

A S S E M B L É E      N A T I O N A L E

1 7 <sup>e</sup>      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 commune de MM. Gaëtan Rudant, délégué interministériel aux restructurations d'entreprises (direction générale des entreprises), et Guillaume Primot, secrétaire général du comité interministériel de restructuration industrielle (direction générale du Trésor) ..... 2

Jeudi 29 janvier 2026  
Séance de 14 heures

Compte rendu n° 6

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

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



*La séance est ouverte à quatorze heures cinq.*

*Sous la présidence de M. Emmanuel Mandon, la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs a auditionné MM. Gaëtan Rudant, délégué interministériel aux restructurations d'entreprises (direction générale des entreprises), et Guillaume Primot, secrétaire général du comité interministériel de restructuration industrielle (direction générale du Trésor).*

**M. le président Emmanuel Mandon.** Je souhaite la bienvenue à M. Gaëtan Rudant, délégué interministériel aux restructurations d'entreprises au sein de la direction générale des entreprises, et à M. Guillaume Primot, secrétaire général du comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri) au sein de la direction générale du Trésor.

La mission interministérielle à la restructuration des entreprises (Mire) est chargée d'assurer l'accompagnement, par l'État, des restructurations d'entreprise de tout secteur, à l'exception du secteur financier. Il lui appartient ainsi d'anticiper les difficultés éventuelles des entreprises, notamment industrielles, de coordonner la mise en place de mesures d'accompagnement, d'animer le réseau des commissaires aux restructurations et à la prévention des difficultés des entreprises, et de faciliter la coordination des échanges entre les services de l'État et les autres personnes, publiques ou privées, parties prenantes à ces dossiers.

Quant au Ciri, il est compétent pour aider, à leur demande, les entreprises de plus de quatre cents salariés. Il représente l'ensemble des administrations compétentes en matière d'accompagnement des entreprises en difficulté et coordonne l'action des services étatiques auprès d'elles.

Votre audition vient compléter le tableau dressé, la semaine dernière, avec le concours de la Banque de France. Nous attendons de vous que vous nous fassiez partager votre expérience d'opérateurs de l'État en contact permanent avec les entreprises françaises en difficulté. Par votre position, vous portez nécessairement un regard sur le rôle des fonds d'investissement, leurs stratégies et leurs méthodes de pilotage. Vous pouvez donc apprécier la place que l'emploi occupe dans leurs priorités de gestion.

Auparavant, 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 serment de dire la vérité, toute la vérité, rien que la vérité.

*(MM. Gaëtan Rudant et Guillaume Primot prêtent serment.)*

**M. Gaëtan Rudant, délégué interministériel aux restructurations d'entreprises (direction générale des entreprises).** Au sein de l'administration centrale de l'État, deux structures sont spécifiquement destinées à accompagner les restructurations d'entreprises : le Ciri, d'une part, et la Mire, d'autre part. Cette dernière a été créée le 1<sup>er</sup> août dernier par un décret qui a eu pour objet de fusionner des structures qui préexistaient au sein de la direction générale des entreprises et, de manière autonome, la délégation interministérielle aux restructurations d'entreprises. Nous sommes rattachés directement, d'une part, au ministre chargé de l'industrie et, d'autre part, au ministre chargé du travail, ce qui nous permet une bonne complémentarité.

Notre ambition est évidemment à la hauteur de la complexité de l'enjeu : sauver des entreprises, des emplois et des activités, notamment industrielles. Parce que nous sommes convaincus qu'une restructuration exige toujours la mobilisation de nombreuses forces vives, nous collaborons avec l'ensemble des acteurs de l'écosystème concerné. Nous intervenons pour accompagner des entreprises à la demande de nos ministres de rattachement, sans qu'il y ait de seuil d'effectifs précis pour que nous puissions intervenir : c'est l'importance de la situation qui conduit les ministres à nous solliciter. Celle-ci s'apprécie, bien sûr, par l'impact territorial que la restructuration peut avoir, par son impact social – que ce soit au regard du nombre d'emplois concernés ou de la tension qui peut entourer cette restructuration – ou encore parce qu'il s'agit d'actifs industriels clés pour l'économie de la nation ou au regard d'enjeux stratégiques.

Pour nos interventions, nous disposons d'une équipe assez légère (quatorze personnes), constituée au cœur d'une équipe de rapporteurs. Nous nous appuyons sur vingt-cinq commissaires à la restructuration et à la prévention des difficultés des entreprises, qui sont en région, au plus près des territoires, en lien avec les entreprises, les représentants du personnel et les représentants de l'État. L'ensemble constitue une équipe de quarante-trois personnes, en comptant ceux qui les assistent. Cette équipe d'accompagnement des entreprises, tant au niveau de la mission interministérielle que dans les territoires, accompagne environ trois mille entreprises chaque année. Ces actions sont d'intensité extrêmement variable : il peut s'agir de la simple régulation d'une difficulté avec un créancier (ou un fournisseur), mais aussi de l'accompagnement d'une restructuration profonde (dans certains cas).

La contribution que nous essayons d'apporter porte particulièrement sur les enjeux liés au dialogue social, car ce dialogue est au cœur de toute opération de restructuration et il est extrêmement sensible.

Nous intervenons, comme nos collègues du Ciri, en mobilisant un certain nombre d'outils : d'abord, la légitimité de l'État à accompagner les entreprises et la reconnaissance qu'il peut obtenir de la part des partenaires dans certaines situations ; ensuite, œuvrer avec les créanciers publics pour faire en sorte, lorsque c'est nécessaire, qu'ils puissent contribuer à améliorer la situation financière de l'entreprise ; occasionnellement, mobiliser des prêts dont l'ordonnancement est assuré par nos collègues du Ciri.

