

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 de M. Cyprien Boganda, journaliste..... 2

Jeudi 5 février 2026

Séance de 11 heures 15

Compte rendu n° 9

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

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



*La séance est ouverte à onze heures vingt.*

*Sous la présidence de M. Emmanuel Mandon, la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs a auditionné M. Cyprien Boganda, journaliste.*

**M. le président Emmanuel Mandon.** Nous accueillons aujourd'hui M. Cyprien Boganda, journaliste, chef de la rubrique « Éco/social » du quotidien *L'Humanité*. Vous avez publié, en 2015, un ouvrage intitulé *Le Business des faillites*, dans lequel vous dénoncez, selon les termes de votre éditeur, une véritable « industrie de la faillite », dont les fonds d'investissement seraient des acteurs parmi d'autres. En 2023 a paru *L'Empire du cash. Comment les fonds d'investissement rachètent le monde*, où vous décrivez les comportements prédateurs de certains fonds d'investissement, que vous mettez en cause dans la faillite de plusieurs entreprises françaises. Je ne crois pas trahir votre pensée en disant que vous portez sur ces fonds une appréciation globalement négative : vous allez pouvoir à présent la développer en toute clarté et en toute liberté.

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

*(M. Cyprien Boganda prête serment.)*

**M. Cyprien Boganda.** Je travaille sur le sujet des fonds d'investissement depuis le milieu des années 2010. Je m'y suis intéressé en relatant le combat judiciaire des salariés français de l'entreprise Lee Cooper, une marque de textile détenue par un important fonds d'investissement américain (*Sun Capital Partners*). À l'époque, un avocat, bon connaisseur du secteur, m'avait conseillé d'étudier l'activité des fonds d'investissement, en me disant, de mémoire, que ces fonds « *font parfois du mal aux entreprises, mais c'est un mal nécessaire. Sans eux, l'économie ne pourrait pas tourner.* ». Cette affirmation constitue le fil des enquêtes que j'ai menées dans le cadre de mes articles pour *L'Humanité* et des deux ouvrages que j'ai publiés. Le premier, sorti en 2015, portait précisément sur les fonds de retournement, alors que le second, paru en 2023, élargissait la focale à l'ensemble des fonds d'investissement. J'ai cherché à décrire la manière dont les fonds grignotent des pans entiers de notre économie et les conséquences de cette prédation pour les entreprises et leurs salariés. Je précise que je me suis principalement intéressé au capital-investissement (*private equity*), c'est-à-dire aux fonds qui investissent dans des entreprises non cotées en Bourse.

L'industrie du capital-investissement n'est pas une création spontanée. Ce secteur se développe en France depuis plus de quarante ans, en partie grâce à l'appui des pouvoirs publics. Les premiers fonds modernes sont apparus aux États-Unis, après la Seconde guerre mondiale, sous l'impulsion du Français Georges Doriot, qui a enseigné le management à Harvard et à qui l'on attribue l'invention des premiers fonds de capital-risque. Au milieu des années soixante-dix et au cours de la décennie suivante, ces pratiques s'industrialisent et changent de nature : l'objectif n'est plus de s'inscrire dans le temps long, mais de réaliser des retours sur investissement extrêmement rapides avec des mises de départ les plus faibles possibles. Cette époque est marquée par la création des grands fonds américains, toujours actifs aujourd'hui : Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR) en 1976, Bain Capital en 1984, Blackstone en 1985 et Apollo en 1990.

Ces fonds, créés par d'anciens cadres de la finance, utilisent de manière intensive l'instrument du *Leveraged Buy-Out* (LBO), ou rachat avec effet de levier. Le principe consiste à acquérir une entreprise-cible par le biais d'une holding, grâce à un emprunt de la holding qui sera remboursé par la trésorerie générée par la cible. Autrement dit, ce sont les salariés de l'entreprise rachetée qui remboursent la dette par leur travail. L'objectif du fonds est naturellement d'acheter à moindre coût, pour revendre ensuite en dégageant un maximum de profit. Des fonds tels KKR ont bâti des empires en réalisant des « culbutes » considérables, n'hésitant pas à supprimer des dizaines de milliers d'emplois pour garantir la rentabilité de leur investissement.

