

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 Mme Sophie Paturle, présidente, et M. Vincent  
Marinet, directeur général de France Invest ..... 2

Jeudi 12 février 2026

Séance de 10 heures 45

Compte rendu n° 11

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

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



*La séance est ouverte à dix heures cinquante.*

*Sous la présidence de M. Emmanuel Mandon, la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs a auditionné Mme Sophie Paturle, présidente, et M. Vincent Marinnet, directeur général de France Invest.*

**M. le président Emmanuel Mandon.** Mes chers collègues, je souhaite la bienvenue à Mme Sophie Paturle, présidente de France Invest, cofondatrice et *managing partner* de Demea Sustainable Investment (anciennement Demeter IM), acteur majeur du capital-investissement pour la transition énergétique et écologique en France, ainsi qu'à M. Vincent Marinnet, directeur général de France Invest, qui a passé une quinzaine d'années à la direction générale du Trésor.

France Invest est l'association professionnelle des acteurs du capital-investissement, de la dette et de l'infrastructure. Selon les informations figurant dans son rapport d'activité pour 2024, elle représente plus de quatre cent soixante sociétés de gestion et deux cents sociétés de conseil.

Notre commission d'enquête a entamé ses travaux il y a plusieurs semaines. Nous avons déjà entendu des acteurs institutionnels du contrôle et de la régulation, des organisations syndicales et patronales, des économistes et des journalistes spécialisés. Dans les prochaines semaines, nous organiserons des auditions individuelles de fonds d'investissement et de salariés d'entreprises rachetées.

Je souhaiterais vous soumettre le premier constat auquel nous sommes parvenus : celui de l'opacité qui caractérise, aux yeux de l'opinion, un écosystème de fonds d'investissement dont on a du mal à déterminer exactement les diverses catégories et le mode de fonctionnement. Or notre commission cherche précisément à comprendre les ressorts profonds et les conséquences réelles de l'action de ces fonds sur l'économie et la souveraineté de notre pays. Située au cœur du non coté, France Invest me paraît détenir une bonne part des clés d'une information correcte.

Notre commission attend donc vos analyses sur un certain nombre de sujets. Quel regard portez-vous sur le rôle et l'impact de ces fonds sur la vie économique de nos entreprises, qu'il s'agisse de stratégie, de gouvernance, d'investissement ou d'emploi ? L'environnement faiblement régulé dans lequel ils évoluent est-il de nature à favoriser des comportements prédateurs et des opérations parfois destructrices d'emplois et de valeur ? La puissance publique doit-elle intervenir pour encadrer, limiter ou interdire de tels comportements ? En termes financiers, que représentent, par rapport à la valeur totale des fonds dont vous êtes les mandataires, les fonds d'investissement *evergreen* ? Plus largement, comment conciliez-vous, dans l'expression collective de France Invest, les orientations apparemment distinctes des fonds de dette et des fonds *evergreen*, catégories toutes deux présentes parmi vos adhérents ?

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.

*(Mme Sophie Paturle et M. Vincent Marinnet prêtent serment.)*

**Mme Sophie Paturle, présidente de France Invest.** Je vous remercie de donner à France Invest l'occasion de s'exprimer devant votre commission d'enquête. Je comprends que votre travail consiste à explorer les conditions de la sécurisation du financement des entreprises françaises, de la protection de notre tissu productif et, plus largement, de notre souveraineté économique. Je m'inscris pleinement dans cette démarche.

Depuis juin 2025, j'ai l'honneur de présider France Invest, association représentative du capital-investissement français et reconnue par l'Autorité des marchés financiers (AMF). Je suis une professionnelle du secteur depuis plus de trente ans. J'ai cofondé une société de gestion spécialisée dans le financement de la transition énergétique, de la transition écologique et de l'agroalimentaire : elle s'appelle désormais Demea, puisqu'elle est issue du rapprochement, en 2025, de Demeter et de Cerea.