**M. Guillaume Primot, secrétaire général du comité interministériel de restructuration industrielle (direction générale du Trésor).** Le Ciri a été créé sous une première forme en 1974, après le premier choc pétrolier, avec l'idée de répondre à la crise industrielle qui s'en est suivie et d'accompagner les entreprises face aux évolutions majeures du contexte économique. Il a pris sa forme actuelle en 1982.

Depuis quarante ans, l'idée est d'accompagner les entreprises d'une certaine taille en difficulté. Notre seuil d'intervention est de quatre cents salariés : nous considérons qu'il faut une « empreinte » d'envergure nationale pour que nous intervenions dans un dossier. Le deuxième critère important est que nous intervenons comme un service aux entreprises : nous n'agissons pas de manière proactive, mais seulement sur sollicitation des entreprises qui le demandent, parce qu'elles rencontrent des difficultés de tous ordres qui justifient que le Ciri vienne en appui et en soutien, conformément à sa mission.

S'agissant du périmètre d'intervention, nous étions historiquement focalisés sur l'industrie, d'où l'appellation de « comité de restructuration industrielle ».

Nos secteurs d'intervention, tout comme ceux de la Mire, sont désormais variés : en ordre de grandeur, environ 50 % de nos dossiers concernent des entreprises industrielles, le reste étant constitué de tout type d'entreprise de services (et parfois d'entreprises agricoles). La seule exception concerne le secteur financier, qui obéit à des règles de gouvernance qui lui sont propres du fait de la nature très particulière des passifs : il relève donc d'autorités de résolution dédiées.

Notre positionnement est de nature interministérielle. Le Ciri a vocation à servir d'interlocuteur pour les entreprises en difficulté et à interagir avec tous les ministères compétents dans les restructurations d'entreprise. Traitant de tout secteur, nous pouvons être amenés à discuter avec le ministère de la santé, du travail ou de l'énergie, en fonction du secteur concerné. Tout comme la Mire, notre volonté est d'avoir la plus grande efficacité opérationnelle possible et de faire comprendre à toutes les composantes de l'administration le caractère d'urgence et la nécessité de faciliter les discussions avec ces entreprises, qui ont des contraintes bien différentes de celles d'une entreprise traditionnelle.

Le Ciri est « logé » administrativement à la direction générale du Trésor, au sein du ministère de l'économie et des finances. Ce positionnement s'explique par une volonté d'être proche des acteurs financiers, notamment des différents bureaux qui s'occupent du financement de l'économie (banques, assurances et fonds d'investissement). Notre place nous permet de réaliser une interface entre les financeurs, avec lesquels nous avons naturellement des discussions dans le cadre des restructurations, et les entreprises, auxquelles nous devons faire comprendre et accepter diverses contraintes afin que les négociations avancent, dans leur propre intérêt. Ce positionnement institutionnel est précieux pour travailler non seulement aux côtés des financeurs, mais aussi, et de plus en plus, aux côtés des bureaux qui s'occupent de politiques commerciales ou sectorielles. Nous avons naturellement un dialogue nourri avec la direction générale des entreprises, mais également, au sein du Trésor, un dialogue de plus en plus riche avec les équipes qui s'occupent de politiques commerciales. En effet, notre rôle d'« urgentiste » doit souvent s'accompagner de réflexions sur les plans d'affaires (*business plans*) à moyen terme : lorsque l'origine des difficultés d'une entreprise réside dans le dumping chinois ou un problème d'accès au marché, il est très utile d'être en relation avec ces différentes composantes de l'État.

Notre étiage est bien moindre que celui de la Mire, puisque nous n'intervenons que sur les dossiers les plus importants en termes d'emploi : ces trois dernières années, nous avons oscillé entre cinquante et soixante saisines.

Notre logique d'intervention consiste toujours à réaliser, aux côtés de l'entité accompagnée et souvent dans le cadre d'une procédure amiable avec un administrateur judiciaire, toute la phase de diagnostic opérationnel. Une fois cette phase achevée et les besoins opérationnels chiffrés, nous accompagnons l'entreprise dans sa négociation avec ses créanciers. Nous participons à cette phase de discussion, y compris en tant que représentant de l'État, lorsqu'il y a une position de créancier à défendre.

Le nombre moyen de salariés pour un dossier type était de l'ordre de 2 300, ces dernières années, sachant que c'est une moyenne tirée vers le haut par de très gros dossiers traités les années précédentes.

**M. Gaëtan Rudant.** Environ soixante-neuf mille entreprises se sont trouvées en situation de défaillance cette année, c'est-à-dire qu'elles sont entrées en procédure collective.

Ce nombre est en légère hausse, cette année encore, une hausse qui a néanmoins tendance à ralentir et que les économistes expliquent par un « rattrapage » post-covid – au cours de cette période, les financements publics ont en effet permis de sécuriser de très nombreuses entreprises. Les secteurs les plus touchés sont la construction, le commerce, la réparation automobile, l'hébergement et la restauration, le conseil et les services aux entreprises, ainsi que les secteurs de l'enseignement et de la santé.

Parmi ces défaillances, plus de 95 % concernent de très petites entreprises (TPE). Sans minimiser l'importance de chacun de ces acteurs économiques pris individuellement, j'observe néanmoins que les entreprises ayant un poids important sur le territoire ou un impact social significatif sont beaucoup moins nombreuses. À cet égard, l'Association des investisseurs en retournement estime que 1 % seulement de l'ensemble des entreprises qui entrent en défaillance présentent des caractéristiques de taille susceptibles de conduire à une mobilisation en matière de retournement. Parmi celles-ci, soit quelques centaines de cas par an, un certain nombre sont irrémédiablement compromises au sens du code de commerce.

L'accompagnement d'une entreprise en difficulté exige une approche du financement très différente de celle d'une entreprise en croissance. Parmi les spécificités, il faut être capable de traiter les causes, le plus souvent économiques, de ces difficultés : un marché qui a évolué, un outil industriel qui s'est dégradé, des choix stratégiques inappropriés ou encore un enjeu de gouvernance. Ces facteurs ont, le plus souvent, conduit à une situation financière qui met l'entreprise en risque de ne plus pouvoir couvrir son passif avec l'actif disponible.

