémunère l'ancien propriétaire, il ne sert pas à financer l'activité ; en revanche, l'achat d'actions nouvelles injecte des ressources directement dans la société, favorisant son développement. Les fonds de croissance et de capital-risque privilégient cette dernière approche, tandis que les fonds de LBO rachètent des titres existants. Il est donc essentiel de promouvoir le second modèle, celui du financement en actions nouvellement émises, car il peut réellement favoriser le développement des petites et moyennes entreprises, un enjeu capital pour la France.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour vos présentations respectives. Sur une période de quinze ans, comment estimez-vous l'impact de ces fonds d'investissement sur l'investissement productif, l'emploi, la compétitivité des entreprises, au-delà des performances financières affichées par les fonds ?

La soutenabilité du modèle du LBO, fondé sur l'effet de levier, est remise en cause dans un contexte de taux plus élevés, révélant un décalage croissant entre création de valeur économique et ingénierie financière. Une régulation fiscale ciblée pourrait-elle mieux aligner l'intérêt des fonds, celui des entreprises détenues et l'intérêt général ?

M. Ludovic Phalippou. Dans mon propos liminaire, j'ai insisté sur la distinction entre les deux types de fonds, car ils représentent des réalités radicalement différentes. Le besoin de financement des PME françaises est bien réel, j'en partage le constat avec les autres intervenants.

Nous parlons ici de fonds de croissance. Tous les pays souhaitent en disposer davantage, tout comme ils veulent plus de capital-risque. Cette aspiration est universelle : si, historiquement, ce sont les banques qui assuraient le financement des entreprises, aujourd'hui, chacun cherche à diversifier les sources afin de stimuler l'investissement productif.

Les fonds de croissance répondent à cette logique : l'argent injecté va directement à l'entreprise, favorisant son développement.

À l'inverse, un fonds de LBO, comme dans l'exemple des laboratoires Fabre, ne fonctionne pas de cette manière : lorsque le fonds engage 1 Md€ il ne finance pas l'activité de l'entreprise, mais il verse cette somme à l'ancien propriétaire. En d'autres termes, les

caisses de Pierre Fabre restent vides. Ces deux opérations sont donc fondamentalement distinctes et il est crucial de ne pas les confondre.

Votre commission semble s'intéresser davantage aux LBO et aux risques qu'ils comportent, plutôt qu'aux fonds de croissance. En France, les LBO sont rares : la majorité des fonds de *private equity* sont orientés vers la croissance, accompagnant les PME par des apports en capital et des prises de participation minoritaires. Mais certains LBO ont marqué les esprits, avec des succès comme Picard ou But, mais aussi des cas plus controversés comme celui de la société Saur.

Dans un environnement de taux d'intérêt élevés, la soutenabilité des LBO est effectivement en question : lorsque les opérations reposent sur un endettement massif, la hausse des taux accroît la charge financière. Une entreprise qui devait rembourser 50 M€ d'intérêts par an peut voir ce montant doubler, fragilisant son équilibre. Cette situation alimente la crainte d'une vague de faillites. Pour l'instant, elle ne s'est pas matérialisée, car les prêteurs préfèrent restructurer la dette plutôt que constater leurs pertes, mais le risque demeure.

La question de la régulation fiscale est centrale. Après la crise de 2008, la Commission européenne a limité l'endettement des LBO à six fois le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, Ebitda), mais ces règles restent contournables. Or la dette accroît la vulnérabilité des entreprises et le stress des salariés, comme l'atteste une étude récente réalisée auprès d'un grand échantillon, qui révèle une hausse de la consommation d'antidépresseurs après un LBO. Pourtant, la fiscalité continue d'encourager l'endettement via la déductibilité des intérêts, ce qui est une forme de subvention de l'État : limiter cet avantage – et le point fait consensus chez les chercheurs – constituerait donc une mesure pertinente, tout comme repenser les procédures de faillite afin d'éviter des fermetures d'entreprise parfois inutiles. Ces pistes mériteraient une réflexion approfondie pour mieux aligner finance et intérêt général.

M. Olivier Darmouni. Puisque votre commission s'intéresse aux LBO, il faut rappeler que l'effet de levier repose sur une dette financée par les grandes banques. Si l'excès d'endettement pose problème, la régulation ne doit pas viser uniquement les fonds, mais aussi les établissements prêteurs : les pouvoirs publics peuvent agir en catégorisant et en encadrant spécifiquement les prêts liés aux LBO, en imposant de les distinguer des crédits classiques, afin de limiter les risques systémiques et mieux contrôler ces opérations.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. À l'origine, notre réflexion portait sur les fonds qualifiés de « spéculatifs », qu'il s'agisse de *private equity*, de fonds de dette privée ou de *hedge funds*, dont certains pratiquent le LBO. Nous partons d'un constat préoccupant : en dix ans, des dizaines, voire des centaines, d'entreprises ont fait faillite ou se trouvent au bord de la cessation d'activité. Les exemples abondent, de Lapeyre à Novasco, et ils concernent toutes les circonscriptions. Les acteurs impliqués sont connus : Mutares, Alpha Blue Ocean, KKR, EQT, Carlyle, Greybull... entre autres.