Le *private equity* fait son apparition en France au milieu des années quatre-vingt, dans le contexte du « tournant de la rigueur ». À l'époque, il n'est plus question de politique keynésienne pour relancer l'économie, mais d'encourager les entreprises à se tourner vers les marchés financiers. Le succès du *private equity* américain fait alors figure de modèle. Le LBO est introduit en droit français par une loi de juillet 1984. La même année naît le principal lobby du secteur, l'Association française des investisseurs en capital (Afic), devenue France Invest en 2018. En 1988, la création d'une niche fiscale autorise les fonds qui rachètent des entreprises en LBO à déduire de l'impôt sur les sociétés une partie des intérêts de l'emprunt. En d'autres termes, les contribuables subventionnent sans le savoir le développement des LBO.

Le secteur croît très rapidement au milieu des années quatre-vingt-dix, avec l'arrivée en France de fonds anglo-saxons considérant notre pays comme une cible de choix, à l'image de BC Partners, Cinven ou CVC Capital Partners. La croissance a été soutenue : entre 2009 et 2024, les montants injectés par les seuls fonds français sont passés de 4,1 milliards d'euros (Md€) à 26 Md€ par an. Cette progression s'est accompagnée d'un lobbying extrêmement efficace, mené par France Invest, qui a culminé en novembre 2019 lorsqu'un décret a autorisé les épargnants à investir dans le *private equity* via leur assurance-vie. De manière générale, la démocratisation de l'accès au capital est l'un des chevaux de bataille de France Invest. Mais il se heurte à une certaine aversion au risque des Français, qui hésitent à investir sur les marchés et restent sans doute marqués par le souvenir vivace des dernières crises financières. France Invest travaille activement à lever ces freins.

Pour entrer dans le détail du fonctionnement des fonds et des effets de l'activité de ces fonds sur l'économie française, il est utile d'évoquer quelques cas concrets. Les fonds d'investissement achètent à bas prix pour revendre le plus cher possible, quelques années plus tard. Durant cette période, qui dure en général de cinq à sept ans, le fonds s'efforce d'accroître la rentabilité de l'entreprise, ce qui peut se traduire par des décisions brutales : cession de filiales, réorganisation du travail et suppression d'emplois. M. Noël Goutard, ancien associé de LBO France, parlait ainsi d'un « management par la tyrannie du cash ». Les gérants de fonds ont tout intérêt à cette « tyrannie », car leur rémunération (*carried interest*) est un pourcentage de la plus-value réalisée, généralement autour de 20 %.

Le cas de Vivarte, une société qui détenait des marques de textile comme La Halle, André, Kookaï ou Naf Naf, est l'un des plus emblématiques des dégâts causés par les fonds prédateurs. En 2000, une bataille oppose le dirigeant de l'époque, M. Jean-Louis Descours, à un duo d'actionnaires, MM. Nathaniel Rothschild et Guy Wyser-Pratte, qui jugent la stratégie insuffisamment pourvoyeuse de rentabilité. Ils parviennent alors à « débarquer » M. Jean-Louis Descours et le remplacent, à la tête de l'entreprise, par M. Georges Plassat, qui s'est taillé une réputation d'« homme à poigne » qu'illustre cette citation rapportée par Reuters : « Moi, je travaille à la kalachnikov. ».

Le nouveau dirigeant ordonne la fermeture d'une centaine de magasins appartenant à Vivarte et réduit fortement les coûts. En 2004, le fonds français PAI Partners entre au capital et réalise une excellente opération en revendant l'entreprise, trois ans plus tard, au fonds britannique Charterhouse pour 3,5 Md€ soit cinq fois sa mise de départ.