La réussite d'une restructuration réside d'abord dans une bonne compréhension des sous-jacents qui ont mené l'entreprise à cette situation et qu'il s'agit de corriger : c'est l'un des sujets auxquels nous sommes particulièrement attentifs lorsque nous accompagnons des perspectives de reprise. Il ne s'agit pas simplement de trouver des financements, mais bien de trouver des porteurs de projets dont les plans paraissent cohérents et qui sont capables de les mener : restructurer une entreprise exige des savoir-faire nombreux, notamment managériaux, car il faut conduire une transformation souvent très difficile dans un contexte socialement exigeant pour les salariés ; une telle transformation impose parfois des choix drastiques en matière d'investissement et d'organisation et qui ont, le plus souvent, un impact social.

La situation de vulnérabilité, qui trouve son origine dans des facteurs externes ou internes, se traduit souvent par une situation financière assez dégradée. Les leviers mobilisables sont alors l'accompagnement vers un projet adéquat, puis des outils de financement extérieurs à ceux de l'État – notamment le renforcement des fonds propres, déterminant pour que l'entreprise puisse faire face à ses enjeux immédiats et trouver les financements à long terme. Il est fréquent que, face à ces fragilités de structure financière, des besoins de financement à très court terme se posent pour régler les questions de trésorerie.

Plusieurs types d'acteurs peuvent intervenir : des particuliers, des industriels ou encore des professionnels de l'investissement. Ces opérations sont souvent très complexes et il est fréquent qu'en dépit des efforts, l'issue ne soit pas aussi favorable qu'espéré. Un rapport de 2023 indiquait que, sur un portefeuille de deux cents investissements évalués, 40 % se trouvaient en échec, 50 % étaient en phase de consolidation sur la décennie et seulement 10 % étaient qualifiés de réussite. L'exercice de retournement est donc particulièrement difficile.

L'intervention de l'État, dans ce contexte, essaie de concilier des enjeux de court terme et des enjeux de long terme, en créant les conditions d'une survie durable.

Quand l'État estime nécessaire de travailler sur une situation avec des investisseurs, nous commençons systématiquement par vérifier leur honorabilité en saisissant des instances telles que Tracfin. Leur intervention est limitée par leur connaissance des acteurs de la place. Je le dis simplement : l'ensemble des acteurs financiers, fonds d'investissement et créanciers bancaires, sont indispensables et le bon fonctionnement de la place est une condition nécessaire à la restructuration des entreprises. Il est donc inévitable que chaque intervention de l'État soit accompagnée d'une part de risque.

Même si nous sommes extrêmement mobilisés, l'État n'est, en général, pas le décideur de la restructuration : ce sont le plus souvent les tribunaux de commerce qui, *in fine*, font le choix des conditions d'une reprise. Toutefois, même si l'État n'est pas décideur, nous sommes particulièrement vigilants sur la perspective d'un réel rétablissement des sous-jacents économiques, sur la mobilisation de l'ensemble des partenaires financiers (y compris l'actionnariat actuel) et sur les engagements que nous demandons aux repreneurs, notamment lorsque des aides de l'État sont apportées.

**M. le président Emmanuel Mandon.** Parmi les entreprises que vous suivez, dans combien de cas des fonds d'investissement sont-ils intervenus et combien d'entreprises ont fait l'objet d'un rachat dans le cadre d'une opération avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO) ?

Pensez-vous que l'État dispose aujourd'hui d'outils suffisants pour identifier les causes de fragilité induites par certains montages financiers et mettre en œuvre les mesures de prévention indispensables ?

Parmi les pratiques de financement et de gouvernance introduites par les fonds d'investissement, lesquelles vous paraissent constituer des facteurs de renforcement et de dynamisation de l'entreprise et lesquelles, au contraire, peuvent contribuer à aggraver une fragilité ?

**M. Guillaume Primot.** Les cinquante à soixante dossiers que nous traitons annuellement (sur soixante mille procédures) ne reflètent probablement pas la réalité d'un dossier « moyen » d'entreprise en difficulté en France. Environ un tiers des opérations dans lesquelles nous sommes intervenus, ces deux dernières années, impliquaient des fonds en qualité d'actionnaires, de créanciers ou de parties prenantes à la restructuration.

Nous sommes intervenus sur des opérations de LBO qui n'avaient pas fonctionné, mais il est rare que nous intervenions sur des reprises sous forme de LBO. En tout cas, je n'ai pas d'exemples concrets récents à apporter.

S'agissant de la gouvernance, je ne suis pas certain qu'il y ait des divergences majeures entre typologies de repreneurs. Une opération de restructuration nécessite beaucoup de ressources, à la fois financières et humaines. Les fonds de retournement ont des pratiques de négociation relativement directes : dans les cas de prise de contrôle, ils veulent restructurer rapidement et apporter avec eux un management nouveau, ce qui est classique.

Quand il s'agit de fonds spécialistes des restructurations, qui ne sont pas très nombreux sur le marché français, ils arrivent souvent avec un management de crise rompu à ce genre de situation. Les fonds plus généralistes travaillent dans des sous-secteurs bien identifiés ; ils disposent d'un pool de dirigeants spécialistes de ces secteurs, qu'ils mobilisent lorsqu'un changement managérial est nécessaire.

Voilà les quelques tendances que je perçois, sans être sûr qu'on puisse distinguer des caractéristiques générales sur la base de la cinquantaine d'opérations que nous avons eu à gérer.

**M. Gaëtan Rudant.** Au-delà de l'importance des capacités financières et managériales à mobiliser pour accompagner la transformation, il est crucial que les différents acteurs, quelle que soit leur forme, aient une stratégie qui leur permette d'avoir une durée d'investissement suffisante : une opération de restructuration, plus encore qu'une opération de consolidation ou de croissance, exige, le plus souvent, un temps important. C'est donc moins une caractéristique intrinsèque qu'une capacité à apporter des investissements dans la durée qui est l'un des éléments déterminants de la pertinence de l'intervention des acteurs financiers.