Ma première interrogation porte sur la nature de cette prédation, qui consiste à mettre en difficulté les entreprises en exigeant un taux de rentabilité à court terme extrêmement élevé. Est-elle exclusivement liée au LBO ou trouve-t-on des pratiques similaires dans le capital-retournement ?

Le professeur Darmouni a mentionné la responsabilité des banques. Disposez-vous d'une évaluation précise ? Les cas emblématiques semblent pouvoir être imputés aux fonds, mais quelle est la part réelle des établissements prêteurs ? Desquels s'agit-il ?

J'en viens ensuite à la question de l'objectivation : à partir de quel taux de rentabilité peut-on considérer qu'une stratégie devient « prédatrice » ? Monsieur Bédu a évoqué des données émanant d'institutions privées ou de la presse. Cela signifie-t-il que l'évaluation publique est inexistante ? L'audition de la Banque de France par la commission d'enquête laisse craindre un déficit d'information, malgré les travaux de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et ceux de la direction générale des entreprises (DGE). Existe-t-il aujourd'hui une évaluation publique de l'ampleur de ces fonds et de leurs conséquences sur l'industrie française ?

Enfin, la transparence est cruciale. Quelles données la puissance publique devrait-elle exiger pour exercer un contrôle et une régulation efficaces ?

Qu'en est-il des avantages fiscaux ou réglementaires dont bénéficieraient ces fonds par rapport au secteur bancaire ? Plus globalement, estimez-vous que le risque de prédation du tissu productif s'accroît, non seulement du côté des fonds, mais aussi des banques qui financent ces opérations ?

M. Ludovic Phalippou. Il ne s'agit pas ici de parler de « prédation » ou de « court-termisme », mais de véhicules financiers dont l'objectif est de maximiser le rendement en acquérant des actifs. Limiter la rentabilité ou imposer un plafond est irréaliste : la régulation doit porter sur d'autres leviers, comme la protection des salariés ou la limitation de l'endettement.

Les difficultés surviennent lorsque la dette est massive et que les taux augmentent dans une économie peu dynamique. La situation peut dégénérer en faillite, dont il faut distinguer deux types : la faillite « économique », liée à des faiblesses structurelles, et la faillite « financière », due à un excès de dette alors que l'entreprise reste saine. Dans ce dernier cas, le problème ne concerne pas la viabilité de l'activité, mais l'impossibilité de rembourser des créanciers. Or nos systèmes de faillite sont archaïques, conçus pour un autre contexte, et ils imposent des procédures lourdes et inadaptées.

Il faudrait s'inspirer du modèle américain (chapitre 11 de la loi sur les faillites), qui permet d'effacer rapidement les dettes et de maintenir l'activité d'une entreprise fondamentalement saine. Cette approche responsabilise les prêteurs et évite des destructions économiques inutiles. Plutôt que de chercher à plafonner la rentabilité, ce qui serait impraticable, il conviendrait de moderniser la gestion des faillites et d'appliquer des règles communes à tous les acteurs, afin de préserver l'emploi et la continuité des entreprises.

M. Olivier Darmouni. Les LBO sont des opérations ne sont jamais menées par des fonds seuls : elles associent systématiquement des banques. Les transactions reposent sur un consortium bancaire, qui fournit la majeure partie des capitaux sous forme de dette. Sans l'accord des banques, rien ne peut se faire.

Les banques sont fortement régulées depuis la crise financière, ce qui limite leur capacité à prendre des risques. En revanche, les acteurs non bancaires ne sont pas soumis aux mêmes contraintes. Cet élément explique l'essor des financements non bancaires, par exemple à travers les obligations ou les fonds d'investissement. Certains parlent de « *shadow*

banking », terme imprécis mais révélateur d'un contournement des lourdeurs et contraintes imposées au secteur bancaire.

Ce mouvement est positif, car il diversifie les sources de financement. En effet, le modèle français, historiquement centré sur la dette bancaire, n'est pas adapté si l'on veut réduire le levier excessif des LBO. Or ces opérations restent paradoxales : elles se réclament du *private equity*, mais elles reposent en réalité sur 70 % à 80 % de dette.

La transparence et l'évaluation constituent effectivement des enjeux essentiels. En France, nous manquons cruellement de données complètes sur ces transactions. Les bases existantes sont fragmentaires et les études scientifiques, bien que nombreuses et utiles, demeurent insuffisantes.

Il serait, à ce titre, souhaitable que votre commission propose d'imposer la collecte systématique d'informations sur l'emploi, la structure financière et les restructurations après une acquisition. Une telle obligation permettrait de dépasser les approximations et autres recoupements imprécis et d'évaluer véritablement les effets des opérations.