Je suis donc ravie de m'exprimer devant vous, au titre de ma responsabilité institutionnelle, pour évoquer le rôle, le fonctionnement et les impacts du capital-investissement sur nos entreprises et notre économie.

Mon objectif est de faire passer un message clair : le capital-investissement n'est pas un acteur spéculatif. Il s'agit de financements très majoritairement en fonds propres, de long terme, patients, encadrés et indispensables à la croissance, à la compétitivité, à la transformation de nos entreprises et à la souveraineté économique de notre pays.

Nos petites et moyennes entreprises (PME) et nos entreprises de taille intermédiaire (ETI) ont des besoins d'investissement massifs et structurels. Pour maintenir et créer des emplois en France et en Europe, pour construire un *Mittelstand* français robuste, nos entreprises doivent investir et leurs besoins sont considérables. Le rapport Draghi sur la compétitivité européenne estime que l'Union européenne doit mobiliser de 750 à 800 milliards d'euros (Md€) supplémentaires par an pour financer les transitions numérique et environnementale, la réindustrialisation et notre souveraineté stratégique.

Ce rapport souligne un point essentiel : ces besoins ne pourront pas être couverts uniquement par l'argent public ou le financement bancaire. Le financement de l'économie repose donc sur l'intervention de plusieurs types d'acteurs complémentaires : les investisseurs en capital, sur les marchés cotés et non cotés, les investisseurs en dette, sur ces mêmes marchés, les banques et, bien sûr, l'État et ses institutions publiques financières, qui interviennent à la fois comme investisseurs en capital, prêteurs et dispensateurs de subventions.

Le capital-investissement s'inscrit pleinement dans cette complémentarité des financements. Il est vital pour l'économie, car il intervient là où le risque, l'horizon de temps et les besoins stratégiques des entreprises nécessitent du capital engagé en fonds propres sur la durée. Pour vous donner une idée de notre rôle dans le financement de l'économie, je précise que nos membres ont investi, en 2024, près de 37 Md€ en fonds propres dans des entreprises et des projets d'infrastructures. À titre de comparaison, les introductions en Bourse se sont élevées à 701 millions d'euros (M€) cette même année.

Le capital-investissement souffre pourtant d'*a priori* liés à une confusion entre des modèles très différents, regroupés sous le terme générique de « fonds ».

Là où les fonds spéculatifs interviennent principalement sur les marchés cotés, souvent avec des stratégies de court terme et des techniques de financement complexes permettant des gains lorsque les marchés montent ou baissent, le capital-investissement, que certains appellent « capital-patient », vise à accompagner des entreprises, PME et ETI, non cotées sur un temps long, en leur apportant des fonds propres et l'expertise d'investisseurs professionnels dans le but de construire une croissance robuste et de déployer, main dans la main avec les entrepreneurs, la stratégie de ces derniers.

Ces fonds réalisent une plus-value lors de la cession de leur participation, après avoir accompagné toute une phase de développement de l'entreprise et renforcé durablement sa valeur ; ils redistribuent ensuite le produit de cette vente à leurs souscripteurs.

Mon rôle, en tant que présidente de France Invest, est de représenter les investisseurs en capital-investissement. Fondée en 1984, l'association rassemble aujourd'hui plus de 470 sociétés de gestion, très majoritairement françaises, implantées dans l'ensemble du territoire. Contrairement à certaines idées reçues, notre écosystème n'est pas dominé par quelques grands acteurs internationaux. Nos membres comptent en moyenne moins de trente collaborateurs. La très grande majorité d'entre eux sont français et près d'une centaine ont leurs bureaux (ou des bureaux) en région.

Les sociétés de gestion, tenues d'adhérer à une association professionnelle afin d'obtenir un agrément AMF, exercent l'activité de gestion pour compte de tiers : en d'autres termes, elles ont pour objet de collecter des capitaux et de l'épargne auprès d'investisseurs, dans l'objectif de financer des entreprises ou des projets d'infrastructures. Ces investisseurs sont, pour la plupart, des acteurs institutionnels qui gèrent l'épargne du grand public – assureurs, assureurs-vie, banques, fonds d'épargne retraite, fonds de pension, institutions de prévoyance, institutions financières publiques, etc.

