

A S S E M B L É E N A T I O N A L E

1 7 ^e L É G I S L A T U R E

Compte rendu

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

– Audition de MM. Christophe Nijdam, membre du collège consultatif de l'Autorité bancaire européenne, et Didier Testot, directeur du média La Bourse et la Vie TV 2

Jeudi 12 février 2026

Séance de 9 heures

Compte rendu n° 10

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

Présidence de
M. Emmanuel Mandon,
Président



La séance est ouverte à neuf heures dix.

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. Christophe Nijdam, membre du collège consultatif de l'Autorité bancaire européenne, et Didier Testot, directeur du média La Bourse et la Vie TV.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous commençons nos travaux de la matinée par l'audition de monsieur Christophe Nijdam et monsieur Didier Testot, auxquels je souhaite la bienvenue en notre nom à tous.

Au-delà de la diversité de vos parcours professionnels, une préoccupation commune vous rassemble : analyser les mécanismes financiers dans toute leur complexité, en vue de fournir une information complète à un large public et proposer des améliorations et des réformes. C'est là faire œuvre utile et nécessaire : la sophistication croissante des instruments financiers crée en effet une impression d'inconnu, voire de mystère, et grand public est dissuadé de s'intéresser à des évolutions dont les effets, pourtant, le concernent directement. De plus, comme toujours, le mystère engendre la suspicion et favorise la tendance naturelle à la simplification idéologique.

Monsieur Nijdam, vous avez occupé d'importantes responsabilités dans le secteur bancaire avant d'entreprendre une carrière d'analyste financier. Vous êtes membre du collège consultatif de l'Autorité bancaire européenne (ABE) et du conseil scientifique de l'Institut pour l'éducation financière du public (IEFP), présidé par M. Christian Noyer, gouverneur honoraire de la Banque de France. Vous vous attachez à développer l'éducation financière, partant du constat qu'on « *ne peut pas laisser une minorité de la société tirer avantage de sa position en faisant croire que les choses sont très compliquées* » : il y a là un enjeu démocratique sur lequel je vous rejoins pleinement. Il me paraît urgent de s'en préoccuper dès l'école, sujet sur lequel j'ai eu l'occasion d'interroger le Gouvernement. Parmi les illustrations concrètes de votre engagement figure un livre au titre évocateur, *La Finance pour les nuls en 50 notions clés*.

Englobez-vous tous les fonds d'investissement dans un ensemble unique ou pensez-vous possible de définir plusieurs catégories et, si oui, selon quels critères ? Quelle appréciation portez-vous sur l'information à la disposition du public concernant les fonds d'investissement ? Dans la mesure où vous déclarez ne pas croire à la capacité d'autorégulation du système financier, donc des fonds d'investissement, quelles dispositions vous paraîtrait-il opportun de prendre en faveur de nouvelles régulations ? Quel est votre regard sur l'action de l'Union européenne en matière de fonds d'investissement ?

Monsieur Testot, vous avez été journaliste financier au *Figaro* et à *La Tribune*. En 2008, vous avez fondé une société prestataire de services audiovisuels (La Bourse et la Vie TV), qui déploie une intense activité d'information sur l'activité économique et financière et met à la disposition des entreprises une « palette de services audiovisuels sur mesure ». Depuis vos débuts en tant que journaliste économique (1989), vous avez, selon les termes mêmes de votre site internet, « accumulé une connaissance approfondie des stratégies des entreprises et de leurs dirigeants ». Si des fonds d'investissement recourent à des services du type de ceux que vous offrez, sous quelles formes le font-ils et avec quels objectifs ? Comment caractériseriez-vous l'action des fonds d'investissement dans l'économie française ? Comment décririez-vous l'attitude du monde des entreprises à l'égard des fonds d'investissement ? L'information sur les fonds d'investissement à destination du public vous

paraît-elle favoriser ou, au contraire, compromettre la claire compréhension de leur fonctionnement ?

Avant de vous céder la parole, je 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.

(M. Christophe Nijdam et M. Didier Testot prêtent serment.)

M. Christophe Nijdam, membre du collège consultatif de l'Autorité bancaire européenne. Je précise immédiatement que je m'exprimerai ici en mon nom personnel : je ne représente aucune des institutions et sociétés au sein desquelles j'exerce des mandats. Je concentrerai mon propos sur les opérations de rachat avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO) et, dans une moindre mesure, sur les *hedge funds*.

Voilà plus d'une quarantaine d'années que je baigne dans la financiarisation de l'économie, dont les excès se font vivement ressentir depuis la grande crise financière de 2007-2008. J'ai été membre du conseil d'administration d'une entreprise ayant fait l'objet en 1984 de l'un des tout premiers LBO sur le marché français. Réel succès, il a donné lieu à une cession industrielle six ans plus tard. Par la suite, en tant que directeur général, aux États-Unis, d'une banque moyenne, filiale de Paribas, j'ai participé à une dizaine de prêts syndiqués, mis en place par les banques américaines pour emprunter auprès de banques étrangères en vue d'importants LBO dont, en 1989, l'opération record pour RJR Nabisco qui portait sur plus de 30 milliards de dollars. Ces prêts au titre des LBO représentaient alors 10 % du bilan placé sous ma responsabilité directe et les risques qui étaient attachés étaient, vous l'imaginez, surveillés comme du lait sur le feu. Fort de mon expérience pratique des LBO, j'ai dispensé des enseignements portant sur ce sujet à Sciences-Po Paris et à la Société française des analystes financiers (Sfaf).

Ayant à cœur l'intérêt général, je porte un regard critique sur certaines dérives de ces montages et laisserai le soin aux représentants de France Invest de vous présenter les bienfaits de ces opérations en leur qualité de membres de l'association professionnelle représentant les intérêts catégoriels du secteur du capital-investissement.

Commençons par examiner les modes de financement des entreprises aux différentes étapes de leur cycle de vie. Pour une start-up, au démarrage de son activité, le risque économique réside dans l'effet ciseaux entre recettes et charges fixes : il est tellement élevé que les fonds propres s'imposent comme mode de financement. Ce risque diminue quand elle arrive à maturité, puisqu'elle a alors largement dépassé son « point mort » : ses fonds propres peuvent alors être libérés et être remplacés par de la dette. Autrement dit, dans un premier temps, les charges fixes d'exploitation conduisent l'entrepreneur à réfléchir à deux fois avant d'engager certaines dépenses ; puis les charges financières le mettent sous tension dans la gestion de ses dépenses et de ses investissements : c'est ce qu'on appelle le « pouvoir disciplinaire de la dette », qui est destiné à éviter le gaspillage économique des entreprises dont la trésorerie est pléthorique.