Enfin, la notion de « prédation » est intéressante, mais complexe à définir. Plutôt que de restreindre le nombre d'acteurs, ce qui renforcerait les comportements agressifs, il faudrait élargir l'accès au financement pour les PME : plus le marché est ouvert, plus il attire des investisseurs aux objectifs raisonnables et moins il dépend de fonds promettant des rendements extravagants à court terme.

M. Nicolas Bédu. L'histoire du système financier français s'inscrit dans une logique profondément marquée par la domination des banques et des compagnies d'assurance. Dès ses origines, ce modèle s'est structuré autour de grands acteurs soutenus par les pouvoirs publics, ce qui explique qu'aujourd'hui que le Crédit agricole et BNP Paribas figurent parmi les dix plus grandes banques mondiales, tandis qu'AXA se classe parmi les dix premières compagnies d'assurance. Cette structuration a entraîné des conséquences sur l'évolution des pratiques. Les leaders du *private equity* français, Ardian et PAI Partners, sont eux-mêmes respectivement issus de *spin-offs* d'AXA et de BNP Paribas, preuve que les banques ont été présentes dès le départ dans ce segment.

Cette puissance reflète la volonté de l'État de consolider une place financière forte, considérée comme un levier stratégique dans la compétition internationale. Les travaux sur les « *Global Cities* » montrent bien ce lien entre influence géopolitique et poids des institutions financières. En France, cette industrie repose sur des banques universelles performantes, capables d'opérer à l'échelle mondiale.

Le système bancaire a longtemps été le pilier du financement des entreprises, mais la crise financière de 2007-2008 a introduit des changements majeurs. Les nouvelles réglementations ont renforcé les contraintes pesant sur les banques, limitant leur capacité à prêter et à prendre des risques. Ce durcissement a favorisé l'essor des financements non bancaires.

Cette évolution s'est accompagnée d'une transformation du capitalisme. Le seuil de 15 % de rentabilité, souvent cité, n'a pas de fondement scientifique solide, mais il illustre une tendance : la recherche de rendements élevés pour les détenteurs de capital, parfois au détriment du partage de la valeur ajoutée. Ainsi, lorsque la rentabilité financière progresse

sans que la valeur créée par l'entreprise augmente, l'ajustement s'effectue au détriment des salariés.

Peut-on alors parler de « prédation » ? Dans ce sens, probablement, mais la notion reste effectivement difficile à définir. Le capital-retournement, un secteur de niche, illustre ces tensions et certains cas sont emblématiques, comme celui de Samsonite, contraint de passer de la fabrication de valises à celle de panneaux solaires – un projet dont l'irréalisme a précipité l'échec. Dans ces situations, les fonds appliquent des commissions pour compenser l'absence de performance, avec la pratique longtemps courante dans le *private equity* d'une rémunération fixe (*management fees*) et indépendante des résultats de la cible. Ce modèle a évolué vers des logiques de liens plus étroits avec la performance, mais il subsiste des cas de rémunérations forfaitaires.

La question des données est cruciale. Les informations disponibles proviennent principalement de l'association France Invest, qui ne couvre que ses propres adhérents. Par ailleurs, les acteurs étrangers échappent à ce suivi et la transparence reste limitée. En outre, lorsqu'une entreprise traverse des difficultés, elle cesse souvent de déposer ses comptes deux ans avant la procédure collective, ce qui accentue le déficit d'information. Cette opacité complique l'évaluation macro-économique des impacts du *private equity* sur l'emploi, la fiscalité et la compétitivité.

La fiscalité joue effectivement un rôle déterminant. Lorsqu'une entreprise rachetée cesse de payer l'impôt sur les sociétés en raison de pertes liées à la restructuration, la collectivité en assume le coût – notamment à travers l'Association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés (AGS), du fait des indemnités de licenciement. Les effets s'étendent aux fournisseurs et à l'écosystème local, avec des délais de paiement modifiés et des tensions sur les créances. Ces impacts sont réels, mais difficiles à mesurer faute de données longitudinales.

M. Gérard Leseul (SOC). Quelles sont, selon vous et en quelques mots, les conditions de réussite d'un LBO ? Vous avez, en effet, cité quelques exemples, mais vous n'avez pas explicité les éléments qui avaient permis la réussite.

Vous avez parlé, à juste titre et à plusieurs reprises, du rôle des banques, bien que les banques de détail ne soient pas impliquées dans les opérations des *hedge funds*. Cependant, ces banques de détail, partenaires des entreprises, sont informées des prises de participation extérieures. Observez-vous alors une rigidification des relations entre la banque et l'entreprise en raison de l'intervention extérieure d'un *hedge fund* ?

Monsieur Phalippou a justement évoqué la distinction entre « faillite financière » et « faillite économique », tout en relevant les difficultés inhérentes aux mécanismes d'intervention. Ne pensez-vous pas que le médiateur du crédit serait utile pour les entreprises ? Son rôle ne pourrait-il pas être étendu à ces domaines ? Faut-il envisager un « médiateur de la dette » ?