Depuis plus de quarante ans, France Invest poursuit plusieurs missions : l'accompagnement de la professionnalisation du secteur qui passe, par exemple, par la coconstruction et la diffusion de bonnes pratiques issues des retours d'expérience de nos membres ; la formation des professionnels du secteur ; la mutualisation des expertises, pour mener des réflexions sur le rôle de l'entreprise dans les transformations sociales, les pratiques de gouvernance et le partage de la valeur ; la production d'études, afin de mesurer l'impact économique et social du capital-investissement et d'en rendre compte ; un dialogue régulier avec les acteurs institutionnels et les entreprises.

J'insiste sur ce point : notre métier consiste à proposer aux entreprises un accompagnement de professionnels aguerris afin de répondre à leurs besoins réels sur le long terme. Grâce à un écosystème diversifié, l'un des premiers d'Europe, et à une offre de financement parmi les plus développées, notre secteur propose des solutions adaptées aux différentes étapes clés que connaît une entreprise au cours de son existence. Les sociétés de gestion interviennent ainsi à chaque étape de la vie d'une entreprise, de la start-up à l'ETI, de la création à la transmission, de l'innovation à la transformation, de la croissance à l'internationalisation, en lui apportant des capitaux engagés sur le long terme. Pour ce faire, elles disposent de plusieurs catégories de fonds.

Le capital-innovation, appelé *venture capital*, vise à financer à un stade précoce de leur développement des start-up et jeunes PME ayant un potentiel dans l'innovation et développant de nouvelles technologies. Ce segment concerne 41 % des entreprises accompagnées.

Le capital-développement vise, quant à lui, à accompagner l'accélération d'une entreprise lorsque celle-ci a trouvé son marché et doit changer d'échelle, c'est-à-dire investir, recruter et exporter. Le fonds de capital-développement permet de soutenir une croissance structurée et durable. Ce segment concerne 33 % des entreprises accompagnées.

Le capital-transmission a pour objet de financer des PME et ETI à un stade de développement avancé, lorsque les actionnaires souhaitent transmettre l'entreprise, souvent via des opérations combinant apports en capital et emprunts, c'est-à-dire sous forme de *Leveraged Buy-Out* (LBO). Ces opérations jouent un rôle essentiel pour la conservation d'entreprises indépendantes en France, en permettant leur transmission à de nouvelles équipes et leur maintien sur le territoire. Ce segment concerne 21 % des entreprises accompagnées.

Les fonds d'infrastructures visent à financer des projets d'infrastructure dans des domaines aussi divers que le numérique, les énergies renouvelables, la mobilité et la décarbonation de l'industrie. Là aussi, il s'agit d'investir en fonds propres et d'y associer de la dette, puisque ces projets reposent, par nature, sur un équilibre entre fonds propres et endettement pour trouver une rentabilité suffisante. Ce segment représente 6 % des entreprises accompagnées.

Les fonds dédiés aux situations complexes permettent d'apporter un financement spécifique aux entreprises en difficulté. Ce segment est très peu représenté dans notre profession, puisqu'il ne correspond qu'à 0,2 % des montants investis et moins de 0,5 % des entreprises accompagnées.

Vous avez également fait référence à la dette privée : sa vocation est de permettre aux entreprises de financer leur développement, en complément des ressources en fonds propres et des emprunts bancaires.

L'ensemble de ces fonds soutiennent la croissance et la transformation des entreprises, mais ils permettent également de financer des défis majeurs auxquels nous devons faire face, comme la transformation numérique et la transition énergétique et écologique.