C'est le début de la descente aux enfers pour Vivarte. Le rachat par Charterhouse, par LBO, génère un endettement qui devient incontrôlable, atteignant 2,8 Md€ en 2014. Cette année-là, Vivarte tombe dans les griffes de plusieurs fonds dits « *distressed* », que les syndicalistes préfèrent nommer « fonds vautours » : Oaktree, Alcentra, Babson et Golden Tree. Leur méthode consiste à prendre le pouvoir par la dette : ils rachètent à bas prix la dette d'une entreprise, poussent à une restructuration financière où ils échangent leurs créances contre des actions, puis cherchent à revendre leur participation. Ces fonds accordent à Vivarte un prêt de 500 millions d'euros (M€) à un taux de 11 %. L'affaire se termine très mal : le groupe est démantelé, puis placé en liquidation judiciaire en 2021. Le bilan social est accablant, avec des milliers d'emplois détruits. Les seuls gagnants sont les fonds sortis à temps, comme PAI Partners, et les créanciers du LBO de 2007, qui auraient perçu un milliard d'euros d'intérêts en sept ans. Le manque à gagner pour le Trésor public, du fait des déductions fiscales, est estimé à 400 M€

Le cas de Verallia est un autre exemple illustrant les méthodes d'optimisation fiscale agressive des fonds d'investissement. Ce fabricant d'emballages de verre pour les produits alimentaires a été racheté en 2015 à Saint-Gobain par le fonds américain Apollo Global Management, l'un des fonds les plus actifs en France. Apollo a récemment indiqué avoir investi environ 15 Md€ dans diverses entreprises françaises et annoncé son intention d'ouvrir un bureau à Paris. Le rachat de Verallia a été effectué au moyen d'un LBO, avec le concours de BPI France, anciennement Banque publique d'investissement (BPI), dont le rôle dans cette affaire soulève des interrogations. Cette opération a été peu coûteuse pour Apollo et BPI France : en effet, si le rachat s'est élevé à environ 2,5 Md€, Apollo et BPI France ont injecté seulement 226 M€ en capital, le reste provenant de prêts et d'emprunts obligataires.

En 2019, les actionnaires introduisent Verallia en Bourse via une holding installée au Luxembourg et détenue indirectement par Apollo. Le bénéfice dégagé est de 2,7 Md€ cette année-là. La législation luxembourgeoise faisant bien les choses, la holding n'a réglé qu'un peu plus de 0,20 M€ d'impôts, soit un taux d'imposition de 0,007 %. Le lanceur d'alerte Maxime Renahy a ensuite révélé un transfert de plus de 500 M€ de cette holding vers les îles Caïmans, suggérant que les circuits financiers ne s'arrêtent pas au Luxembourg. Il m'a confié avoir été contacté, quelque temps après avoir publié cette information, par un inspecteur de l'administration fiscale souhaitant visiblement enquêter sur ce montage financier ; cet inspecteur n'a plus jamais donné de nouvelles depuis.

Je terminerai en évoquant l'élargissement du champ d'action des fonds d'investissement, qui s'attaquent désormais à des secteurs essentiels tels que la santé, qui représente environ cent milliards de dollars d'investissement par an dans le monde. En France, le marché de la santé est attractif pour trois raisons : il est sûr, car les gens continuent de se soigner même en cas de crise ; il est appelé à se développer avec le vieillissement de la population ; il est solvabilisé par la collectivité, puisque plus de 80 % des dépenses de santé sont prises en charge par la sécurité sociale. Un expert me confiait, non sans humour, qu'acquérir une entreprise du secteur revenait, pour un fonds, à « acheter une usine avec un carnet de commandes plein et garanti à 90 % par les contribuables ».

Le groupe Elsan, premier groupe de cliniques privées en France, est ainsi devenu un repère pour les fonds de *private equity*. Depuis que KKR en est l'actionnaire de référence, les salariés décrivent une financiarisation de leur activité, allant de pair avec une dégradation de leurs conditions de travail. Une syndicaliste qui a passé vingt ans dans la même clinique m'a rapporté que les salariés subissent une pression de tous les instants de la part de la direction, qui leur enjoint à faire toujours plus avec toujours moins. Une équipe « Performance » passe de clinique en clinique, tableau Excel et chronomètre à la main, pour rappeler aux soignants la durée, exprimée en minutes, à ne pas dépasser pour effectuer chacune de leurs tâches. La logique de rentabilité conduit à augmenter les tarifs de tout ce qui n'est pas remboursé (par exemple, les chambres ou les places de parking), tandis que les investissements dans l'entretien et la modernisation des locaux ne suivent pas. Les fonds d'investissement, à l'évidence, ne détiennent pas le monopole de la financiarisation de la santé ; mais ils y contribuent fortement, c'est le moins que l'on puisse dire.