Quatre types de capital-investissement (*private equity*) correspondent aux quatre différentes étapes du cycle de vie d'une entreprise. Au moment de sa création, elle se finance grâce au capital-risque (*venture capital*). Quand elle se développe, elle fait appel au capital-développement (*growth capital*). C'est quand elle parvient à la phase de sa maturité que doivent normalement être organisées les opérations de LBO, qui relèvent du capital-transmission (*replacement capital*). Si elle connaît un déclin, l'investissement passera par le capital-retournement (*turnaround capital*), qui constitue la forme la plus risquée, du point de vue de l'investisseur, avec le capital-risque.

Pour comprendre la genèse macrofinancière et monétaire de la croissance des LBO, il faut revenir aux années 2002-2003 et au dégonflement de la bulle internet entraîné par la crise des fonds propres des entreprises des technologies, des médias et des télécommunications (TMT). Il a entraîné des pertes chez les investisseurs institutionnels, qu'il s'agisse de leurs placements boursiers directs ou de leurs placements indirects dans des fonds de capital-investissement (plus précisément, sur le segment du capital-risque). Ces investisseurs ont ensuite reporté leurs investissements en argent frais (*new money*) vers le secteur du capital-transmission et les LBO, opérations supposées être moins risquées et bénéficiant, pour leurs performances financières, de l'effet mécanique de la dette.

Toutefois, les masses disponibles pour les gérants de fonds d'investissement ont été telles que les opportunités d'investissement se sont révélées insuffisantes face à ce trop-plein d'argent. Cela a déclenché une frénésie de LBO, qui a abouti à une hausse des prix d'acquisition des entreprises-cibles. Dans un premier temps, la grande crise financière de 2007-2008 a gelé ces opérations. Dans un second temps, elles ont été redynamisées : d'une part, par les injections de liquidités auxquelles ont procédé les banques centrales afin d'éviter l'effondrement du système bancaire international ; d'autre part, par les fameux « assouplissements quantitatifs » (*quantitative easings*), qui ont eu pour résultat des taux d'intérêt nuls (ou presque). D'un côté, les fonds de LBO ont pu, grâce à ces taux bas, financer la dette des sociétés-cibles, qu'il s'agisse de la dette bancaire ou d'obligations dites « à haut rendement » (*junk bonds*) ; de l'autre, les investisseurs institutionnels ont investi dans les fonds de LBO, à la recherche de rendements (“*search for yield*”, comme on dit dans le métier) plus élevés que ceux de leurs placements institutionnels, notamment obligataires, qui étaient tombés très bas.

L'inflation de 2022 et 2023 a été le grain de sable qui a grippé la machine trop parfaitement huilée des LBO. Le mécanisme financier d'actualisation des flux de trésorerie disponibles d'une entreprise s'est logiquement inversé sous la pression inflationniste : leur valeur a baissé avec l'augmentation des taux d'intérêt. Certaines opérations de LBO, montées sur des valorisations excessives en haut de cycle financier, se sont retrouvées surévaluées. Des fonds ont alors connu la situation inconfortable de ne plus pouvoir céder leurs cibles en réalisant les plus-values espérées. Des comportements malsains ont commencé à se répandre dans le secteur, autour de la stratégie du “*extend-and-pretend*” et de la pratique des *continuation funds*.

La part des LBO dans les opérations de fusions-acquisitions (*mergers and acquisitions*, M & A) se situe entre 15 % et 20 % (contre 3 % en 2000). Cette tendance, qui s'était accentuée avec la crise financière et avait atteint des sommets avec les taux bas, s'est stabilisée à un niveau très élevé, malgré le ralentissement récent des marchés.

Pour cerner le poids des LBO et des *hedge funds* dans le portefeuille des investisseurs institutionnels français, je vais vous fournir quelques chiffres issus de l'enquête

annuelle de l'Association française des investisseurs institutionnels (AF2I), dont j'ai été délégué général. Les montants déclarés par ses membres représentent 2 400 milliards d'euros (Md€) sur les 3 300 Md€ que couvre le marché français de l'investissement institutionnel. Au sein du capital-investissement, la part investie dans les fonds de LBO est d'environ 16 Md€ et celle dédiée aux *hedge funds*, de 5 Md€. Ces chiffres remontent à 2021, mais ils n'ont pas dû beaucoup évoluer, compte tenu des rythmes observés dans les changements de portefeuille des investisseurs institutionnels – rythmes qui s'approchent plus de la vitesse de croisière d'un paquebot ou d'un porte-conteneurs que de celle d'un Riva ou d'un Zodiac...

LBO et *hedge funds* sont des outils financiers distincts, mais ils partagent une logique de maximisation des rendements par effet de levier et prise de risques, dont les conséquences potentielles sont importantes au regard de la stabilité économique et de l'intérêt général.

Quels principes d'orthodoxie doivent être respectés pour assurer la réussite d'un LBO ? Ce sont des principes de simple bon sens qui, malheureusement, ne sont plus observés compte tenu des pousse-au-crime que constituent l'afflux de capitaux à investir et la rémunération des différents intermédiaires qui travaillent avec l'argent des autres ("*other people's money*", comme on dit).

Le LBO doit s'analyser financièrement comme l'escompte de dividendes de l'entreprise-cible, base du remboursement de la dette par la holding d'acquisition. Cela implique que cette entreprise ait des flux de trésorerie (*cash-flows*) remplissant quatre critères (être élevés, stables, récurrents et prévisibles) afin de permettre de faire face à un échéancier de remboursement comportant des amortissements réguliers. Si le remboursement de la dette dépend de la croissance, c'est que les créanciers ont pris un risque malsain, car la croissance peut n'être pas au rendez-vous.

En outre, c'est aux actionnaires qu'il revient de prendre des risques sur la croissance. La cible doit donc être très rentable, mais à faible croissance. La croissance exige en effet des dépenses d'investissement (*capital expenditures*, Capex) et génère un besoin en fonds de roulement pour répondre à l'augmentation des stocks et des comptes clients. Cela limite pour la holding les flux de trésorerie requis pour le remboursement de la dette. Il est donc nécessaire de choisir une cible opérant dans un secteur économique très stable et peu exposé aux risques majeurs suivants : la cyclicité économique, la rupture technologique, la variation du prix des matières premières et, risque qui n'est pas des moindres, la mondialisation (en d'autres termes, la concurrence des pays à faible coût de main-d'œuvre).