Les membres de France Invest mobilisent donc ces différents outils pour accompagner 11 142 entreprises, dont 8 427 ont leur siège en France. Il s'agit principalement de petites structures, puisque 76 % d'entre elles sont des PME et 24 % des ETI. Elles bénéficient d'un financement de long terme, assorti d'un accompagnement stratégique des dirigeants. Le fonds partage avec l'entrepreneur le risque, s'implique dans la gouvernance et souscrit aux objectifs d'assurer une croissance durable et robuste de l'entreprise et de créer des emplois et de la valeur : cette relation de confiance nécessite donc bien plus que de l'argent.

Si un fonds est, en moyenne, présent entre cinq et sept ans au capital d'une entreprise, cette dernière est, en réalité, souvent accompagnée par l'écosystème pendant des dizaines d'années, puisque différents fonds se succèdent en fonction de ses besoins de transformation. À titre de comparaison, la durée moyenne de détention d'actions en Bourse est, en France, de l'ordre d'un an.

L'accompagnement peut également se traduire par un apport d'expertises complémentaires, un appui à la gouvernance, la mobilisation de réseaux ou la mise en relation avec des partenaires (avec des instituts de recherche, par exemple) dans le but de « booster » l'innovation.

Nous proposons également des dispositifs de formation au management et à de nouvelles compétences techniques, telles que l'implantation de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) ou l'intelligence artificielle générative.

Pour être réellement efficiente, la relation de confiance entre investisseurs et entrepreneurs nécessite un cadre strict et régulé. Celui-ci donne aux chefs d'entreprise, comme aux salariés, la garantie de bénéficier d'un accompagnement de qualité. Ainsi, l'activité de nos membres est supervisée par l'AMF, identifiée comme l'un des régulateurs, si ce n'est le régulateur le plus exigeant en Europe.

France Invest est également extrêmement vigilante quant au respect de la déontologie : c'est la raison pour laquelle nous avons établi un code de déontologie et mis en place, initiative inédite en Europe pour une association de capital-investissement, une commission dotée de pouvoirs de sanction. Cette dernière peut se réunir de sa propre initiative ou sur saisine de toute personne, membre de l'association ou non, dès lors qu'elle estime qu'un membre n'a pas respecté les principes déontologiques établis. J'ajoute que France Invest, dans le cadre de sa mission de professionnalisation du secteur, a rédigé différentes chartes telles que la charte d'engagement des investisseurs en faveur du développement humain, environnemental et économique, la charte d'engagement sur le partage de la valeur ou encore la charte sur la parité.

Le capital-investissement permet aux entreprises de trouver des partenaires investis et durables, au service de notre pays. Il constitue un maillon essentiel pour notre économie. D'une part, il assure notre souveraineté en finançant des secteurs clés comme l'industrie, le numérique, les énergies décarbonées, la défense, l'agriculture ou les technologies critiques. D'autre part, il participe à la création durable d'emplois et de richesses dans nos territoires. Ainsi, notre dernière étude montre que l'accompagnement des entreprises a permis la création nette de près de trois cent dix mille emplois entre 2019 et 2024, soit une augmentation moyenne de 4,4 % par an – c'est-à-dire supérieure à celles du secteur marchand français (+ 0,9 %) et des pays de l'OCDE (+ 0,8 %). Fin 2024, 2,5 millions de salariés étaient employés dans des entreprises dont nos membres sont actionnaires. Ces entreprises accompagnées ont généré 500 Md€ de chiffre d'affaires, soit 30 % du chiffre d'affaires cumulé des entreprises du CAC40. Au-delà des chiffres, il s'agit d'entreprises qui investissent, innovent, recrutent, exportent et se transforment pour construire l'avenir.

La question n'est donc pas de savoir s'il faut mobiliser des capitaux privés de long terme, mais plutôt comment les mobiliser davantage encore et avec quelles exigences.