**Mme Aurélie Trouvé, rapporteure.** Le ministère de l'économie dispose-t-il aujourd'hui d'une vision consolidée des fonds d'investissement, français ou étrangers, qui contrôlent des actifs stratégiques en France et d'une cartographie des risques ? Avez-vous pu identifier les cas de LBO qui peuvent causer des difficultés ? Par exemple, quelles sont les principales entreprises faisant l'objet d'un LBO avec des risques de difficultés prévisibles ?

Lorsqu'un fonds d'investissement prend le contrôle d'une entreprise et que des difficultés apparaissent, que font vos services ? Comment agissez-vous ? Disposez-vous d'une information suffisante et des moyens nécessaires pour l'obtenir ? Sinon, que faudrait-il faire, par exemple sur le plan législatif ? Pouvez-vous agir sur le suivi, le contrôle, voire la sanction de l'action de ces fonds ? Quels autres organismes d'État peuvent le faire ?

Pouvez-vous agir sur la décision de confier ou non le capital à un fonds d'investissement, notamment quand son historique est connu – ce fut le cas pour Mutares avec Lapeyre ou pour Apollo avec Kem One ?

Est-il acceptable que l'État socialise les pertes après une privatisation de la valeur ? Quand la situation devient catastrophique, il ne reste plus qu'à l'Association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés (AGS) à prendre le relais. On nous a expliqué qu'après une captation de valeur par un fonds, ce sont les cotisations patronales qui financent la socialisation des pertes.

Comment expliquez-vous que des fonds comme Mutares, qui a mis en difficulté (ou en faillite) une dizaine d'entreprises avec des pratiques controversées, puissent perpétuer leurs activités avec de nouvelles entreprises ?

Pourquoi et comment êtes-vous intervenus sur le dossier NovAsco ? Concernant Atos, où en est le dossier : quelle est votre action, quelle place pourrait être laissée à des fonds d'investissement dans le rachat de certaines branches ? Avez-vous une prise sur ce point ?

**M. Guillaume Primot.** Notre action se déroule généralement dans le cadre de procédures amiables et confidentielles. Par conséquent, en dehors des cas de redressement judiciaire où les difficultés sont publiques, je ne peux pas entrer dans le détail de discussions couvertes par le secret.

Pour ce qui concerne une vision consolidée des fonds contrôlant des actifs stratégiques, ce n'est pas vraiment notre rôle, car nous intervenons sur le segment spécifique

des entreprises en difficulté ; le suivi des entreprises stratégiques en bonne santé relève d'autres services de l'État.

En revanche, nous disposons d'une grille de lecture lorsque des acteurs se positionnent pour la reprise d'entreprises en difficulté : nous avons un historique des acteurs avec lesquels nous avons travaillé et nous connaissons leur réputation. C'est sous cet angle que nous apprécions la responsabilité des repreneurs potentiels.

Cela me permet de répondre à votre question sur la décision de confier (ou non) la maîtrise du capital d'une entreprise à un fonds. L'instrument principal de l'État est la procédure de contrôle des investissements étrangers en France (IEF), qui relève de la direction générale du Trésor. Un service spécialisé a vocation, dans les secteurs définis par la loi, à donner une autorisation, éventuellement soumise à conditions et à sanctions, pour les reprises par des acteurs étrangers. Notre interaction avec ce service consiste notamment à articuler les contraintes de calendrier pour que ces autorisations soient rendues, ou non, dans les temps de la procédure de reprise.

S'agissant des LBO comme sources de difficultés, il faut remonter à la source opérationnelle de ces difficultés. La structure de financement n'est pas, en elle-même, problématique, mais elle peut le devenir lors de retournements économiques, quand l'évolution des taux et des conditions générales dégrade la performance opérationnelle. Dans ces cas-là, les charges financières deviennent effectivement trop importantes par rapport à la capacité de remboursement de l'entreprise et toute construction financière qui fait peser une charge trop lourde est problématique, quelle que soit sa nature. C'est donc l'équilibre entre les charges financières et la capacité de remboursement que nous essayons d'apprécier.

La privatisation des profits et la socialisation des pertes sont précisément la configuration qu'il s'agit d'éviter et qui mobilise donc notre énergie. Il faut s'assurer que les efforts sont toujours équitables, partagés et, d'abord, supportés par les acteurs privés. Dans une restructuration, une fois le diagnostic posé et le besoin financier identifié, nos premiers interlocuteurs sont l'actionnaire et les créanciers. Ce n'est qu'après avoir identifié les efforts potentiels des acteurs privés que l'intervention publique peut être envisagée, sous réserve que l'entité soit jugée stratégique et viable. Notre action est d'ailleurs très contrainte par le cadre européen des aides d'État, qui vise précisément à éviter ces scénarios. Notre doctrine d'intervention est publique et encadrée par une circulaire.

**M. Gaëtan Rudant.** La majorité des prises de contrôle d'entreprise se fait sans intervention de l'État. Le fonctionnement du marché réserve les cas où l'État a un rôle déterminant à jouer à un nombre limité de situations : interventions d'acteurs étrangers dans des secteurs protégés, cas où l'État est déjà actionnaire ou situations dans lesquelles le rachat exige une intervention financière de l'État. Hormis ces cas, les transferts de propriété se font sans information préalable de l'État – et parfois même sans capacité d'action de notre part, car aucune régulation ne l'autoriserait. Je connais une entreprise dont nous estimons qu'elle est économiquement très fragile, la deuxième génération de la famille souhaitant la céder à un acteur dont nous savons qu'il a des pratiques contestables : nous n'avons aucun levier d'intervention, car c'est le fonctionnement normal du marché.