Les LBO, s'ils peuvent constituer de bonnes opérations quand ils répondent à des principes d'orthodoxie, sont aussi susceptibles de dérives. Je pense en particulier aux LBO en série : LBO secondaires, tertiaires, quaternaires... voire sénaires – je connais l'exemple d'une entreprise qui en est à son sixième LBO. Pour comprendre ce phénomène, il faut se pencher sur les stratégies de sortie dont disposent les investisseurs pour monétiser les plus-values. Les deux premières reposent sur l'introduction en Bourse et la recapitalisation, solutions présentant les inconvénients de ne permettre que des sorties partielles et d'exposer l'investisseur à la cyclicité, ainsi qu'à la bonne tenue, de la Bourse et des marchés de la dette. La troisième stratégie est la cession industrielle, qui devrait être le débouché le plus naturel. La quatrième est la cession financière à un autre fonds de *private equity*, autrement dit à un autre fonds de LBO, ce qui permet une sortie plus rapide et surtout totale.

Le problème est que la pression concurrentielle s'exerce non seulement à l'entrée, mais aussi à la sortie. Quand il y a trop d'argent face à des cibles insuffisantes, le prix d'entrée augmente et les LBO commencent à s'écarter de l'orthodoxie. Pour la sortie, il faut avoir à l'esprit que les gérants de fonds de LBO lèvent leurs futurs fonds en se fondant sur le taux de rentabilité interne (TRI) de leurs dernières opérations. Cette contrainte révèle la faiblesse inhérente au mécanisme financier du TRI : le réinvestissement à taux identique n'étant pas soutenable sur une longue période, les investisseurs sont conduits à sortir rapidement. Pour qu'un fonds double sa mise initiale, le TRI doit être de 15 % par an pour une sortie au bout de cinq ans, de 26 % à trois ans et de 41 % à deux ans. Autrement dit, quand le fonds a surpayé à l'entrée, il doit sortir de plus en plus vite pour fabriquer des TRI élevés : c'est ce qu'on appelle l'*asset flipping*.

Les LBO en série se sont donc imposés comme la solution de facilité et qu'ils aient pris le pas sur les cessions industrielles est symptomatique. Je prends un exemple fictif pour faire comprendre la perversité de ces mécanismes : un fonds A revend deux ans plus tard au fonds B, qui revend dix-huit mois plus tard au fonds C, qui revend l'année suivante au fonds A ! L'échange de bons procédés à des prix de convenance guette, à l'instar de l'endogamie endémique observée chez les marchands de biens parisiens au début des années quatre-vingt-dix. Pour ne rien gâcher, ces LBO en série s'accompagnent de « coûts de frottement » transactionnels : les commissions prises par le fonds augmentent pour faire vivre tout un aréopage de conseils, qui ne sont évidemment pas les payeurs. Se met donc en place un véritable écosystème qui exige, pour payer tous les gens ayant pris part au montage des opérations, de sabrer toujours plus dans les dépenses des sociétés-cibles. C'est ainsi que les fonds se livrant aux LBO en série se transforment chroniquement en *cost killers*. Leurs équipes dirigeantes se font exécutrices de basses œuvres en supprimant des emplois, incitées qu'elles sont par les *management packages*, devenus pour certains parfaitement indécents. Une catégorie est grassement payée pour dégraisser une autre, qui n'a rien d'un mammoth.

Les rachats en série sont devenus la colonne vertébrale du marché des sorties de LBO : en Europe, leur part se maintient bien au-delà de la moitié des opérations de LBO, ce qui est colossal.

Je termine en précisant que, dans le cadre des LBO en série, les commissions versées au titre du montage à tout l'aréopage s'élèvent à 2 %, voire 2,5 % de la valeur de l'entreprise-cible et que s'y ajoutent des commissions équivalentes au titre du financement de la dette par LBO.

La société que j'évoquais, qui en est à son sixième LBO, est Cerba Healthcare, propriétaire des laboratoires biologiques bien connus sous le nom de Cerballiance. Pour le cinquième LBO, la valorisation était de 1,8 Md€; quatre ans plus tard, en 2021, le sixième s'est fait sur une valorisation à 4,5 Md€. Ces chiffres laissent deviner l'ampleur des coûts de friction successifs, autrement dit les sommes dégagées pour rémunérer les différents conseils, les audits, les fiscalistes, les cabinets stratégiques. Elles représentent environ 3 % de la valeur moyenne, qu'on peut estimer à 2 Md€. Si l'on multiplie par six, cela fait 18 %, disons 15 % en arrondissant à la baisse, soit 300 millions d'euros (M€) au total. Autrement dit, au terme des six LBO, 300 M€ ont dû être secrétés par l'activité de l'entreprise, ce qui est colossal.

M. Didier Testot, directeur du média La Bourse et la Vie TV. Je souhaiterais évoquer la mésaventure qu'ont connue de nombreuses entreprises françaises, notamment des PME, à la Bourse de Paris. Cet épisode a eu des conséquences pour certaines collectivités territoriales confrontées à des fonds d'investissement. En juin 2024, j'ai publié, sur le site que

je dirige, un documentaire exclusif, intitulé « Les dessous de la faillite de Pharmasimple », qui mettait en lumière les agissements d'un fonds situé aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Dubaï et au Luxembourg. Pharmasimple était une société cotée à la Bourse de Paris, dirigée par monsieur Michael Willems, qui a déposé plusieurs plaintes en France et en Belgique contre le fonds Alpha Blue Ocean (ABO). Depuis, rien n'a arrêté cette équipe de financiers, laquelle compte dans ses rangs un ancien joueur de poker, qui, au moment où nous parlons, est peut-être devant sa piscine aux Bahamas ou à Dubaï. La commission d'enquête pourrait interroger Michael Willems, lanceur d'alerte qui a recueilli le plus d'informations sur cette prédation de nos entreprises tricolores.

Vous connaissez certains dossiers comme ceux de la Fonderie de Bretagne et des Forges de Tarbes, entreprises financées par l'officine Europlasma, dont les agissements ont été mis en lumière par la presse régionale ou nationale. Le dernier cas à avoir fait l'actualité est la reprise de Brandt par Metavisio, financée par la même équipe. Je suis la Bourse de Paris depuis trente-sept ans, j'ai été porte-parole de la commission des opérations de Bourse (COB), ancien gendarme de la Bourse – un poste qui m'a permis d'être témoin de nombreuses escroqueries – et je puis vous assurer que le scandale financier de ces dernières années est majeur : les États-Unis ont eu Bernard Madoff et la France a des officines, situées dans les beaux quartiers de Paris, notamment le VIII^e arrondissement, qui ont développé une stratégie, une sorte de martingale consistant à identifier, depuis Dubaï, les Bahamas, les îles Caïmans ou le Luxembourg, des entreprises cotées en Bourse en proie à des difficultés financières. Elles leur proposent des solutions séduisantes sur le papier, mais qui les ont toutes conduites à sombrer, si bien qu'elles sont devenues des sociétés zombies, parfois dirigées par des hommes de paille. Presque soixante entreprises françaises sont concernées ! La Bourse de Paris n'est pas plus sûre que les casinos de Macao. Des entreprises de *biotech* ont été ciblées, car elles ont besoin de financements importants et réguliers.