Nous n'avons pas encore évoqué le rôle des commissaires aux comptes. Ne pensez-vous pas qu'ils devraient jouer un rôle essentiel de vigie, voire d'alerte, dans certaines situations ?

M. Ludovic Phalippou. Quand peut-on dire qu'un LBO « fonctionne » et quand peut-on considérer qu'il échoue ? Dans ma présentation, j'ai déjà évoqué un élément-clé : le

contexte concurrentiel. Lorsqu'une entreprise évolue dans un environnement où la compétition est forte, ces opérations de LBO se déroulent généralement bien. Elles réussissent aussi lorsque l'entreprise était préalablement mal gérée, car l'arrivée d'un acteur focalisé sur la rentabilité impose une discipline et corrige des inefficiences.

Parmi les opérations concernant des sociétés évoluant dans un contexte concurrentiel, il est possible d'évoquer But pour le mobilier, Prêt-à-manger ou Picard dans le secteur alimentaire. Puisque le client potentiel n'est pas contraint d'acheter chez ces enseignes, la pression concurrentielle existante oblige à offrir un produit attractif. Dans ce cadre, l'expertise des fonds en matière de gestion et leur concentration sur le profit peuvent être bénéfiques.

De même, dans des entreprises où la gestion est laxiste, l'intervention d'un fonds apporte des pratiques plus rigoureuses. À titre d'exemple, aux États-Unis, il est courant que des sociétés possèdent des jets privés pour leurs dirigeants. Des études ont montré que les fonds qui rachètent ces entreprises vendent la moitié de cette flotte, supprimant des dépenses inutiles. Cette rationalisation améliore la performance sans nuire au consommateur, surtout dans un marché concurrentiel.

En revanche, les LBO échouent presque systématiquement dans les environnements non concurrentiels, notamment lorsqu'ils impliquent des partenariats public-privé. Dans ces cas, l'asymétrie de compétences entre les pouvoirs publics et les fonds conduit à des déséquilibres majeurs, au profit des seconds et au détriment des premiers.

Il faut en revanche rappeler que, quelle que soit la qualité de la gestion, l'endettement reste le talon d'Achille. Une entreprise surchargée de dettes devient vulnérable et une hausse des taux (ou un ralentissement économique) suffit à la fragiliser.

La solution ne réside donc pas dans la stigmatisation des fonds, mais dans la régulation de la dette : il faut limiter la déductibilité des intérêts, encadrer les niveaux d'endettement et moderniser les procédures de faillite. Nos systèmes actuels, hérités du XVIII^e siècle, sont inadaptés. Il est urgent de mettre en place des mécanismes permettant de préserver les entreprises viables et de restructurer rapidement leurs dettes.

M. Olivier Darmouni. Les opérations de LBO sont le métier des banques d'affaires, non celui des banques de détail. Elles impliquent des montants considérables et des risques élevés et requièrent une expertise spécifique.

En pratique, lorsqu'une entreprise est rachetée par un fonds via un LBO, ses créanciers initiaux sont généralement remboursés immédiatement. Ce sont alors de nouveaux prêteurs qui reprennent la dette, souvent plus importante qu'auparavant.

Pour une banque de détail partenaire d'une entreprise ciblée par un fonds de LBO, il n'y a pas de perte financière à craindre. Elle peut même être remboursée plus tôt, sous réserve des clauses contractuelles négociées en amont.

Si une inquiétude subsiste quant à la capacité de remboursement future, il lui est possible de négocier avec les nouveaux créanciers afin qu'ils rachètent la part détenue. À mon sens, il n'existe donc pas de phénomène systématique de contagion des risques des grandes banques vers les petites (*spill-over*), mais, faute de données suffisantes, il serait pertinent d'en collecter davantage.

J'en reviens à un point essentiel : celui de la fragilité de la dette. Le système français, comme ceux de plusieurs pays européens, demeure en retard par rapport aux standards anglo-saxons. Les États-Unis et le Royaume-Uni disposent de mécanismes bien plus efficaces. Les données de la Banque mondiale sont éclairantes : la durée nécessaire pour restructurer une entreprise en France y est largement supérieure à celle observée ailleurs. Ces inefficiences nous contraignent à limiter le financement par dette, ce qui freine la croissance, l'investissement et l'émergence de nouveaux acteurs.

Une réforme s'impose, idéalement à l'échelle européenne. Avant la crise sanitaire, un projet de cadre commun pour les faillites était en cours, mais il a été suspendu au moment où les problèmes de liquidité étaient les plus aigus. Sa relance est timide. Il serait crucial que les parlementaires français s'engagent résolument pour instaurer un nouveau cadre.

Un système efficace doit en effet réduire le nombre de faillites qui se transforment en liquidations. Une faillite n'implique pas la disparition immédiate de l'entreprise : il s'agit d'une cessation de paiement temporaire, le temps de régler le sort des créances. Si la restructuration est rapide, les fonds d'investissement absorbent les pertes en fonds propres, les banques récupèrent une partie de leurs créances et l'entreprise poursuit son activité, certes à taille réduite. Il s'agit là d'un système de banqueroute efficace et c'est ce qu'il faut chercher à mettre en place.