Les fonds étrangers s'intéressent aux actifs des laboratoires français de médicaments pour les raisons que j'ai exposées précédemment. Certes, la rentabilité de ces laboratoires n'est pas exceptionnelle, mais détenir ce type d'actif dans son portefeuille représente un gage de stabilité. Deux fonds anglo-saxons ont mis récemment la main sur deux pépites françaises : le fonds britannique BC Partners est en passe de racheter aux laboratoires servier Biogaran, le géant des génériques, et le fonds américain Clayton, Dubilier & Rice (CD&R) a racheté à Sanofi Opella, le fabricant du Doliprane.

Cette dernière opération cas a suscité une émotion nationale, il y a quelques mois, en raison de l'emblème que constitue le Doliprane et de l'engagement, pris par le Président de la République après la crise sanitaire, de relocaliser la production de paracétamol en France – l'État a d'ailleurs engagé des fonds pour relancer la production de la molécule dans l'usine Seqens en Isère. Les motivations ayant conduit Sanofi à céder sa filiale à CD&R sont parfaitement compréhensibles. En revanche, voir un acteur stratégique passer sous pavillon américain suscite de légitimes inquiétudes : elles portent moins sur la perspective d'une délocalisation à court terme que sur le maintien des emplois, le niveau d'investissement et le risque que CD&R, dans le but de réaliser des économies, décide de s'approvisionner à l'étranger. Le Gouvernement a promis d'infliger des pénalités si CD&R venait à rompre ses engagements, mais il est permis de douter de leur caractère réellement dissuasif. Ce dossier illustre bien le conflit permanent entre la défense de l'intérêt général et la sauvegarde des intérêts financiers.

**M. le président Emmanuel Mandon.** Je vous remercie de vos propos très argumentés et éclairants. J'aimerais d'abord vous demander quelle méthodologie vous a permis de réaliser ce travail d'enquête dans la durée.

Par ailleurs, avez-vous identifié des schémas récurrents concernant les stratégies de reprise menées par les fonds que vous dénoncez, mais aussi les types de fonds, les cabinets de conseil ou les intermédiaires systématiquement présents ? Quelle est votre appréciation sur le contrôle exercé par les autorités publiques sur ces opérations ?

Enfin, pourriez-vous préciser les critiques que vous formulez à l'encontre des procédures de sauvegarde, de redressement et de liquidation judiciaires que vous avez pu observer ?

**M. Cyprien Boganda.** J'ai recouru à des méthodes de journalisme classiques. D'une part, j'ai contacté des salariés et des syndicalistes d'entreprises rachetées par des fonds d'investissement. Je suis aussi parvenu, non sans difficulté, à joindre des personnes travaillant directement dans le *private equity*, certaines en activité, d'autres, parfois écoeurées, ayant pris leurs distances. J'ai également interrogé des dirigeants de fonds, qui, pour certains, ont répondu aimablement à mes questions et m'ont livré leur vision de ce domaine d'activité, ainsi que des chercheurs, des économistes ou encore des sociologues. D'autre part, j'ai consulté de nombreux documents, des rapports annuels d'entreprise et de fonds d'investissement et, surtout, des rapports d'expertise sur les comptes des entreprises, qui sont de véritables mines d'informations.

Les opérations menées par les fonds d'investissement obéissent en effet à des schémas récurrents. L'objectif est toujours d'acheter un actif le moins cher possible et de le revendre le plus cher possible afin de se rémunérer sur la plus-value. Plusieurs stratégies sont susceptibles d'être mobilisées pour augmenter la valorisation d'une entreprise : on peut ainsi faire grossir l'entreprise par croissance externe ou alors sous-investir, ce qui arrive malheureusement souvent. Les fonds ont également recours à des stratégies plus agressives et qui relèvent de la prédation financière pure : par exemple, le « *dividend recap* », qui consiste à réendetter une entreprise déjà sous LBO, afin de verser un dividende aux actionnaires. Il y a quelques années, le fonds d'investissement britannique Lion Capital avait ainsi réendetté l'entreprise Picard à hauteur de 88 % pour verser plusieurs centaines de M€ de dividendes.