Alors que nous sommes confrontés à une concurrence internationale très puissante, la taille encore trop modeste des fonds français et européens limite leur capacité à se positionner sur des opérations françaises d'envergure et à faire grandir nos entreprises pour construire des champions européens. Pourtant, le message du rapport Draghi est clair : pour rester compétitive, l'Europe doit se doter d'acteurs capables d'investir, d'accompagner et de structurer ses entreprises dans la durée. Plus récemment, le rapport Noyer-Kukies a souligné un déficit de capitaux disponibles en Europe, en particulier pour accompagner la croissance des entreprises innovantes, là où le risque est le plus élevé, jusqu'à maturité.

Nous devons donc faire de l'épargne un instrument de souveraineté et agir principalement dans deux directions. D'une part, il convient d'améliorer notre capacité à mobiliser l'épargne des Français et des Européens.

Alors que notre taux d'épargne est supérieur à la moyenne européenne, nous devons encourager les épargnants à participer au financement de notre économie. D'autre part, nous devons nous assurer que cette épargne finance en priorité les entreprises françaises, alors que 300 Md€ d'épargne européenne partent chaque année s'investir à l'étranger, comme l'indique le rapport Letta.

Le capital-investissement n'est pas une fin en soi : c'est un outil pour transformer l'épargne en investissements productifs, accompagner les entreprises sur le long terme, soutenir l'emploi et l'innovation et rendre notre économie plus compétitive, robuste et souveraine. Les travaux de votre commission d'enquête peuvent utilement contribuer à distinguer les pratiques responsables, à corriger les dérives, lorsqu'elles existent, et à renforcer les financements réellement au service de notre économie. France Invest est pleinement mobilisée pour participer à ce dialogue.

**M. le président Emmanuel Mandon.** Le capital-investissement, sous toutes ses formes, est particulièrement développé dans notre pays. Je pense que la France se situe dans le peloton de tête européen. Pourriez-vous nous expliquer, de manière encore plus précise, comment vous y avez contribué ces dernières années ?

Quels sont, à vos yeux, les atouts du financement non bancaire par rapport au financement bancaire classique ? Attribuez-vous ces mêmes atouts aux opérations de LBO ?

J'aimerais également évoquer les stratégies de retournement. N'est-il pas nécessaire d'aménager le cadre réglementaire actuel afin de renforcer le contrôle ?

Enfin, quels critères utilisez-vous pour évaluer la capacité de vos adhérents à respecter les engagements contenus dans votre charte de déontologie ?

**Mme Sophie Paturle.** L'atout du financement en fonds propres, par rapport à l'endettement bancaire, est que l'investisseur met de l'argent à disposition de l'entreprise et supporte la totalité du risque. Son engagement est total et son intérêt parfaitement aligné avec la réussite de l'entreprise : il a intérêt à ce que celle-ci se développe, devienne plus compétitive et crée de la croissance, en raisonnant à long terme. On constate d'ailleurs que la croissance des entreprises accompagnées par le capital-investissement est de 4,4 % par an sur les cinq dernières années, ce qui est bien supérieur à la moyenne du secteur marchand français. En outre, le financement en fonds propres se double d'un accompagnement par des professionnels mobilisés pour faire réussir la stratégie décidée et appliquée par l'équipe de management de la société. Les intérêts sont alignés en faveur du développement de l'entreprise, de sa croissance, de l'amélioration de ses résultats, de sa compétitivité et de son positionnement sur le marché, en France ou dans le monde. Cet alignement d'intérêts est l'élément clé du partenariat entre l'investisseur financier en capital et l'entreprise : si celle-ci ne réussit pas, les actions ne prennent pas de valeur.

Le montant des capitaux engagés par les membres de France Invest dans des entreprises s'élève à 490 Md€ : 300 Md€ de capital-investissement, 116 Md€ pour les sociétés d'infrastructures et 75 Md€ de dette privée – certains opérateurs y recourent en complément des fonds propres et des emprunts bancaires.

La France joue désormais un rôle clé en matière de capital-investissement au niveau européen, dont elle est le premier acteur.