À l'inverse, l'inefficacité actuelle incite les banques à liquider pour maximiser le recouvrement, ce qui détruit des emplois, freine l'investissement et affaiblit l'écosystème économique.

M. Nicolas Bédu. Le lien entre les banques et les fonds de LBO mérite d'être précisé. Pour une banque, l'arrivée d'un investisseur professionnel dans une entreprise constitue généralement un atout. Elle s'accompagne d'une meilleure gestion de la trésorerie et réduit le recours aux concours bancaires courants, ces avances mensuelles indispensables à la survie de l'entreprise. La majorité des opérations sont du type *Management Buy-Out* (MBO) : dans ce cas, le fonds s'appuie sur l'équipe dirigeante existante, souvent en enrôlant le directeur financier. Ce dernier joue un rôle clé, car il connaît l'entreprise de l'intérieur tout en partageant le langage des investisseurs, facilitant ainsi le montage.

Pour les banques, l'intérêt ne s'arrête pas là. Ces opérations transforment parfois des cadres dirigeants salariés en millionnaires lors de la revente. Dans le contexte d'une banque universelle comme la banque française, cela peut profiter à la filiale de banque privée, qui voit arriver de nouveaux clients fortunés. Sans affirmer que ce scénario est systématique, il illustre l'alignement d'intérêts entre les établissements bancaires et les fonds. Je le redis : la présence de financiers parlant le même langage que les banquiers simplifie les relations et sécurise les opérations.

M. Olivier Darmouni. Les commissaires aux comptes et le médiateur du crédit ont un devoir de vigilance et de transparence pour garantir que la situation est correctement appréhendée et que l'intérêt général est préservé. Cette exigence dépasse le cadre des LBO, elle concerne l'ensemble des mécanismes de financement par dette.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Je souhaite revenir sur la notion de « prédation » appliquée aux fonds d'investissement. Elle désigne la volonté de capter rapidement la valeur créée par l'entreprise, quitte à la fragiliser, voire à la mener à la faillite ou à la liquidation. En France, on peut recenser des centaines de cas pendant la dernière décennie, ce qui en fait un sujet majeur d'étude.

Selon vous, existe-t-il d'autres techniques que le LBO qui conduisent à cette prédation, telle que je viens de la définir ? D'autres pratiques accentuent ce phénomène, notamment la conversion de dettes en capital lorsque l'entreprise ne peut plus rembourser. Cette transformation confère aux fonds un pouvoir accru sur les décisions stratégiques, souvent orientées vers la maximisation de la valeur à court terme : frais de conseil exorbitants, abandon d'activités jugées non rentables (mais essentielles à long terme pour l'entreprise ou l'intérêt général), cessions d'actifs, etc. L'objectif reste identique, puisqu'il s'agit d'optimiser la valorisation en cinq ans, avant de revendre.

La France constitue le premier « marché » européen pour les LBO, ce qui traduit une vulnérabilité structurelle. Pourquoi est-elle particulièrement exposée ? Avez-vous identifié des risques spécifiques en lien avec des secteurs stratégiques déjà accaparés ou en cours de prédation ? Je pense, par exemple, aux cas de Latécoère ou du Doliprane, qui illustrent ce risque pour notre souveraineté économique.

Enfin, il faut souligner que la majorité des financements semble provenir de fonds étrangers, principalement américains, même si les données précises manquent. Le confirmez-vous ?

M. Ludovic Phalippou. Il est important de clarifier plusieurs points sur le fonctionnement des LBO et de corriger des perceptions parfois inexacts.

Contrairement à certaines idées reçues, aucun fonds n'a pour objectif de mener une entreprise à la faillite : une faillite représente une perte totale pour le fonds, ce qui irait à l'encontre de sa logique économique. Les données disponibles le confirment : les gains sont corrélés à la performance des entreprises. Lorsqu'une société prospère, le fonds réalise des bénéfices importants ; lorsqu'elle échoue, les pertes peuvent être considérables. Il peut arriver qu'un fonds récupère une faible somme malgré une faillite, mais ces cas sont rares et marginaux.

Concernant l'origine des fonds, la domination américaine est écrasante : près de 90 % des acteurs du LBO sont basés aux États-Unis, alors que les fonds de capital-risque et de croissance sont plus également répartis dans le monde. Le modèle LBO est né là-bas et reste largement concentré entre leurs mains. Les fonds européens sont très minoritaires, en comparaison. Toutefois, l'argent qui alimente les fonds américains provient en grande partie d'Europe et du Moyen-Orient, via des fonds de pension hollandais, scandinaves ou des fonds souverains, qui sont actionnaires de ces fonds. Les bénéficiaires finaux ne sont donc pas exclusivement américains.