La stratégie la plus connue est celle du LBO, qui pose de nombreux problèmes. Il serait très exagéré d'affirmer que tous les LBO se terminent par une faillite ou une liquidation judiciaire. Toutefois, une étude de la Banque de France réalisée fin 2023 a montré qu'en Europe, le risque de faillite d'une entreprise sous LBO augmente de 44 %. Pour ma part, je suis persuadé que cette pratique fragilise les entreprises et les salariés, même si l'issue n'est pas inévitablement la faillite. En effet, l'entreprise visée se trouve soumise à une discipline financière drastique, destinée à augmenter la rentabilité le plus vite possible et à tout prix. Cette injonction se répercute à toutes les strates de l'entreprise, depuis le dirigeant, dont l'œil est rivé sur le niveau d'endettement, jusqu'aux salariés, qui observent tous, sans exception, une forte dégradation de leurs conditions de travail, en passant par le directeur d'usine, dont il arrive que la rémunération soit indexée sur la rentabilité de son usine.

Concernant les procédures de contrôle, le problème principal tient au fonctionnement de la justice commerciale. D'après le cabinet Altares, spécialiste des faillites d'entreprise, une entreprise qui se présente devant un tribunal de commerce a neuf chances sur dix de finir en liquidation, immédiatement ou dans les années qui suivent. Des études ont montré que lorsqu'un investisseur reprend une entreprise à la barre d'un tribunal de commerce, 70 % des emplois sont sauvegardés la première année, mais 50 % de ces entreprises reviennent devant le tribunal de commerce dans les cinq ans suivants. La faute n'en incombe pas uniquement à la justice commerciale, puisque les chefs d'entreprise retardent souvent l'échéance et hésitent à se rendre devant les tribunaux de commerce, si bien que les entreprises, lorsqu'elles sont contraintes de s'y présenter, sont souvent déjà très affaiblies.

Une forme d'entre-soi règne au sein de la justice commerciale. En effet, les juges consulaires, qui décident du sort des entreprises, ne sont pas des juges professionnels, mais des chefs d'entreprise élus par leurs pairs pour juger d'autres chefs d'entreprise. Cette situation implique nécessairement l'existence de biais psychologiques. J'ai pu constater, dans les tribunaux de commerce, que lorsque les juges sont amenés à trancher entre deux plans de reprise possibles (l'un consistant en une reprise en société coopérative et participative par les

salariés, l'autre en un rachat par un fonds de retournement, par exemple), c'est, de manière quasi systématique, la seconde option qui est retenue, quand bien même elle ne serait pas toujours la plus satisfaisante sur le plan de l'emploi.

Pour éviter de telles situations, plusieurs pistes devraient être explorées. On pourrait, par exemple, associer davantage les salariés aux procédures, car ils ont aujourd'hui le sentiment d'être complètement dépossédés de la décision finale. Il conviendrait également d'exiger des fonds de retournement qu'ils rendent des comptes, car ils se montrent très peu solidaires lorsque, d'aventure, les entreprises font de nouveau faillite et se retrouvent alors en liquidation judiciaire.

**Mme Aurélie Trouvé, rapporteure.** Vous soulignez que, dans de nombreux cas, le tribunal de commerce opte pour une reprise au plus offrant, au détriment de propositions peut-être plus solides à long terme pour l'activité et l'emploi. Pourriez-vous nous fournir des exemples précis survenus ces dernières années ? Existe-t-il, selon vous, des tribunaux qui posent plus de problèmes que d'autres ?

**M. Cyprien Boganda.** Je n'ai pas d'exemples de tribunaux qui poseraient plus de problèmes que d'autres. Il s'agit, à mes yeux, d'un problème à caractère systémique. De même, je ne suis pas en mesure de citer des cas dans lesquels le plus offrant a été privilégié au détriment du plus solide. Ils sont néanmoins nombreux et je pourrai vous en fournir des exemples par écrit.

J'ai le sentiment qu'il existe, en France, une forme de « complaisance » vis-à-vis d'un certain nombre de fonds de retournement, dont certains ont fait l'actualité ces derniers mois. Je pense notamment aux fonds Mutares et Greybull, dont le mode opératoire est problématique : soit ils rachètent des entreprises au prix le plus bas possible à la barre des tribunaux de commerce, soit ils les rachètent à de grands groupes, qui ont décidé de s'en débarrasser et externalisent ainsi le coût d'une restructuration. Fermer une usine et licencier du personnel est en effet coûteux, tant sur le plan financier que sur le plan de l'image – surtout lorsque le groupe cédant réalise des bénéfices. Une fois qu'ils ont racheté l'entreprise, il est fréquent que ces fonds ne tiennent pas leurs promesses en termes de financement (ou bien facturent des honoraires exorbitants), sans avoir jamais de comptes à rendre.