Il existe, au sein de la direction générale des entreprises, un service interministériel de sécurité économique qui identifie, sur la base de critères factuels, l'ensemble des actifs stratégiques, notamment industriels. Ce service permet à l'État d'avoir une visibilité en

croisant les informations des différentes sources de renseignement. Nous recourons à son savoir-faire quand une entreprise en difficulté nous semble relever de ces critères.

**M. Guillaume Primot.** L'entreprise NovAsco a connu quatre redressements judiciaires et elle est suivie par le Ciri depuis de nombreuses années, du fait de reprises successives par des acteurs industriels ou financiers. C'est d'ailleurs une illustration du fait que ce n'est pas la typologie des acteurs qui compte, mais bien la responsabilité de chacun des repreneurs. Aucun n'a réussi à redresser la situation : d'une part, pour des raisons structurelles de marché ; d'autre part, à cause d'un manque d'investissement récurrent dans l'outil industriel.

Les derniers stades de discussion peuvent se résumer de la manière suivante. L'entreprise est reprise par le fonds Greybull en juillet 2021, à la barre du tribunal. L'État avait alors décidé d'accompagner un projet de reprise ambitieux, avec des investissements massifs et une diversification vers les marchés de la défense. Ce projet était couvert, globalement à parité, entre les investissements du repreneur (environ 90 millions d'euros [M€]) et ceux de l'État (prêt du Fonds de développement économique et social [FDES], pour un montant similaire).

Il est apparu que le projet de reprise ne fonctionnait pas et que, malgré des discussions intenses, le repreneur ne tenait pas ses engagements : c'est en grande partie ce non-respect des engagements qui a empêché l'entité de se redresser.

L'entreprise a, de nouveau, déposé le bilan courant 2023, ce qui a conduit à la reprise, accompagnée par l'État, du seul site de Dunkerque par une PME industrielle et à la liquidation judiciaire des autres sites (notamment l'aciérie historique de Hagondange).

Du fait de ces développements, le ministre de l'industrie a décidé d'attaquer Greybull en justice pour mettre le repreneur face à ses responsabilités. Le seul rôle que le Ciri continue de jouer est d'essayer de trouver des solutions pour les sites liquidés, en identifiant des repreneurs potentiels.

Si l'on tire un bilan rapide de cette séquence, le premier constat est le manque d'acteurs qui se sont positionnés sur la reprise : l'une des principales raisons pour lesquelles la discussion se faisait uniquement avec le fonds Greybull était l'absence d'autres acteurs intéressés, ce qui aurait permis de comparer les projets. Cela montre que nous avons besoin de rendre le marché français des restructurations plus attractif. Le deuxième enseignement est que, lorsque des repreneurs prennent des engagements, la main de l'État ne tremble pas pour les faire respecter. Nous avons besoin de repreneurs responsables.

S'agissant des autres dossiers mentionnés, je ne peux m'exprimer sur des cas d'entreprises qui ne sont pas en redressement judiciaire.

**Mme Aurélie Trouvé, rapporteure.** Vous dites qu'un LBO n'est pas un problème en soi. Ils sont pourtant nombreux à avoir causé des difficultés et ce point est clairement documenté : je suis donc étonnée de votre réponse. Pour prendre l'exemple de Kem One, c'est une entreprise qui allait bien et qui va mal désormais. Quand on passe de 10 M€ à 700 M€ de dettes en cinq ans, depuis qu'Apollo la détient, on peut se dire que cela a mis l'entreprise en grande difficulté. Avec un prêt de plus de 30 M€ par an à rembourser, plus des frais de conseil de 25 M€ par an, les investissements productifs ont chuté.

Ma question est donc la suivante : pensez-vous qu'il ait été judicieux que l'État laisse Apollo prendre 100 % des parts d'une entreprise de 1 300 salariés, acteur majeur du PVC ? Est-il normal de continuer à lui verser des aides publiques ? Avez-vous une action quelconque sur cette entreprise manifestement en difficulté ?

L'entreprise NovAsco était effectivement en difficulté, mais, comme vous l'avez mentionné, c'était du fait des repreneurs successifs (dont certains fonds d'investissement). Si NovAsco ne marche pas, qu'est-ce qui va marcher, alors ? C'était une entreprise décarbonée, qui faisait de l'acier « vert » et était prête à se tourner vers la défense ! Était-il pertinent de laisser Greybull entrer au capital en 2021 et de continuer à verser des aides publiques ? Quel a été le suivi par le ministère de l'économie ? Comment peut-on en arriver à cette situation au bout d'un an, alors que les quatre-vingt millions d'euros annoncés par Greybull n'ont jamais été versés ? J'entends que le ministère engage des poursuites. Mais comment se fait-il qu'on en soit arrivé là ?

**M. Guillaume Primot.** Il y a plusieurs exemples de LBO qui ont échoué : c'est un fait. Mais n'importe quel montage qui porterait trop de dettes et ferait peser une charge financière excessive sur une société dont la performance opérationnelle se dégrade posera des difficultés. Je ne suis pas certain que ce soit la structuration juridique accolée qui fasse que l'entité soit viable ou non.

**M. Gaëtan Rudant.** Un LBO est très rarement mis en œuvre dans des situations de restructuration. Il intervient le plus souvent en amont, dans un champ généralement dépourvu de régulation par l'État et dans le cadre général qui s'applique au financement des entreprises. C'est un montage exigeant, car il impose que le potentiel économique de l'entreprise produise suffisamment de financement tant pour sa propre transformation que pour le remboursement de la dette. Un certain nombre d'acteurs qui ont cru y trouver une solution aisée n'ont pas assez mesuré, en amont, ce niveau d'exigence. Je vois dans cette difficulté non pas un enjeu qui aurait trait à nos interventions, mais une perception initialement incomplète des exigences de ce type de montage.