Personne, dans le milieu de la Bourse de Paris (banquiers, *brokers* ou acteurs des sociétés de gestion), ne peut ignorer ce qui s'est passé, compte tenu du nombre d'entreprises concernées. Parmi elles, certaines ont fait faillite comme Pharnext. Les actionnaires du groupe Auplata, qui exploite des mines d'or en Guyane, ont été spoliés par des investisseurs, dont Europlasma. On trouve également une société, Global Energie, qui travaillait sur le carburant durable d'aviation (CDA), ou Haffner Energy, qui évolue dans l'hydrogène. Il s'agit d'un vrai cataclysme pour la Bourse de Paris. Pourtant, lorsque l'on consulte les sites des fonds, on y lit des interviews très positives de leurs dirigeants. Ces derniers affirment être indispensables aux entreprises, lesquelles ne trouveraient pas à se financer sans eux.

Les produits financiers utilisés sont des obligations convertibles en actions avec bons de souscription d'actions (Ocabsa) : ils combinent des obligations convertibles en actions en moins de trois ans et des bons de souscription d'actions, émis par les sociétés. Ils sont présentés comme un substitut au financement bancaire adapté aux besoins des sociétés, un moyen idéal pour que les projets entrepreneuriaux risqués parviennent à lever du capital. Ils existent depuis près de vingt ans aux États-Unis – comme toujours, ce type d'instrument arrive plus tard en Europe.

Dans un fonctionnement normal, quand le créancier sérieux d'une entreprise propose une solution de cette nature, il attend que la société puisse percevoir un retour sur ses investissements (développement de nouvelles productions ou de moyens permettant d'honorer des commandes) avant de se faire rembourser. Dans le système construit depuis ces lieux exotiques, les fonds ciblent des entreprises et leur proposent des Ocabsa en présentant le financement comme non remboursable par la société : ce sont les actionnaires de ces

entreprises, cotées à la Bourse de Paris, qui assument *in fine* le remboursement par la dilution des cours de Bourse. Ce schéma n'a pas concerné une seule entreprise, mais toutes celles qui ont été citées. Malgré une communication financière positive, qui met par exemple en avant des projets de développement, leurs cours de Bourse se sont systématiquement effondrés. Il s'agit donc, ni plus ni moins, pour mener ces opérations à bien, que de faire la chasse aux entreprises en difficulté et à leurs dirigeants.

Dans le dossier de la reprise de Brandt, la société Metavisio, qui a fait appel à ABO, a vu son cours de Bourse plonger de 97 % en un an : au fur et à mesure de cette dilution, la société a perdu l'intégralité de sa valeur, alors qu'elle était présentée comme candidate à la reprise du site industriel de Brandt et à la relance de son activité. Il apparaît clairement qu'elle ne représente pas une option viable.

On peut se demander comment de telles opérations peuvent avoir lieu à la Bourse de Paris, marché reconnu et régulé, qui a une histoire et où sont cotés de grands groupes du CAC40 et des PME ayant réussi leur développement. Il faut reconnaître que la présentation des fonds est bien faite, comme l'est le démarchage des dirigeants d'entreprise lors d'événements parisiens. Des acteurs du monde de l'entreprise m'ont parfois signalé la présence de dirigeants de ces fonds à des manifestations qu'ils sponsorisaient pour rencontrer des PME françaises : leur démarchage peut se révéler très agressif. Si vous suivez l'actualité américaine, vous avez forcément entendu parler des fichiers Epstein, dans lesquels il apparaît que de grands dirigeants n'ont pas pu résister à l'« Île de la tentation ». En France, depuis plusieurs années, des méthodes de séduction sont déployées en direction de dirigeants d'entreprise : un témoin a évoqué des invitations régulières aux Bahamas, des frais payés, des billets d'avion en première classe ou en jet privé offerts, etc. Tout est bon pour instaurer un climat de confiance avec le dirigeant, afin de faciliter les affaires. Des articles dans la presse ont également été achetés, car ces fonds ont les moyens de telles pratiques.

Pour Pharmasimple, un financement de 200 M€ avait été annoncé à la Bourse de Paris et aux actionnaires, mais il n'a jamais vu le jour. Des actionnaires individuels et des dirigeants d'entreprise peuvent se réjouir à la lecture de communiqués, de présentations marketing ou de discours des dirigeants de ces entités, alors que tout n'est qu'illusion. Les fonds réussissent à signer des contrats de financement de grande ampleur, ils dégagent des revenus immédiats grâce à leurs cabinets d'avocats, puis le cours de Bourse se dilue et certains actionnaires perdent beaucoup d'argent. Dans des cas comme celui de Metavisio, le nombre d'actions en circulation peut être multiplié par cent, mille, dix milles ou cent milles, si bien que l'action perd toute valeur. Le contrat démarre immédiatement, les titres sont vendus et la dilution s'enclenche : cela s'est produit pour Metavisio, comme pour l'ensemble des soixante sociétés concernées. Le fonds se présente comme le financeur, donc comme le sauveur des entreprises françaises, alors qu'il a récupéré de l'argent et ruiné les actionnaires ; les dirigeants des entreprises sont remplacés, comme on l'a vu régulièrement avec Europlasma.

Dans le secteur de la *biotech*, une société a plus d'actions que le groupe Air Liquide, dont le chiffre d'affaires est de plusieurs milliards d'euros : elle vaut aujourd'hui 560 euros, alors que des milliards d'actions sont en circulation.

On peut se poser la question du rôle des autorités financières, puisqu'une seule sanction a été prononcée à ce jour, dans le dossier Auplata. Or le détournement d'un mécanisme légal, celui des Ocabsa, s'apparente à un abus de bien social et à une escroquerie : c'est comme si je vous prêtais cinquante mille euros, monsieur le président, mais avec votre

propre argent... Face aux manipulations de marché, le parquet national financier (PNF) a reçu une plainte au pénal en 2024 : nous sommes en 2026 et aucun juge n'a été saisi de ce dossier.

C'est l'argent des épargnants français dont il s'agit ; ce ne sont pas des milliardaires, ce sont des gens qui travaillent et qui décident d'épargner pour leur famille et leurs enfants. L'un d'eux a perdu 320 000 euros et n'a aucun espoir, sauf celui de la justice, de récupérer cette somme. Les fonds n'ont jamais eu l'argent : le petit actionnaire est assuré de perdre ses économies.