**Mme Aurélie Trouvé, rapporteure.** Au cours de vos enquêtes, avez-vous pu identifier des risques de collusion de la part de responsables politiques ou publics qui se seraient montrés trop complaisants ou laxistes à l'égard de fonds prédateurs ? Avez-vous repéré, par exemple, d'anciens hauts responsables politiques et publics qui travaillent désormais pour ces fonds d'investissement ou en tirent profit ?

**M. Cyprien Boganda.** Nous connaissons tous des personnalités politiques qui, après avoir exercé des fonctions gouvernementales, ont ensuite travaillé pour des fonds d'investissement : M. François Fillon, qui a rejoint Tikehau Capital après son échec à l'élection présidentielle de 2017, Mme Nathalie Kosciusko-Morizet, associée senior chez Antin Infrastructure Partners, Mme Fleur Pellerin, qui a créé son propre fonds d'investissement, (Korelya Capital), ou encore Mme Florence Parly, recrutée par Jolt Capital.

Ces évolutions relèvent d'une logique d'intérêts bien compris, qu'il est aisé de comprendre. Pour les responsables politiques, travailler pour un fonds est une manière d'entamer une seconde carrière à la fois stimulante sur le plan intellectuel et très

rémunératrice, puisque les émoluments offerts par les fonds sont d'une tout autre ampleur que les salaires touchés dans un cabinet ministériel ou même en tant que ministre – on parle ici de plusieurs centaines de milliers d'euros par an pour un ancien ministre, sans compter les bonus. Pour les fonds, recruter d'anciens hauts responsables permet d'accéder à leur carnet d'adresses.

En règle générale, les anciens ministres qui travaillent pour des fonds d'investissement ne vont pas réaliser de montages financiers très complexes ni éplucher des comptes d'entreprise. Leur rôle est avant tout un rôle de représentation : ils aident les fonds à ouvrir des marchés à l'international.

Ce phénomène s'apparente au « pantouflage », puisque des responsables politiques décident de faire fructifier dans le privé un capital social qu'ils ont constitué lorsqu'ils exerçaient dans le domaine public. Et cela est naturellement susceptible de créer des situations de conflit d'intérêts. Lorsque Mme Fleur Pellerin a créé son fonds d'investissement, quelques mois après son départ du Gouvernement, la Haute Autorité pour la transparence de la vie publique (HATVP) a donné son accord, en l'assortissant d'une série de conditions – notamment, l'interdiction de faire état de ses anciennes fonctions de ministre. Pourtant, dès sa création, Korelya Capital a levé 200 M€ auprès de l'entreprise coréenne Naver. Une enquête de la HATVP a révélé, par la suite, que madame Pellerin avait noué des relations avec cette entreprise alors qu'elle était encore ministre. Tout cela soulève des interrogations sur de potentiels conflits d'intérêts.

Au-delà des stratégies individuelles de carrière, il est assez certain que, depuis 2017, l'industrie du capital-investissement a bénéficié d'une oreille extrêmement attentive au sommet de l'État. Je sais, pour en avoir discuté avec des membres de France Invest, que le président Emmanuel Macron voit d'un bon œil le développement du capital-investissement en France : cela n'est guère surprenant, puisqu'il a rencontré France Invest à plusieurs reprises, à l'époque où il était banquier d'affaires chez Rothschild, puis lorsqu'il était ministre de l'économie. Il en découle une forme de bienveillance de la part des gouvernements successifs vis-à-vis de France Invest, qui s'est traduite par des dispositifs législatifs visant à faciliter l'activité des fonds d'investissement.

**Mme Aurélie Trouvé, rapporteure.** Quelles sont les entreprises françaises actuellement les plus exposées au risque de prédation par des fonds d'investissement ? Votre réponse pourrait nous aiguiller dans les investigations que nous avons à mener.