**M. Guillaume Primot.** Pour revenir sur le cas de NovAsco et les questions de suivi, nous nous sommes retrouvés dans une configuration classique de restructurations à répétition, où l'on isole les parties « saines » de l'activité (*carve-out*). Un exemple de réussite est le site de Fos-sur-Mer, repris par l'entreprise Marcegaglia et qui se porte très bien. Le Ciri est convaincu que le site de Dunkerque a également une forte capacité à se redresser, ce qui justifie l'accompagnement de l'État.

Vous dites que le site avait une perspective assurée grâce à sa production d'acier décarboné ou sa diversification vers la défense : ce sont malheureusement des tentatives qui ne se sont pas concrétisées. En termes de besoin de financement, les ordres de grandeur pour relancer l'outil productif, y compris dans l'aciérie décarbonée, se chiffraient en centaines de millions d'euros, des sommes qu'aucun repreneur n'était en mesure d'assumer.

S'agissant du suivi entre le moment où le projet de Greybull a été validé, en 2021, et la suite, je confirme que ce suivi a été extrêmement régulier et que des échanges fréquents ont eu lieu avec le repreneur, pour faire en sorte qu'il honore ses engagements. Ce suivi a malheureusement montré que les efforts ne produisaient pas d'effets. Nous sommes arrivés au point où, la négociation n'étant plus possible malgré de multiples tentatives, une action en justice a dû être engagée à la demande du ministre de l'industrie.

**M. Gaëtan Rudant.** Pour ce qui concerne les contrôles et comme mon collègue Guillaume Primot l'a rappelé, il y a souvent peu, voire pas, de projets en concurrence à la barre du tribunal. Quand une reprise exige une intervention de l'État, des contrôles sont effectués en amont, notamment auprès de Tracfin, et des sûretés sont prises lorsque c'est possible. Notre doctrine est d'avoir une libération aussi progressive que possible des financements de l'État, ce qui permet de mesurer pas à pas l'avancement du projet.

Une libération progressive conduit à un suivi des engagements et à un débat permanent avec le repreneur, qui peut estimer avoir tenu ses engagements alors que nous n'avons pas la même appréciation. Nous sommes alors, et constamment, confrontés à ce choix cornélien : si nous jugeons que les engagements ne sont pas tenus et que nous arrêtons le financement, nous précipitons généralement la chute du projet et de l'entreprise.

**M. Guillaume Primot.** Dans le cas de Novasco, au moment de l'ouverture de la nouvelle procédure à l'été 2023 et alors que les sommes promises n'étaient pas apportées par Greybull, la question s'est posée de verser (ou non) la deuxième tranche du prêt de l'État. Ce versement était conditionné à l'apport du repreneur. L'arbitrage était le suivant : verse-t-on l'argent pour essayer de poursuivre la recherche de repreneurs ou laisse-t-on tomber les sept cents salariés et toute l'entreprise ? C'est ce type d'arbitrage difficile qui est présenté au ministre pour décision.

**M. Pierre Henriet (HOR).** Avez-vous identifié, par le passé, des cas où l'entrée de fonds spéculatifs étrangers a conduit à des fuites de brevets ou de savoirs critiques ? Existe-t-il une « métrique », au sein de vos services, qui permette d'analyser ces effets ?

Le rachat de dettes par des acteurs étrangers, stratégie connue de ces fonds, n'est pas soumis au même contrôle que le rachat de l'entreprise. Estimez-vous qu'il s'agit d'une faille dans le dispositif ou bien disposez-vous de moyens pour analyser la protection de nos entreprises face à ce type de rachat ?

**M. Guillaume Primot.** S'agissant des brevets, nous avons effectivement constaté, par le passé, des tentatives de prise de contrôle sur des entreprises stratégiques. Celles-ci n'émanaient pas nécessairement de fonds, mais pouvaient provenir d'acteurs industriels ou de montages financiers impliquant des acteurs industriels étrangers. Le dispositif de contrôle des investissements étrangers en France (IEF) couvre précisément ces situations, à plusieurs niveaux : contrôle initial pour vérifier le caractère critique et stratégique de l'actif, suivi des engagements pris (par exemple, préservation de la recherche et développement en France ou non-utilisation de brevets stratégiques) et, le cas échéant, sanction pouvant aller jusqu'au débouclage de l'opération.

Nous avons des exemples d'entreprises sensibles qui se sont retrouvées devant le tribunal. Dans de tels cas, une coordination des services de l'État est évidemment mise en œuvre pour s'assurer que le contrôle IEF est effectué dans les délais de la procédure. Les services sont alertés en amont lorsqu'une vigilance particulière est requise, notamment parce que l'entreprise nous a saisis au préalable. Nous avons ainsi pu traiter des cas où des technologies sensibles ou des brevets importants, concernés par des procédures collectives, ont fait l'objet d'alertes.

**M. Gaëtan Rudant.** L'identification des enjeux stratégiques est assurée, autant que possible, par un service de la direction générale du Trésor.

C'est ce qui nous permet, lorsqu'une entreprise engagée dans une restructuration présente par ailleurs un enjeu stratégique de protection de la propriété intellectuelle, d'en être informés. Cela permet aussi de faire en sorte que, dans le déroulement de la procédure collective, une absence d'autorisation au titre des investissements étrangers en France puisse être opposée de manière appropriée. La démarche consiste donc bien à identifier l'enjeu, puis à agir pour prévenir le risque.

Je confirme que les enjeux de propriété intellectuelle constituent une source de motivation pour certains acteurs étrangers. Vous avez mentionné les brevets, mais j'élargirai le propos : il peut également s'agir d'actifs immatériels comme des marques. Nous ne sommes plus alors face à des questions d'enjeux stratégiques, mais plutôt à des enjeux d'image : telle ou telle marque française de luxe peut, par exemple, susciter des convoitises.