Les mécanismes existants ont été détournés au profit de ces officines exotiques et l'argent des actionnaires des entreprises a été capté : il ne s'agit pas d'une pratique légale, mais du détournement d'un instrument légal. L'Autorité des marchés financiers (AMF) a pu croire, dans un premier temps, que ces officines possédaient les fonds suffisants pour tenir les promesses faites aux entreprises. Mais quelqu'un de sensé pourrait-il expliquer pourquoi ces entreprises ne valent plus rien ? En outre, l'activité de la Fonderie de Bretagne et des Forges de Tarbes touche à la défense nationale, ce qui rend le laisser faire inacceptable.

Je pense à tous ces patrons de PME qui se battent tous les jours pour leur entreprise, malgré les contraintes que nous connaissons en France. Ceux qui ont agi sur les soixante entreprises ne représentent pas un pays, ils sont membres d'une équipe de quelques personnes : des jeunes, âgés d'environ trente-cinq ans, très intelligents, sont capables de ruiner des milliers d'actionnaires, de détruire des entreprises et des emplois, au vu et au su de tout le monde, avec des fonds dont on ignore la provenance et depuis les Bahamas pour le climat, les Caïmans et le Luxembourg pour les sociétés-écrans et Dubaï pour la couverture.

Je crois encore en l'intelligence collective : la Bourse, c'est la vie des entreprises, lesquelles sont des aventures humaines. Nous avons besoin, au sein de nos régions, de PME et d'entreprises de taille intermédiaire (ETI) qui créent de l'emploi. Cette semaine, l'un des fondateurs de fonds a partagé une photo sur laquelle il se trouve devant sa piscine avec le président des Bahamas : je l'ai vue comme un bras d'honneur fait à notre pays. Jusqu'à présent, la France n'a pas été capable de réagir : l'AMF n'a prononcé qu'une seule sanction, Bercy et Tracfin n'ont fait aucun commentaire et le PNF regarde ailleurs. Or, si nous laissons nos entreprises et leurs actionnaires seuls face à ces fonds, qui continuent d'agir au moment où nous parlons, le financement de ces entreprises ne se fera plus à la Bourse de Paris : cette évolution est déjà en cours. L'un des dirigeants de cette équipe est interdit de sortie du territoire de Dubaï et sa carte d'identité a été confisquée. En France, ce scandale financier n'intéresse personne, sauf la presse.

Ces fonds ont de l'argent : ils ont essayé, sans y parvenir, d'interdire la vidéo publiée sur mon site, ils ont tenté d'intervenir auprès de la presse et ils ont récemment diffusé, sur certains sites complotistes, une vidéo bidon dans laquelle ils attaquent la presse française en l'accusant d'inventer des scandales financiers. Je n'ai jamais vu cela en trente-sept ans que je suis la Bourse ; pourtant, ça continue. L'équipe qui a sévi en France s'est également implantée en Espagne et dans d'autres pays, où elle agit sur les marchés financiers. Elle a toutefois été sanctionnée en Norvège par une autorité de régulation.

M. le président Emmanuel Mandon. Je comptais vous interroger – mais vous avez déjà apporté des éléments de réponse – sur la portée d'un article du *Financial Times* qui indiquait que de nombreux fonds spéculatifs s'intéressaient à des entreprises françaises : on disait ces dernières, actuellement sous le contrôle de fonds de capital-investissement,

fortement endettées (I. Johnston, “Hedge funds circle distressed French private equity-owned companies”, 9 juin 2025).

M. Didier Testot. Dans l’affaire dont je vous ai parlé, les acteurs ne sont pas des fonds spéculatifs, mais des sociétés qui proposent de financer des entreprises sans avoir l’argent qu’elles prétendent posséder. Il s’agit, à ce titre, d’un détournement, réalisé au détriment de soixante entreprises selon un schéma similaire. Si une banque classique faisait cela, elle serait attaquée au pénal.

Dans le dossier Europlasma, que connaît notamment le député Aurélien Saintoul, rien n’a été produit jusqu’à présent. À chaque fois, le processus est le même : la communication officielle reste positive et présente des projets, mais les actionnaires finissent ruinés. Cette situation mine la confiance, alors que l’économie a besoin que les Français investissent leur épargne en Bourse pour être financée. Le capital-investissement a pris une place importante, notamment parce que les gens ont peur de la Bourse et lui préfèrent même parfois les cryptomonnaies. C’est un problème, car les PME attendent cet argent pour se développer et devenir des ETI, par exemple.

M. le président Emmanuel Mandon. Monsieur Nijdam, vous avez décrit le mouvement de régulation du secteur bancaire qui a suivi la crise des *subprimes*. Faut-il envisager d’encadrer plus strictement l’activité des fonds, qu’il s’agisse de fonds de capital-investissement ou de fonds spéculatifs investissant sur les marchés financiers ?

M. Christophe Nijdam. Ce qu’a évoqué monsieur Testot concerne un instrument particulier et toxique, utilisé par des escrocs : les Ocabsa. Il ne faut pas les confondre avec les LBO, ni les assimiler à l’ensemble des fonds de capital-investissement. Monsieur Testot nous a décrit un véritable scandale, mais il a trait à une activité particulière : il ne faut pas tout mettre dans le même sac.

Cela fait une quinzaine d’années que je suis, en tant qu’acteur ou observateur, la régulation financière déployée à la suite de la grande crise des années 2007 et 2008 : j’ai d’abord été analyste bancaire, puis j’ai dirigé l’ONG Finance Watch, dont la devise est de « mettre la finance au service de la société », et je suis actuellement membre du collègue consultatif de l’ABE.

J’attire l’attention sur le fait que je n’ai jamais vu, en quinze ans, un élan politique aussi puissant en faveur de la dérégulation : l’élection du président Trump et le *Brexit* ont été des facteurs importants en la matière. Sous couvert de « simplification », de « dérégulation », de « compétitivité des banques », de « proportionnalité des régulations » et autres expressions à la mode, nous sommes en train de déréguler. Si l’histoire ne se répète jamais à l’identique, les répliques sont néanmoins toujours pires : en ayant cet enseignement à l’esprit, il ne faut pas oublier que la crise des *subprimes* est liée à une dérégulation américaine... En effet, il avait été mis fin à la séparation entre banques d’affaires et banques de dépôt (la loi Gramm-Leach-Bliley a remplacé, en 1999, la législation Glass-Steagall, qui avait pourtant fait la preuve de son efficacité en soixante-six ans d’existence) et, deux ans avant la crise, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), c’est-à-dire l’AMF américaine, avait relâché le ratio de levier, ratio-clé pour les banques d’affaires. Cette politique a conduit à la crise des *subprimes*.