Elle représente plus de 20 % des montants investis en Europe ; c'est davantage que l'Allemagne, les Pays-Bas et la Suède, qui se classent juste derrière elle.

La commission de déontologie de France Invest peut être saisie par ses membres ou par des personnes extérieures. Gérée indépendamment de l'association, y compris de sa présidente et de la direction générale, elle a son propre président et ses propres professionnels. Elle se penche sur les dossiers qui lui sont soumis. Sur les dix dernières années, elle a été saisie de vingt-cinq dossiers, dont dix ont donné lieu à une décision, parmi lesquels trois avertissements et un rappel à l'ordre. Cette commission a beaucoup d'importance. En effet, les acteurs (pour l'essentiel, institutionnels) qui confient des capitaux aux sociétés de gestion que nous représentons procèdent à de nombreuses diligences pour s'assurer qu'elles accompagnent les entreprises avec professionnalisme, souci de performance et respect de l'éthique. Au cours de cette *due diligence*, il leur est demandé si elles ont eu affaire à la commission de déontologie de France Invest : si tel est le cas, elles sont obligées de répondre par l'affirmative, ce qui donne lieu à des demandes d'explications. C'est un cadre très contraignant, le plus contraignant qui existe en Europe, car cette commission est la seule à pouvoir appliquer des sanctions.

**M. le président Emmanuel Mandon.** J'en déduis que vous ne souhaitez donc pas de mécanisme d'encadrement complémentaire ?

**Mme Sophie Paturle.** Le système actuel est déjà très encadré. Il est essentiel que les acteurs respectent le cadre fixé pour empêcher les dérives, mais ce cadre me semble suffisamment rigoureux pour assurer une pratique satisfaisante du métier.

**M. le président Emmanuel Mandon.** Dans tous les cas de figure ?

**Mme Sophie Paturle.** Je ne parle, bien évidemment, que pour les membres de France Invest.

**Mme Aurélie Trouvé, rapporteure.** La commission d'enquête s'intéresse plus particulièrement à deux phases du capital-investissement : la phase de maturité des entreprises, au cours de laquelle celles-ci peuvent faire l'objet de LBO, et la phase de déclin, qui attire les fonds de retournement. Je concentrerai mes questions sur le LBO, car il me semble que vous n'avez pas (ou peu) de fonds de retournement.

La France est championne d'Europe des LBO. Sans dire que tous les LBO sont néfastes, nous observons des pratiques déviantes de la part de certains fonds de capital-investissement, qui plongent les entreprises dans la difficulté, parfois jusqu'à la faillite : Kem One avec Apollo Global Management, Colisée et Cerba avec EQT (en réalité, ce sont des LBO en série) ou encore Vivarte (également victime de LBO en série).

Ma question est donc simple : quel est votre rôle quand des entreprises importantes pour l'économie française sont mises en difficulté par des mécanismes de LBO, y compris de la part de certains de vos membres ? Cela relève-t-il de votre responsabilité ou de celle des fonds ? Avez-vous mis en place des standards éthiques contraignants qui vous permettraient, par exemple, de désavouer des membres dont les pratiques seraient déviantes ou incompatibles avec certaines valeurs économiques et sociales ? Avez-vous déjà exclu un membre pour ce type de comportement ?

Outre les LBO en série, il peut aussi s'agir d'exiger des frais de conseil exorbitants ou le versement d'intérêts très importants sur la dette, alors que l'entreprise est peu rentable.

**Mme Sophie Paturle.** Les interventions des membres de France Invest sur des entreprises en phase de déclin représentent moins de 0,2 % des montants investis et 0,5 % des entreprises accompagnées. En revanche, le LBO est une activité pleine et entière des membres de notre association.