**M. Guillaume Primot.** Le rachat de dettes constitue une stratégie classique pour pénétrer un marché, notamment pour des fonds importants et généralistes. Faut-il introduire certains verrous ? Spontanément, je dirais que les droits des créanciers et des actionnaires sont déjà bien encadrés : avant que des créanciers, même après avoir pris le contrôle d'une grande partie de la dette, ne saisissent réellement les clés de l'entreprise et ne soient en mesure de prendre des décisions stratégiques, une opération de conversion de la dette en capital et une prise de contrôle formelle doivent avoir lieu.

Nous le constatons dans de nombreux dossiers : les actionnaires, lorsqu'ils y sont défavorables, se débattent, y compris lorsqu'ils ne sont plus les propriétaires économiques de la société parce que leurs titres n'ont plus de valeur. Ils conservent leurs droits d'actionnaires, et une phase de conversion est toujours nécessaire pour entériner la prise de contrôle. Le contrôle IEF s'exercerait dans un tel cas, au moment de cette conversion et de la prise de contrôle réelle. Existe-t-il des « zones grises », où les créanciers obtiendraient des droits suffisants pour influencer la direction stratégique et où la question de l'application du contrôle se poserait ? Je n'en ai pas rencontré et estime que le dispositif actuel est suffisant, mais cela mériterait une réflexion plus approfondie.

**M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP).** Vous avez évoqué la pratique du *carve-out*, mais j'ai l'impression que votre description recouvrait deux réalités différentes. La première consiste à « détourner » une entreprise, c'est-à-dire à séparer une activité rentable pour qu'elle puisse continuer à vivre. Mais vous avez décrit autre chose : l'idée de se séparer d'une activité rentable afin de financer le sauvetage d'une activité qui ne l'est pas. J'espère qu'il s'agit presque d'une erreur et non d'une pratique ordinaire, car cette stratégie me paraît assez curieuse.

Au-delà des LBO et autres mécanismes connus, un mode de financement m'intéresse particulièrement : celui par les obligations convertibles en actions avec bons de souscription d'actions (Ocabsa). Je pense notamment au cas de l'entreprise Europlasma, financée par le fonds Alpha Blue Ocean. Ce qui m'étonne, c'est qu'un tel montage puisse fonctionner une, deux, trois, quatre fois sans que personne s'alarme jamais du fait que cela se passe mal. Les différents sites repris successivement par Europlasma sont en arrêt de production. Les promesses n'ont pas été tenues et les projets sur lesquels le repreneur s'était engagé n'ont pas été réalisés : j'aimerais comprendre comment vous percevez le caractère répété de certaines méthodes et pourquoi personne ne tire la sonnette d'alarme dans un cas comme celui-là.

**M. Guillaume Primot.** Il est assez compréhensible qu'un groupe en difficulté cherche tous les leviers de financement possibles.

Une restructuration fait presque systématiquement apparaître des besoins de financement, pour financer un plan de réduction des coûts ou pour réinvestir.

Il est toujours délicat de se séparer de branches rentables pour financer le reste du groupe, mais c'est parfois le seul moyen d'attirer des investisseurs externes – il faut trouver une source de recettes qui permette de financer le redressement, avant de pouvoir céder à un prix intéressant le groupe désormais redressé. Une telle cession ne signifie aucunement que le reste du groupe serait sans avenir : il faut simplement s'assurer que ce qui demeurera après la cession a un avenir et que sa rentabilité opérationnelle ne sera pas obérée par le retrait du périmètre de certaines composantes : c'est tout l'équilibre à trouver.

J'admets volontiers que cela puisse paraître contre-intuitif. Mais au moment où ces questions se posent, il s'agit bien de céder des actifs pour préserver le groupe, en veillant à ce que cette cession se fasse de la manière la plus intelligente possible pour assurer la pérennité de ce qui restera. C'est la réalité de certains dossiers. Évidemment, de tels choix nécessitent une analyse financière approfondie de la capacité de redressement du périmètre conservé.

**M. Gaëtan Rudant.** L'Autorité des marchés financiers (AMF) a émis un certain nombre de préconisations face aux risques associés à l'utilisation des Ocabsa, tout en rappelant qu'il s'agit d'un dispositif de financement qui est légal. À notre connaissance, elle a engagé des poursuites lorsque certaines opérations financées de cette manière avaient conduit à des pratiques présumées irrégulières.

Du fait de la très grande sensibilité de ce mécanisme, nous exerçons une vigilance particulière lorsqu'un repreneur l'affiche comme l'un de ses outils de financement. La décision finale, dans les cas que vous avez cités et qui sont passés devant le tribunal, revient au tribunal lui-même ; un tel choix a pu être fait lorsqu'il n'existait pas d'alternative, en dépit d'efforts intenses pour trouver d'autres formes de reprise. C'est notamment dans ce genre de situation que nous sommes très attentifs à ce que les financements apportés par l'État le soient de manière très progressive. La presse s'est d'ailleurs fait l'écho, dans le cas que vous citez, du fait qu'à une certaine époque, le non-respect constaté des engagements d'un repreneur avait amené l'État et d'autres financeurs à ne pas libérer leurs propres financements jusqu'à ce que ces engagements soient à nouveau tenus.

**M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP).** Dans le cas d'Atos, le schéma de restructuration de la dette visait notamment à limiter la pression des créanciers, de sorte que l'État, qui a repris une partie des activités, n'ait pas à reprendre la dette et à socialiser les pertes. Pourtant, les activités stratégiques sont reprises et la dette est transformée en actifs. Les banquiers sont désormais actionnaires du groupe et auront donc la possibilité de se « refaire » en vendant l'entreprise morceau après morceau, l'État ayant lui-même indiqué que la partie qu'il ne reprenait pas n'était pas jugée stratégique.

L'ensemble de l'opération se déroule dans des conditions où, selon la presse, les frais de cabinets de conseil et d'avocats pour opérer la restructuration sont faramineux – voire plus élevés que le montant d'une nationalisation partielle. Il me semble que, dans cette affaire, quelque chose ne va pas et que le risque de voir une grande partie des activités d'Atos s'effondrer ou être vendues à la découpe est plus réel que jamais.