Quant à la France, elle figure parmi les marchés de LBO les plus actifs en Europe, mais derrière le Royaume-Uni. Si l'on rapporte le nombre d'opérations à la population, le Benelux et la Scandinavie sont en tête. La France se distingue néanmoins par un facteur clé : la solidité de ses banques locales.

Les LBO nécessitent des financements importants et les établissements français, comme leurs homologues britanniques ou néerlandais, disposent des capacités pour soutenir ces opérations. À l'inverse, en Italie, en Espagne, au Portugal ou en Grèce, la faiblesse du secteur bancaire limite fortement le recours à ce type de montage.

M. Olivier Darmouni. Les secteurs stratégiques tels que la santé, l'éducation ou l'armement sont particulièrement exposés aux opérations de LBO. Leur vulnérabilité tient à

leur moindre compétitivité, souvent liée à une forte protection étatique. Cette situation attire des fonds en quête de rendements rapides, car la présence de l'État réduit le risque ultime de faillite : lorsqu'une entreprise est sauvée, l'actionnaire conserve une partie de sa mise. Ce mécanisme crée un environnement propice à des stratégies agressives. Deux scénarios se dessinent alors : lorsque l'opération réussit, le fonds réalise des gains substantiels ; lorsqu'elle échoue, l'État intervient parfois pour éviter la liquidation, limitant ainsi les pertes.

M. Nicolas Bédu. Il existe une différence fondamentale, dans le tissu industriel, entre la France et le *Mittelstand* allemand, où la taille des entreprises et la culture de l'industrie sont singulières.

Le système bancaire joue également un rôle déterminant dans la protection contre certaines prises de contrôle, mais il n'empêche pas toutes les vulnérabilités. Prenons le domaine des actifs stratégiques, notamment le secteur de la mécanique de précision : les entreprises, souvent de petite taille, fournissent des groupes majeurs comme Safran ou Thalès ; elles ne bénéficient pas d'une protection étatique systématique et elles peuvent être rachetées discrètement.

Ce constat m'a interpellé en observant Photonis à Brive-la-Gaillarde, leader européen de l'optronique de combat, qui fut l'une des rares sociétés protégées d'une prise de contrôle étrangère. Mais, autour de ces grands noms, une multitude de TPE et PME spécialisées dans le tournage-fraisage restent exposées, bien qu'indispensables à l'industrie française.

Cette fragilité s'explique par la segmentation des chaînes de valeur : les grands groupes externalisent certaines activités, pour des raisons économiques évidentes. Ce choix, rationnel, laisse cependant des entreprises stratégiques « sous le radar », donc vulnérables à des rachats qui menacent notre souveraineté industrielle.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Le cas du fonds Mutares illustre parfaitement une dérive préoccupante aux yeux de ceux qui défendent les salariés d'entreprises reprises par ce fonds de retournement. Il concerne plus particulièrement la facturation massive de services, souvent inutiles, qui finit par vider l'entreprise de sa substance. Cette stratégie s'accompagne parfois de pratiques scandaleuses, comme la vente clandestine d'actifs. Les avocats des salariés parlent même de « largesses législatives », expression qui souligne l'existence de failles dans le cadre juridique, permettant de tels abus. Qu'en pensez-vous ?

M. Ludovic Phalippou. Je me permets de répondre à votre question, dans la mesure où je pense avoir réalisé l'étude la plus complète sur ce sujet, à partir de données américaines. Les pratiques de facturation abusive dans certaines opérations de *private equity* ne sont pas rares, mais, techniquement, de tels agissements sont illégaux : la loi interdit l'abus de biens sociaux et proscrit la déduction fiscale de services fictifs. Des règles existent, mais elles ne sont pas appliquées et la question centrale porte donc sur cette absence d'application.

Les raisons tiennent à un manque de connaissance du monde du *private equity* par la sphère judiciaire, à son manque de culture financière et à la complexité des montages. Peu de magistrats ou de procureurs maîtrisent les mécanismes de facturation invisible. En théorie, un procureur pourrait se saisir d'un dossier pour abus de biens sociaux et l'administration fiscale pourrait intervenir pour facturation de services non rendus. Pourtant, aux États-Unis comme en Angleterre, des enquêtes ont été abandonnées sous pression politique. En France, elles semblent inexistantes. Le défaut d'application observé ne découle donc pas de carences de la

loi, mais plutôt d'un appareil judiciaire insuffisamment préparé – une difficulté comparable à celle relevée dans la gestion des faillites.

M. Olivier Darmouni. Le problème des *management fees* est spécifique à l'investissement en *equity*. L'actionnaire, en tant que décisionnaire, dispose d'une latitude considérable pour imposer des frais ou des restructurations : cette position crée un terrain favorable à des pratiques pseudo-légales, voire illégales, qui visent à maximiser les rendements. En revanche, les investissements minoritaires ou sous forme de dette offrent moins de marge pour de telles dérives.