Il me semble essentiel de rappeler que la première raison d'être du LBO est de faciliter une opération de transmission. Si l'entreprise est familiale, elle peut être reprise par la famille ; encore faut-il que les intéressés en expriment le souhait et qu'ils aient les talents nécessaires. La deuxième solution consiste à la céder à un autre industriel ; la société perd alors son indépendance et l'on suppose que des opérations de synergie seront décidées. La troisième possibilité est que l'entreprise reste indépendante et s'engage dans une nouvelle phase de développement, avec une nouvelle équipe et un nouvel actionnaire, qui est un investisseur financier. Il ne faut pas perdre de vue cet objectif dans la mesure où, compte tenu de l'évolution démographique, les transmissions d'entreprise ne feront qu'augmenter dans les prochaines années et nous avons besoin d'assurer leur réussite. Une opération de transmission présente toujours des risques : plus elle est préparée en amont, mieux elle se passe. De ce fait, l'investisseur financier, lorsqu'il est actionnaire, joue un rôle majeur dans la préparation de la transmission.

Je rappelle aussi que le capital-investisseur et les autres actionnaires ont un intérêt lié : s'il n'y a pas de création de valeur et d'emploi – ce qui passe, dans la grande majorité des cas, par une croissance de l'activité et des résultats –, le capital-investisseur ne sera pas satisfait, car il n'aura pas créé de valeur pour ses propres souscripteurs (et donc pour l'épargne des Français). De son côté, l'équipe dirigeante qui choisit de se faire accompagner par des investisseurs financiers conclut un partenariat avec eux. C'est donc un choix mutuel : l'un n'impose pas à l'autre la structure d'endettement, c'est-à-dire la répartition entre les fonds propres et l'endettement ; ce choix est le résultat d'analyses faites à la fois par le prêteur, dont le souci est de se faire rembourser, par l'investisseur, dont le souci est que l'entreprise crée de la valeur dans la durée (donc de la croissance et de l'emploi) et par l'équipe dirigeante.

Il peut, malgré tout, y avoir des difficultés. Ce n'est pas parce que l'opération de transmission a fait l'objet d'un travail sérieux que tout se déroulera comme prévu : la vie d'une entreprise n'est pas un long fleuve tranquille. L'investissement est risqué, avec ou sans LBO, et aucune analyse n'indique que les sociétés sous LBO soient plus vulnérables que les autres. Les analyses montrent plutôt que les sociétés qui rencontrent le plus de difficultés sont celles qui souffrent d'opérations de retournement de marché.

Vous faisiez référence à Kem One : je ne connais pas cette société plus qu'une autre (Apollo n'est pas membre de France Invest), mais je sais que le secteur du PVC dans lequel elle exerce est cyclique. Le fonds Apollo y est entré en haut de cycle, au moment où le coût de l'énergie était élevé et où le secteur du bâtiment, que je connais bien, était en souffrance. Ce n'était pas le bon moment ; malheureusement, il arrive aux dirigeants d'entreprise et aux industriels de faire des erreurs. Pour moi, la difficulté principale (comme pour la grande majorité des opérations de LBO) a résidé dans le retournement du marché. Les autres difficultés, d'après nos analyses, tiennent à des équipes de management qui ne sont pas à la hauteur ou à des problèmes de gouvernance liés à des dissensions internes.

L'effet de levier n'est donc pas la cause principale des difficultés des entreprises en phase de transmission sous LBO, comme le montrent les informations communiquées par nos membres. Je précise que ces informations sont déclaratives, car nous n'avons pas de rôle de contrôle, et que le taux de réponse à nos études est compris entre 55 % et 90 %. Certains membres sont plus soucieux de fournir de l'information que d'autres ; le taux de réponse varie en fonction de leur intérêt et aussi de leur difficulté à recueillir l'information, car ils sont très sollicités. Le niveau d'endettement que nous affichons correspond actuellement à trois ans et demi de bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, Ebitda) et les pourcentages de fonds propres, en sus de la dette, sont très significatifs, puisque compris entre 40 % et 60 % selon les études (tout dépend si on inclut ou non l'ensemble des opérations de capital). Si l'opération se passe mal, cet investissement en fonds propres perd toute sa valeur.