**M. Guillaume Primot.** Je ne peux pas répondre sur tous ces points et reviendrai vers vous par écrit, compte tenu de la confidentialité de certains éléments.

S'agissant des frais de conseil, c'est évidemment un point d'attention dans les dossiers que nous suivons. Nous demandons *a minima* une transparence des différents acteurs pour que le débiteur et l'entreprise accompagnée sachent quels sont les montants potentiellement concernés. Nous portons une attention particulière à ce que l'on ne se retrouve pas dans des situations pathologiques où le montant des frais dépasse la « bouffée d'air » financière accordée à l'entreprise grâce à la restructuration. Les intérêts des acteurs étant de faire en sorte que l'entreprise survive, ce sujet fait l'objet d'une attention particulière dans le cadre des dossiers suivis par le Ciri. Des dispositions réglementaires encadrent d'ailleurs ces frais et doivent être suivies avec attention.

Quant à la restructuration d'Atos, vous avez bien décrit la manière dont elle a été opérée entre les différents compartiments d'activité. L'intervention du Ciri s'est concentrée sur la phase d'urgence, de construction et d'élaboration de la restructuration. La phase de suivi, une fois la situation de l'entreprise stabilisée à court terme, relève moins de notre ressort. Cependant, sur les choix de schéma de restructuration qui ont été faits pour éviter un démantèlement, nous pourrions vous apporter des éléments par écrit.

**Mme Aurélie Trouvé, rapporteure.** Nous nous permettrons de revenir vers vous pour obtenir des écrits, sous le sceau de la confidentialité bien entendu. J'ai toutefois une remarque : vous invoquez la confidentialité, ce que je comprends ; mais en l'occurrence, des aides publiques, et donc l'argent du contribuable, sont en jeu, ce qui, en tant que législateurs, légitime notre demande.

Vous avez dit que vous n'aviez pas rencontré de cas de dette qui permette de prendre un contrôle effectif. Confirmez-vous cette déclaration ? Personnellement, elle me surprend : nous disposons d'informations qui contredisent vos propos. Cela m'interroge quant à la capacité des pouvoirs publics à intervenir si un problème n'est pas reconnu...

Dans des cas comme Kem One, Lapeyre et bien d'autres où les fonds d'investissement ont pris le contrôle du capital, à quoi servez-vous pour éviter une catastrophe probable ?

**M. Guillaume Primot.** Je ne dis pas qu'il n'y ait jamais eu de prise de contrôle par des fonds créanciers qui auraient utilisé le rachat de dette pour ensuite, dans le cadre de la restructuration, imposer un schéma où ils prennent le contrôle à la fin. Mais le contrôle IEF, qui vise à s'assurer que les enjeux de souveraineté sont bien pris en compte, s'exercerait d'une manière ou d'une autre, dès lors que la conversion de la dette en capital doit être effectuée pour que la prise de contrôle soit effective. C'était le sens de ma réponse, que je réprécise ainsi.

Le mandat qui nous est donné est d'accompagner les entreprises en difficulté et de trouver une solution pour qu'elles survivent et que les emplois et le savoir-faire industriels soient préservés. Cette mission par la recherche de repreneurs ; notre rôle n'est pas de choisir entre eux, mais d'être agnostiques et de trouver celui qui offrira la plus grande viabilité et les meilleures chances de sauver emplois et savoir-faire. En tant que service de l'État, nous pouvons émettre un avis sur la viabilité d'un projet ; mais il peut y avoir un regard politique, relevant de l'appréciation des ministres, sur certaines transactions importantes. Le choix d'accompagner ou non un projet, y compris par des moyens financiers publics, relève *in fine* du politique.

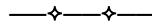
Notre rôle est fondamentalement d'essayer de trouver des solutions, peu importe les acteurs avec lesquels nous travaillons. Dans ce cadre, nous imposons parfois, dans nos discussions, des engagements en termes de maintien de l'emploi et de l'investissement en France ou de maintien de holdings européennes sur le territoire français. Nous n'avons pas à faire un tri parmi les repreneurs, mais bien un tri parmi les projets : nous cherchons des solutions, aidons l'entreprise à présenter un projet viable pour attirer des repreneurs et analysons ensuite en profondeur les projets de reprise, pour savoir lequel sera le plus robuste et le plus à même de préserver l'emploi.

**M. Gaëtan Rudant.** Pour répondre à votre question, madame la rapporteure, il faudrait que nous vous communiquions le nombre de dossiers de financement que nous n'acceptons pas de soutenir : je pense, par exemple, à un projet de reprise que nous accompagnons actuellement, pour lequel de nombreuses propositions ne nous paraissent pas suffisamment crédibles pour que nous entretenions l'espoir des salariés et du territoire.

Lorsque nous intervenons, c'est parce que nous avons procédé à toutes les diligences en amont et que nous avons un espoir réel que le projet soit crédible. Cela s'accompagne parfois d'une vigilance accrue sur certains modes de financement, mais toujours après avoir écarté les projets les plus à risque ou les moins crédibles. Nous nous donnons ainsi le maximum de moyens pour sécuriser ce qui offre un avenir à une entreprise, à un actif industriel et, surtout, à des salariés et à des territoires.

**M. le président Emmanuel Mandon.** Nous vous remercions pour ces réponses. Je vous propose de compléter nos échanges en envoyant au secrétariat de la commission les documents que vous jugerez utiles pour la commission d'enquête et en répondant par écrit aux questionnaires qui vous avaient été adressés.

*La séance s'achève à quinze heures quarante.*



**Membres présents ou excusés**

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

Réunion du jeudi 29 janvier 2026 à 14 h 05

*Présents.* – M. Pierre Henriet, M. Emmanuel Mandon, M. Aurélien Saintoul, Mme Aurélie Trouvé.

*Excusés.* – Mme Émilie Bonnivard, M. Hervé de Lépinau.