J’ai aimé être banquier ; mais il y a trop d’argent dans ce secteur et l’argent rend fou. Cette réalité explique également la survenue de la crise des *subprimes*. Dans le contexte de la

financiarisation intervenue depuis une quarantaine d'années, l'éthique et la morale sont parties à vau-l'eau : il y a des exemples comme ceux qu'a cités monsieur Testot, mais il y a aussi la crise de moralité qui a conduit à celle des *subprimes*.

La dérégulation actuelle obéit à de mauvais desseins. Dans les réponses que je vous transmettrai par écrit, j'élaborerai davantage les mesures qu'il conviendrait de prendre. La dette par LBO engendre des frais financiers, qui sont déductibles fiscalement, ce qui signifie que c'est l'État qui subventionne ces rachats ; or l'État, c'est nous, les contribuables. Un mécanisme de limitation des frais financiers attachés aux LBO a, certes, été déployé, mais il y aurait lieu d'aller plus loin. Cela me choque qu'il y ait des « trous fiscaux » comme la déductibilité des frais financiers, alors que l'on cherche partout des recettes budgétaires. De même, la fiscalité applicable à l'outil d'intéressement au capital des cadres et des dirigeants (*management package*) vient d'être assouplie, par le projet de loi de finances pour 2026, pour les dirigeants de LBO réinvestissant dans un nouveau LBO. J'espère que vous avez compris que le LBO supplémentaire affaiblirait encore l'entreprise du fait du nombre élevé d'intervenants : je ne comprends donc pas le relâchement de la fiscalité attachée à cet outil d'intéressement des cadres et des dirigeants.

Le « régime Arthuis » de 2008 sur l'intéressement aux plus-values (*carried interest*) des gérants de fonds de LBO prévoit une fiscalisation de ces revenus calquée sur la *flat tax*, alors qu'il s'agit de bonus, qui devraient être soumis au taux marginal de l'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP).

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous remercie pour vos témoignages extrêmement précieux, car assis sur une connaissance interne et fine du monde de la finance.

Il me semble qu'il n'y a eu aucune mission parlementaire sur les fonds d'investissement et les potentielles conséquences négatives de leur action : cette commission d'enquête défriche donc un domaine qui n'avait jamais été étudié à l'Assemblée nationale.

Comme vous le dites, si tous les LBO ne sont pas mauvais, certains d'entre eux causent néanmoins des dégâts importants. Notre cible est la prédation des entreprises françaises par deux des quatre moyens que vous avez présentés : celui du LBO, pendant la phase de maturité, et celui des fonds de retournement, pendant la phase de déclin. J'ajoute désormais les Ocabsa, dans lesquelles on trouve des fonds de capital-investissement comme ABO. Nous nous intéressons à Mutares, qui pratique le retournement d'entreprises, à ABO, qui utilise les Ocabsa, et à BC Partners, qui vient d'accaparer Biogaran par le biais d'un LBO – du moins, le semble-t-il. Ces opérations de prédation ont des conséquences négatives sur l'emploi et la pérennité des entreprises.

Monsieur Testot, votre description est édifiante. Pourriez-vous revenir en détail sur le « scandale financier », pour reprendre vos propres termes, des Ocabsa ? De petits épargnants français investissent un peu de l'argent qu'ils ont mis de côté et se retrouvent totalement floués. Ces pratiques plongent les entreprises dans de grandes difficultés – voilà pourquoi ces opérations entrent dans le champ de notre commission d'enquête. Quels fonds, outre ABO, adoptent ce type de comportement ? Vous avez cité Metavisio et ce cas nous intéresse, car Brandt rencontre de graves problèmes. Depuis quand observez-vous ce phénomène ? Pourriez-vous nous décrire précisément ce qui s'est passé entre Metavisio et Brandt, ainsi qu'entre ABO et Europlasma ? Nous cherchons à comprendre les étapes de la prédation.

M. Didier Testot. Le phénomène que j'ai décrit existe depuis 2017 – je pense en particulier à Auplata. Quant aux fonds qui ont recours à ces méthodes, ils sont plusieurs. Je pourrais citer notamment le fonds Negma, qui a fait l'objet d'une enquête du parquet de Milan, ou Park Partners. Mais Alpha Blue Ocean se distingue par le nombre d'entreprises qu'il a « tuées » en Bourse, la dernière en date étant Europlasma.

Lorsqu'un de ces fonds arrive dans une région, il apparaît comme le sauveur. Sans les enquêtes de la presse, les élus locaux ne seraient pas informés de leurs agissements. Or aucun de ces fonds n'a sauvé une entreprise. Le groupe Metavisio, par exemple, est trop endetté pour sauver Thomson. Je pourrais citer le cas d'une société non cotée du Nord de la France, spécialisée dans la *deeptech* du secteur de la santé, qui avait trouvé des investisseurs chinois. Le ministère des finances s'est opposé à l'opération au motif que cette entreprise détenait une technologie de rupture et devait donc faire appel à des investisseurs français, mais il n'a rien fait pour l'y aider... de sorte qu'elle s'est trouvée dans une situation de plus en plus difficile. Ses actifs ont finalement été repris par Neovacs, qui compte parmi ses actionnaires une société financée par Alpha Blue Ocean. Pourquoi le ministère laisse-t-il faire cela ?

On peut d'ailleurs se demander si ces fonds, qui opèrent depuis les Bahamas ou Dubaï en se cachant derrière des sociétés-écrans, peuvent légalement exercer en France la profession de prestataire de services en investissement. La Cour de cassation a rendu, dans l'affaire Biophytis, un arrêt de principe à ce sujet et les actionnaires attendent avec intérêt le jugement de la cour d'appel devant laquelle l'affaire a été renvoyée. En attendant, ces fonds continuent d'agir – je pense notamment à Metavisio et à Haffner Energy, dont les cours de Bourse sont proches de zéro. Si leurs interventions étaient efficaces, ils seraient rejoints par des acteurs de la Bourse français, soumis à la régulation de l'Autorité des marchés financiers. Or aucun d'entre eux ne participe à ces dossiers, car ils savent pertinemment qu'ils n'en sortiraient pas.

Beaucoup d'actionnaires ont pensé, à tort, pouvoir se refaire. Prenons le cas d'une société dont le titre est à 7 euros. Une fois que le fonds vend les actions, il baisse à 4 euros. À ce moment-là, les actionnaires, éventuellement séduits par une opération de communication évoquant des projets de développement, remettent de l'argent. C'est alors qu'intervient une seconde vente qui est, cette fois-ci, mortelle : le cours tend vers zéro. Puisque ces actions ne valent plus rien, il arrive que certains s'amuse, avec cent euros, à faire du *trading* au jour le jour. Mais la société est morte, même si elle continue d'exister officiellement – à moins qu'elle n'ait fait faillite, comme Global Bioenergies ou Pharnext.