**M. Cyprien Boganda.** La situation des entreprises des secteurs de la santé et du médicament est à suivre de très près.

Les opérations impliquant Biogaran et Sanofi, qui sont des acteurs stratégiques, sont emblématiques. Le Doliprane est le premier médicament vendu dans notre pays, avec trois cent millions de boîtes, et Biogaran représente 30 % du marché des génériques en France. Les enjeux sont donc liés à la fois à la souveraineté sanitaire et à l'empreinte industrielle, puisque Biogaran, par exemple, fait travailler une quarantaine d'industriels sous-traitants.

Les spécialistes que j'ai interrogés, notamment les économistes de la santé Frédéric Bizard et Nathalie Coutinet, des syndicalistes et même des professionnels travaillant avec les investisseurs internationaux, s'accordent à considérer que les garanties exigées par le Gouvernement sont légères, notamment pour le maintien de l'emploi. Ainsi, CD&R est censé payer cent mille euros par emploi qu'il déciderait de supprimer. Mais, en examinant de plus

près ce dispositif, on se rend compte que cela ne concerne que les emplois supprimés par licenciement économique contraint, ce qui est une définition très restrictive. En d'autres termes, si CD&R décide de ne pas remplacer des départs à la retraite ou de recourir à des ruptures conventionnelles collectives, il n'aura rien à payer.

En ce qui concerne Biogaran, les conditions semblent plus contraignantes. Le contenu de la négociation avec le Gouvernement n'a pas été révélé, mais il semble que BC Partners ait dû s'engager à maintenir l'emploi sous peine d'une amende de l'ordre de 10 % du chiffre d'affaires annuel de Biogaran, soit environ 100 M€ Cela peut sembler élevé, mais, pour de tels acteurs qui gèrent des milliards d'euros d'actifs, il n'est pas impossible de provisionner une telle somme. Je ne dis pas que ces fonds vont s'empresse de détruire des emplois ; mais la faiblesse des garanties imposées n'en demeure pas moins surprenante.

Il est également permis de s'interroger sur la montée au capital de BPIFrance. Une série d'affaires récentes montre que, malheureusement, l'entrée de la banque publique au capital d'une entreprise, même à hauteur de 2 % comme dans le cas de Biogaran, ne met pas à l'abri de suppressions d'emplois – on l'a constaté récemment chez Vallourec et Verallia.

Pour ce qui concerne, plus généralement, l'industrie sanitaire et sans noircir le tableau, il y a des raisons d'être inquiet. L'intervention des fonds d'investissement pose un problème de souveraineté évident : lorsque vous confiez à de tels fonds, souvent étrangers, des entreprises qui jouent un rôle stratégique dans cette industrie, vous n'êtes plus maître des outils, ce qui me paraît entrer en contradiction avec les discours martelés depuis la crise sanitaire sur l'indispensable relocalisation de la production de médicaments en France.

Dans un autre domaine, j'aimerais évoquer le cas d'Altice : il s'agit de l'entreprise de M. Patrick Drahi, qui avait racheté SFR, il y a quelques années, au moyen de l'un des plus gros LBO jamais vus en France et dont la restructuration financière en cours fait peser une forte menace sur l'emploi.

D'autres entreprises très endettées sont observées avec beaucoup d'intérêt par des fonds d'investissement étrangers. C'est notamment le cas de Colisée, un groupe de maisons de retraite racheté par un fonds et qui fait face, lui aussi, à une restructuration financière.

**M. le président Emmanuel Mandon.** Permettez-moi de revenir à une question que j'ai posée précédemment sur les fonds, les cabinets de conseil et les intermédiaires présents dans les opérations de reprise. Leur présence revêt-elle un caractère systématique ?

**M. Cyprien Boganda.** Vous avez raison de parler de caractère « systématique ». Le monde du *restructuring*, c'est-à-dire les spécialistes du redressement d'entreprise, est un milieu assez restreint en France. On retrouve toujours les mêmes noms dans les dossiers concernant de grandes entreprises en difficulté. Il y a, sur la place de Paris, une poignée d'administrateurs judiciaires très connus et qui se partagent les dossiers les plus importants. De même, on retrouve toujours plus ou moins les mêmes cabinets d'avocats d'affaires et les mêmes cabinets d'audit, certains cabinets d'audit français étant très réputés.