M. Ludovic Phalippou. Le législateur pourrait néanmoins intervenir en interdisant explicitement certaines pratiques. Dans une entreprise publique, il serait illégal, pour un membre du directoire, de facturer des services de *consulting* à la société qu'il dirige, afin d'éviter les conflits d'intérêts. Étendre cette interdiction aux entreprises privées serait simple et efficace. Dans d'autres pays, comme le Royaume-Uni, ces pratiques sont tolérées, mais leur interdiction renforcerait la transparence et offrirait un cadre plus sain.

Mme Alix Fruchon (DR). Je souhaite évoquer le cas de Vivarte, qui a particulièrement affecté le département où je suis élue (Indre). Il illustre une dérive préoccupante des stratégies financières. En 2017, le groupe affichait près de deux milliards d'euros de dettes et regroupait des enseignes comme Naf Naf, André ou La Halle. Finalement, plus de 1 600 emplois ont été supprimés, dont des centaines à Issoudun. L'entreprise n'a certes pas fait faillite, mais elle a été vidée de sa substance pour permettre aux actionnaires de revendre leur participation à un prix élevé. Cette logique s'oppose à celle des dirigeants de PME ou d'entreprises de taille intermédiaire (ETI), qui visent un développement durable. Ici, l'intérêt est purement financier, centré sur le court terme. Est-il possible d'encadrer l'intérêt affiché par les fonds lors des rachats ?

M. Nicolas Bédu. Vivarte illustre effectivement un « accident industriel », révélateur des fragilités du LBO. L'échec ne résulte pas d'une volonté de prédation, mais d'un tournant stratégique manqué, face à l'essor de la vente en ligne. Comme Toys "R" Us, le groupe n'a pas su adapter son modèle au prêt-à-porter numérique. L'investissement initial était lourd et un fonds de LBO ne peut se permettre une telle défaillance sans conséquences majeures.

Ce cas rappelle que la réussite repose sur la stabilité des conditions de marché. À titre d'exemple, Picard, souvent cité comme exemple positif, demeure extrêmement endetté. Si les comportements de consommation évoluent et que le surgelé perd de son attrait, la situation pourrait devenir critique.

M. Olivier Darmouni. Le mécanisme fondamental du LBO repose sur une logique simple : le fonds gagne en revendant l'entreprise rapidement et au prix le plus élevé. Or une société en faillite, ou inadaptée à son marché, ne peut être valorisée. Ce système incite donc, naturellement, à maintenir des entreprises performantes et créatrices de valeur.

Dès lors, les fonds cherchent des structures solides, capables d'anticiper les évolutions et de rester compétitives, car ce sont elles qui se revendent cher. Dans ce cas, les principales questions, pour le fonds, portent sur le prix de la vente et l'identité de l'acheteur – une « coquille vide » ne vaut rien.

Toutefois, cette logique reste centrée sur la rentabilité financière, qui ne reflète pas toujours la valeur économique globale : on sait bien que le prix ne capture pas tout. Telle est la limite du mécanisme, qui privilégie le court terme.

M. Ludovic Phalippou. Le cas de Vivarte illustre parfaitement la fragilité des entreprises sous LBO. Il est peu probable que le fonds ait réalisé des gains significatifs sur Naf Naf ou La Halle, car une société lourdement endettée résiste mal aux chocs. Lorsqu'un tournant stratégique est manqué – l'essor du *e-commerce*, la concurrence d'Amazon ou la pression des importations chinoises –, la dette amplifie la vulnérabilité. Sans un système de faillite efficace permettant une restructuration rapide et un changement d'actionnaires et de créanciers, l'entreprise s'effondre. Or, en France, ce mécanisme est lent et complexe, ce qui aggrave la situation.

M. Olivier Darmouni. Les fonds de croissance visent la rentabilité, mais leur logique peut tolérer la prise de risques élevés. Certains adoptent une stratégie de portefeuille : il s'agit ici de diversifier les investissements en espérant des gains massifs sur quelques réussites, quitte à accepter des échecs ailleurs. Ce modèle est courant dans le capital-risque. Cette dynamique explique pourquoi certains fonds prennent des paris audacieux, parfois excessifs.

M. Ludovic Phalippou. En moyenne, les stratégies de LBO aboutissent à une faillite dans un cas sur dix. À ce titre, il convient de souligner que la réputation des fonds est très importante. Mettre beaucoup de dette, c'est prendre beaucoup de risques : les acteurs expérimentés, dotés d'une solide réputation et d'une expertise dans la gestion des créanciers, réussissent mieux que les fonds « cow-boys », qui prennent des risques inconsidérés.