Les actionnaires d'Europlasma ainsi que les élus évoquent les promesses qui leur ont été faites, notamment de débouchés dans le secteur de la défense. Mais le dirigeant qui devait développer cette activité est parti ! Comment se fait-il que l'on ne soit pas capable d'intervenir, d'une manière ou d'une autre – je pense notamment à l'Autorité des marchés financiers ? Pour les soixante sociétés que j'ai évoquées, la même méthode a été employée et les manipulations et abus de bien social ont été évidents.

L'enjeu est important, car ce type de pratiques affecte la confiance des actionnaires, à un moment où il est nécessaire d'investir dans les PME pour qu'elles créent de l'emploi en région. Ils craignent l'arrivée de ces fonds si la situation se dégrade. De fait, ces derniers continuent à démarcher des dirigeants d'entreprises cotées, pour lesquelles il est difficile, dans le contexte de crise financière actuel, de lever des fonds. Il faut donc mettre fin à ces pratiques et il ne s'agit même pas de régulation. Un type se prélassa au bord de sa piscine aux

Bahamas, alors qu'il a ruiné soixante entreprises et leurs actionnaires ! L'un de ceux d'Auplata a vu sa mise divisée par 370 : il a tout perdu.

Lorsqu'elles ne sont pas utilisées pour accompagner une PME, les Ocabsa sortent du cadre légal. Aucune des sociétés que j'ai évoquées ne s'est relevée de l'intervention de ce type d'investisseurs.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Monsieur Nijdam a évoqué les LBO réalisés par des fonds d'investissement français. Pouvez-vous nous parler de l'action des fonds étrangers ? Qu'en est-il, pour ces derniers, de la déductibilité des frais financiers, que vous estimez nécessaire de remettre en cause ? Je pense, par exemple, à la holding de BC Partners qui a mis la main sur Biogaran.

Pouvez-vous décrire précisément un exemple de LBO, afin que l'on comprenne la manière dont les fonds utilisent des mécanismes non vertueux ?

Que pensez-vous de l'autorisation donnée par le Gouvernement, d'une part, à la vente de Biogaran au fonds britannique BC Partners – une opération qui, apparemment, ne correspond pas aux critères classiques du LBO tels que vous les avez présentés, puisque le secteur des médicaments génériques n'est pas rentable – et, d'autre part, à la vente par Tikehau de LMB Aerospace à la société américaine Loar Group ?

M. Christophe Nijdam. Je n'ai pas d'avis sur la vente de LMB Aerospace. Quant à celle de Biogaran, je ne connais pas suffisamment le dossier pour m'exprimer à ce sujet.

Pour répondre à votre première question, je veux dissiper tout malentendu : les 16 Md€ investis par les investisseurs institutionnels français le sont dans des fonds de LBO qui peuvent être français (comme Ardian) ou étrangers (comme EQT ou BC Partners).

À titre d'exemple de LBO problématique, je citerai Cerba HealthCare. Le cinquième LBO dont cette entreprise a fait l'objet a été réalisé en 2017 par un fonds français (PAI Partners), lequel l'a vendue pour 1,8 Md€ à deux fonds de LBO étrangers (l'un suisse, l'autre canadien). Quatre ans plus tard, en 2021, ces derniers ont vendu la société (sixième LBO) pour 4,5 Md€ à un fonds suédois (EQT AB). Ces fonds non français ne se comportent peut-être pas de manière répréhensible, mais ils n'ont pas d'intérêt direct (*vested interest*) dans l'avenir d'une entreprise française. Ils sont là pour faire du rendement, alors qu'un fonds français qui intervient en France se comportera, peut-être, avec un peu plus de décence.

Pour en revenir à Cerba Healthcare, on a appris, dans un article du 5 décembre 2025 du *Financial Times*, qu'à l'issue de ces six LBO, la dette de l'entreprise atteignait 4 Md€, sa dette LBO obligataire se traitant sur le marché à un prix de 13 centimes d'euros, soit une perte latente de 87 % pour les obligataires. Par ailleurs, l'agence de notation Standard & Poor's a estimé, en 2022, que la décote sur ses créances bancaires, mieux sécurisées que la dette obligataire, était de 45 %. Cela me permet de revenir sur les comportements malsains qui ont cours, notamment dans le secteur bancaire. L'un d'entre eux consiste à « faire semblant et prolonger » (*pretend-and-extend*) : dans certains dossiers de LBO « plombés », les banques acceptent un rééchelonnement pour ne pas avoir à faire face à des pertes qui seraient significatives.

J'ajoute qu'il est mentionné, dans le même article du *Financial Times*, que, selon une étude de HEC, le nombre des LBO intervenus depuis 2015 est de 4 675 en France, 2 786 en Allemagne et 1 749 en Italie.

S'agissant de Cerba Healthcare, il faut savoir que la législation française interdit aux actionnaires d'un laboratoire d'analyses biologiques qui ne sont pas eux-mêmes biologistes de détenir plus de 25 % de l'entreprise. Un fonds de capital-investissement ne peut donc pas être actionnaire à 100 % d'une telle société – je connais le dossier pour avoir été consulté, sur ce point, en 2018. Or, pour pouvoir rembourser la dette LBO de Cerba Healthcare (dette qui ne sera pas remboursée, même si l'on n'en parle pas en France), il faut contrôler 100 % des *cash-flows* : certains ont donc cherché et trouvé un moyen de contourner la loi.

Je souhaiterais, pour conclure, évoquer rapidement le cas d'un *hedge fund* qui me tient à cœur, car j'en ai été, au cours de ma carrière, le représentant financier à New York : je veux parler du Crédit commercial de France (CCF). Celui-ci a été racheté, début 2024, par un *hedge fund* nommé Cerberus Capital Management. Habituellement, lorsqu'une entreprise en rachète une autre, elle paie le montant de cet achat au cédant. Or, en l'espèce, c'est ce dernier, la banque HSBC, qui a fait un chèque de 2,5 Md€ à l'acquéreur...

Je ne comprends toujours pas, à ce jour, comment l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, qui doit donner son accord lorsqu'un nouvel actionnaire acquiert plus de 20 % du capital d'une société, a pu autoriser cette opération. De fait, elle doit auparavant s'assurer, premièrement, de la réputation du nouvel actionnaire, deuxièmement, qu'il a les moyens de recapitaliser la banque au cas où celle-ci rencontrerait un problème de solvabilité. Or un *hedge fund* (qui plus est, l'un des plus brutaux d'entre eux, comme son nom l'indique) est, par nature, très endetté. Au demeurant (et cela ne laisse pas de m'étonner), on peut se demander si un *hedge fund* qui a reçu un chèque de 2,5 Md€ du vendeur est incité à recapitaliser la banque en cas de difficulté. Je crois que l'incitation est inverse : dans ce cas, il n'a peut-être pas intérêt à s'assurer que ces 2,5 Md€ sont vraiment dépensés.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Pourquoi la France est-elle autant attaquée ? On a senti que vous tourniez un peu autour du sujet.