Qu'il s'agisse d'un petit milieu ne signifie pas que ces personnes travaillent mal. Au contraire, elles sont certainement très compétentes et accomplissent leur mission avec probité. Cependant, la pérennisation d'une entreprise et la sauvegarde de l'emploi à long terme ne sont pas au cœur de leurs préoccupations. Leurs interventions sont brèves : un administrateur judiciaire passe six mois à la tête d'une entreprise pour la redresser, puis il passe à un autre

dossier. Il en va de même pour les cabinets d’avocats, les experts-comptables et, bien sûr, les fonds de retournement. Ainsi l’entreprise est restructurée et sauvée à brève échéance – ce qui arrange aussi les pouvoirs publics, parce que la restructuration évite « une casse sociale » immédiate. Mais les chiffres que j’ai mentionnés précédemment le montrent : rien ne garantit que l’entreprise ne se trouvera pas de nouveau en difficulté quatre, cinq ou six ans plus tard. Ce « court-termisme » est, à mon sens, un problème majeur.

**Mme Aurélie Trouvé, rapporteure.** J’en reviens au Doliprane, dont le fabricant, Opella, a été repris par le fonds d’investissement CD&R. Que pouvez-vous nous dire sur les risques de délocalisation de la production de ce médicament et de suppression d’emplois ? Avez-vous pu consulter les documents relatifs aux conditions de cette cession et, dans l’affirmative, de quelle manière avez-vous procédé ? J’ai moi-même annoncé mon souhait d’effectuer un contrôle sur pièces et sur place sur la cession de Biogaran.

**M. Cyprien Boganda.** J’ai simplement consulté ce qui a été rendu public. Un communiqué de presse a été publié sur les conditions imposées à CD&R, notamment les cent mille euros qu’il devrait payer par emploi supprimé. J’ai tenté de me rapprocher du ministère de l’économie pour obtenir des détails supplémentaires, mais je n’ai pas eu de réponse.

Les différentes personnes que j’ai interrogées, notamment des syndicalistes et des économistes, estiment que le risque de délocalisation massive est faible à moyen terme. CD&R n’aurait guère d’intérêt à délocaliser la production dans les années qui viennent, parce que les sites de production français sont extrêmement rentables et fonctionnent très bien.

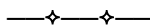
En revanche, ces personnes m’ont fait part de leurs craintes relatives à trois aspects : l’emploi, l’investissement et l’approvisionnement. CD&R n’hésite pas, quand il l’estime nécessaire pour ses intérêts, à procéder à d’importantes suppressions d’emplois. En 2021, il a racheté une grande chaîne britannique de supermarchés (Morrisons), ce qui avait causé un certain émoi. Quelques années plus tard, il a supprimé environ trois cents emplois.

L’autre risque, qui n’est qu’une hypothèse, est celui d’un sous-investissement dans les sites de production, dans une perspective de réduction des coûts. Les conséquences de ce sous-investissement seront supportées par le prochain acquéreur : lorsque CD&R revendra l’entreprise (et il ne manquera pas de le faire), le repreneur pourrait avoir du mal à réaliser une plus-value facilement du fait de sites de production délaissés, donc moins performants. À ce moment-là, le risque de délocalisation sera plus élevé.

Pour ce qui a trait à l’approvisionnement, tous les experts que j’ai consultés estiment que les pénalités annoncées, que ce soit pour le Doliprane ou pour Biogaran, sont peu dissuasives. Aussi, rien ne garantit que l’approvisionnement restera français dans les années à venir.

**M. le président Emmanuel Mandon.** Je vous remercie pour vos éclairages. Je pense que nous avons bien pris la mesure de votre investissement personnel et des questionnements que vous avez soulevés. Vous pourrez compléter vos réponses par écrit, dans le cadre du questionnaire qui vous a été adressé dans la perspective de cette audition.

*La séance s’achève à douze heures quinze.*



**Membres présents ou excusés**

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

Réunion du jeudi 5 février 2026 à 11 h 20

*Présents.* - M. Emmanuel Mandon, Mme Aurélie Trouvé

*Excusé.* - Mme Émilie Bonnard