Ces comportements posent une question cruciale : faudrait-il instaurer une forme de « licence » ou de « certification » pour garantir que seuls des acteurs qualifiés puissent engager des montages aussi risqués ? Une telle mesure renforcerait la sécurité économique et limiterait les dérives.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Le cas Vivarte illustre un accident industriel majeur, mais il n'est pas isolé. Certains fonds, comme Mutares, ont conduit à la faillite une dizaine d'entreprises. Même si la faillite ne constitue pas l'objectif premier, elle apparaît comme un dommage collatéral fréquent. Vous évoquez une moyenne d'une faillite sur dix en LBO, mais, pour certains fonds, le nombre semble bien supérieur. Dispose-t-on de données sur la proportion d'entreprises liquidées par les fonds de retournement ?

Vous avez suggéré que la régulation ne devrait pas viser un taux de rentabilité, mais plutôt le levier d'endettement maximal. Pouvez-vous confirmer qu'il s'agit bien d'une piste prioritaire ?

Enfin, la question des données reste cruciale. Nous avons constaté, dès l'audition de la Banque de France, l'absence de statistiques fiables sur l'ampleur des fonds et leurs conséquences, hormis des travaux scientifiques ou des articles de presse.

Si une collecte systématique devait être mise en place, qui devrait en avoir la responsabilité, selon vous ? Nous serions également très intéressés par vos études sur ce sujet.

M. Ludovic Phalippou. Je ne connais pas les responsables de Mutares, ni leurs motivations. Par nature, les fonds de retournement interviennent sur des entreprises en

difficulté, ce qui explique un taux élevé de faillites. Dans ce secteur, l'échec est fréquent, puisque le taux de réussite n'est que de 50 %. Cela ne signifie pas qu'ils les provoquent, mais qu'ils opèrent dans un contexte à haut risque. Il faut toujours distinguer corrélation et causalité : le lieu où les gens meurent le plus, c'est l'hôpital ; cela ne signifie pas que les hôpitaux tuent les gens... (*Sourires.*)

M. Nicolas Bédu. On peut, malgré tout, soupçonner Mutares d'être spécialisé dans la liquidation d'entreprises. Mais il faut être prudent. Dans le cas de Lapeyre et pour éviter une mauvaise publicité, le groupe Saint-Gobain ne souhaitait pas assumer directement la fermeture d'une marque connue : c'est ce qui explique sa cession. Or Lapeyre était déjà en difficulté et, comme le souligne monsieur Phalippou, elle aurait probablement connu le même sort, même sans Mutares.

Les fonds de capital-retournement sont des acteurs qui interviennent dans des cas très spécifiques, par exemple celui de filiales dont les entreprises-mères veulent se séparer sans en supporter le coût social et médiatique. Ils ne représentent pas les acteurs majeurs du *private equity*, mais des fonds particuliers, souvent liés à des situations complexes. Si un fonds se spécialise dans la liquidation, la proportion de faillites sera naturellement élevée.

Quant à la collecte des données, elle pourrait être confiée à BPIFrance, qui suit déjà le capital-risque et la croissance, ou à une autorité comme l'AMF ou l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR).

M. Olivier Darmouni. La question des données et du contrôle des LBO est centrale. Ces opérations reposent principalement sur la dette, financée par de grandes banques d'affaires. Ces établissements, experts en *reporting*, pourraient constituer des leviers efficaces pour instaurer un suivi renforcé : chaque acquisition financée par une banque devrait faire l'objet d'un *reporting* spécifique, incluant non seulement les données financières, mais aussi des indicateurs sur l'emploi, les salaires, les investissements, la gestion des actifs et la structure de trésorerie. Ce rôle pourrait également être confié aux commissaires aux comptes, mais les banques, en tant qu'intermédiaires-clés, sont les mieux placées pour garantir la transparence.

Plutôt que d'imposer des obligations complexes à chaque entreprise, il serait plus pertinent de cibler ces grands acteurs qui donnent le « feu vert » aux transactions.

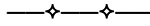
M. Ludovic Phalippou. Une régulation européenne existe déjà, puisque le taux d'endettement maximal est fixé à six fois l'Ebitda. Cependant, cette règle manque d'efficacité, car la définition de l'Ebitda permet des contournements.

Une piste plus robuste consisterait à agir sur la déductibilité fiscale des intérêts. Le modèle britannique est éclairant : dans ce pays, toute dette dont le taux dépasse 8 % n'est pas déductible, quelle que soit sa qualification. Cette mesure simple limiterait les excès, mais elle suppose une coordination fiscale européenne. En effet, sans harmonisation, des juridictions comme le Luxembourg continueront d'offrir des échappatoires, via des véhicules financiers implantés dans des zones à fiscalité avantageuse.

De fait, les montages LBO peuvent impliquer des dizaines de structures réparties entre plusieurs pays, rendant indispensable une coopération européenne pour éviter les arbitrages réglementaires.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour la qualité de ces échanges, extrêmement riches et intéressants. Vous pouvez, le cas échéant, les compléter, 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 12 heures 20.



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 10 h 25

Présents. – Mme Alix Fruchon, M. Gérard Leseul, M. Emmanuel Mandon, Mme Aurélie Trouvé.

Excusés. – Mme Émilie Bonnivard.

Assistaient également à la réunion. – Mme Élisabeth Martin.