Pourquoi l'Autorité bancaire européenne ne peut-elle pas réguler les comportements des fonds de LBO, qui sont connus et presque prévisibles ?

Enfin, monsieur Testot, je n'ai pas compris comment la valeur de la mine d'or dont vous avez parlé avait pu chuter à ce point, car l'or a bien une valeur en soi.

M. Didier Testot. Les actions que le particulier dont je vous ai parlé avait achetées 55 centimes en 2019 ne valaient plus, en 2024, juste avant la suspension de leur cotation, que 0,0015 centime, soit une division par 370... alors que, pendant la même période, le cours de l'or quadruplait et que l'usine battait des records de production. Les mécanismes de dilution que j'ai évoqués l'ont privé des dividendes que l'évolution du cours de l'or aurait dû lui permettre de percevoir. Quant à l'or produit par la société, il bénéficie aux quelques personnes qui ont récupéré cet actif.

M. Christophe Nijdam. J'ignore pourquoi la France est une cible particulière des LBO. Historiquement, le capital-investissement est assez important en France et quelques grands fonds, comme Ardian, ont des équipes de qualité, mais on a vu que des fonds étrangers intervenaient également, comme c'est le cas pour Biogaran. Le fait que des étrangers

investissent en France n'est pas une mauvaise chose, mais encore faudrait-il que ce ne soit pas dans le cadre de LBO en série.

L'Autorité bancaire européenne, dont je suis membre du collège consultatif et non salarié, n'est chargée que de la réglementation de niveau 2, laquelle décline, à l'instar des décrets d'application, la réglementation de niveau 1 (directives). Pour les cent plus grandes banques européennes, dites « systémiques », qui sont sous sa supervision directe, la Banque centrale européenne (BCE) a édicté une règle qui n'est cependant pas coercitive : elle exige de la banque au bilan de laquelle figure un LBO dont le montant de la dette dépasse six fois le bénéficiaire avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (*Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*, Ebitda), c'est-à-dire l'excédent brut d'exploitation, qu'elle assure un suivi particulièrement sérieux et régulier. Mais il n'existe pas d'interdiction en tant que telle.

Peut-être pourrait-on limiter la dette à un multiple, par exemple six fois l'Ebitda, Car il est gênant que l'État subventionne les LBO à répétition par l'intermédiaire de la déductibilité des frais financiers. Est-ce son rôle de contribuer à la lucrativité du *carried interest* ou des *management packages* de certains fonds de LBO ? Il y a vingt ou trente ans, pour gagner de l'argent dans la finance, il fallait être *trader* en produits dérivés ; de nos jours, il faut intégrer un fonds de *private equity*.

Se pose également le problème de ce que l'on appelle les *revolving doors*, c'est-à-dire le système qui permet à des fonctionnaires de la direction générale du Trésor de partir travailler dans un fonds de *private equity* où leur rémunération pourra doubler, tripler ou quadrupler. Ces gens-là n'ont peut-être pas envie de réguler à toute force un secteur dans lequel ils pourraient effectuer une partie de leur carrière...

M. le président Emmanuel Mandon. Souhaitez-vous ajouter une brève remarque en guise de conclusion ?

M. Didier Testot. Je vous remercie de m'avoir permis d'évoquer un scandale financier majeur qui est toujours en cours à la Bourse de Paris. Monsieur Michaël Willems, qui en est le témoin-clé, se bat toujours contre Alpha Blue Ocean à Dubaï, aux Bahamas ou devant le parquet national financier français. Hélas, rien ne bouge. Or il faut que les Français retrouvent confiance dans la Bourse de Paris, qui a permis de très belles réussites (je pense, par exemple, au groupe TF1, qui n'était au départ qu'une PME), si l'on veut qu'ils y investissent leur épargne. Bien entendu, un investissement peut être risqué. Mais, en l'espèce, il s'agit d'autre chose : soixante entreprises – et d'autres sont peut-être actuellement ciblées – ont été victimes d'une véritable prédation.

La question qui se pose est donc celle de savoir comment nous pouvons mettre fin à ce type de comportement. Si l'on n'y parvient pas, les dirigeants d'entreprise se détourneront de la Bourse de Paris au profit d'autres marchés, voire du capital-investissement. Dans la bataille qui se joue actuellement au niveau mondial, la valorisation de certaines sociétés américaines est telle qu'elles peuvent faire ce qu'elles veulent. Cette semaine, par exemple, Google a lancé un emprunt à cent ans de vingt milliards de dollars ! En Chine aussi, la bourse est très importante.

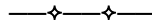
On parle beaucoup de souveraineté. Si les actionnaires des entreprises françaises sont étrangers, peu leur importera l'identité de ceux à qui elles seront vendues. En revanche, s'ils

sont français – je pense, par exemple, à l’actionnariat salarié des grands groupes du CAC40 –, ils ne réagiront pas de la même manière à l’arrivée d’un fonds.

M. Christophe Nijdam. J’ai évoqué les comportements malsains que sont les LBO en série ou la manière dont les banques s’efforcent de ne pas reconnaître certaines difficultés (“*pretend-and-extend*”), mais je n’ai pas eu le temps de mentionner les fonds de continuation. Certains fonds de LBO qui ne parviennent plus à céder leurs participations montent de nouveaux fonds auxquels ils les revendent, ce qui pose, à tout le moins, des problèmes de conflit d’intérêts et d’évaluation de ces portefeuilles. Or, dans un article du 30 décembre, le *Financial Times* indiquait qu’en 2025, ces fonds de continuation (qui permettent donc à un fonds de LBO de vendre ses participations à lui-même) ont représenté, au niveau mondial, environ 20 % des cessions de LBO, soit un peu plus de cent milliards de dollars.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour vos réponses, que vous pourrez compléter par écrit. N’hésitez pas à nous transmettre tout document qui vous paraîtrait utile aux travaux de notre commission d’enquête.

La séance s’achève à dix heures quarante.



Membres présents ou excusés

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

Réunion du jeudi 12 février 2026 à 9 heures.

Présents. – M. Emmanuel Mandon, Mme Élisabeth Martin, Mme Aurélie Trouvé.

Excusés. – Mme Émilie Bonnard.