Nous avons mené une analyse des LBO qui ne se passaient pas bien et dans lesquels nos membres perdaient toute leur mise. Dans les deux tiers des cas, nos membres ont eu un comportement responsable : ils ont réinvesti lorsque les difficultés sont apparues et ils ont augmenté leur participation en fonds propres, pour redonner à l'entreprise une chance de s'en sortir, en s'engageant dans la durée. Et ce n'est pas parce que l'investisseur financier a tout perdu que l'entreprise ne peut pas mettre en place un plan de redressement qui réussit. Lorsqu'un LBO échoue, l'investisseur en capital perd toute sa mise : il n'a donc aucun intérêt à ce que cela ne se passe pas bien.

Vous évoquiez un taux de rémunération de la dette excessif. Vous faites sans doute allusion aux dettes contractées une fois que les difficultés de la société apparaissent ; avant cela, tout est analysé et pris en compte au moment où l'opération de LBO est lancée.

Vous avez aussi fait référence à la perception d'honoraires de conseil excessifs. À ma connaissance, ce n'est pas une pratique de marché courante : il n'y a pas d'interdiction, je ne dis pas qu'elle n'existe pas, mais, personnellement, je ne l'ai jamais pratiquée. Par ailleurs, ces commissions relèvent des conventions réglementées : elles sont donc examinées de près par les commissaires aux comptes dans le cadre de leur rapport spécial et sont ensuite portées à la connaissance de l'assemblée générale, pour approbation. Près de la moitié des sociétés de gestion recourent à ce que l'on appelle des « *operating partners* », c'est-à-dire des professionnels dont les compétences sont tournées vers l'accompagnement des entreprises pendant la période où l'investisseur financier est au capital de celles-ci. L'information qui nous est donnée est que ces *operating partners* ne perçoivent pas d'honoraires de conseil ou d'expertise de la part des entreprises. Je le redis : l'objectif de l'investisseur en capital est de percevoir une plus-value lorsqu'il réalisera sa sortie, cinq à sept ans plus tard ; il vise donc une création de valeur robuste et dans la durée afin de pouvoir revendre soit à un industriel, soit à un autre investisseur en LBO qui, avec la même équipe ou avec une autre équipe de management, fera une autre opération.

**Mme Aurélie Trouvé, rapporteure.** Je ne suis pas surprise de vos réponses, dans la mesure où France Invest est l'organisme de *lobbying* du capital-investissement.

Néanmoins, je me dois de réagir à vos propos concernant l'indépendance de l'entreprise vis-à-vis de l'investisseur financier. Très souvent, le fonds d'investissement impose une nouvelle gouvernance et demande un *cash-flow* à court terme (trois à cinq ans, voire dix-huit mois) qui peut être en complète contradiction avec les intérêts de long terme de l'entreprise.

C'est d'ailleurs elle qui supporte l'essentiel du risque, puisque l'opérateur du LBO injecte très peu de fonds propres et que la dette, qui est le gros de l'affaire, est remboursée par l'entreprise elle-même. Une étude de la Banque de France montre que le risque de défaut sous LBO est trente-cinq à quarante fois supérieur à la moyenne et je pourrais donner des dizaines d'exemples d'entreprises qui ont été mises en difficulté par ce mécanisme.

Il ne s'agit pas de dire que tout LBO est mauvais, mais nous serions rassurés de vous entendre reconnaître l'existence de pratiques déviantes dans une part importante des LBO. Vous n'avez d'ailleurs pas répondu à ma question : agissez-vous, d'une manière ou d'une autre, lorsque de telles pratiques sont constatées ? Nous aimerions également avoir communication de votre étude concernant les LBO qui ne se passent pas bien.

Mes questions suivantes portent sur votre activité de *lobbying*. Quelles démarches avez-vous entreprises, ces trois dernières années, auprès du ministère des finances, de l'AMF et du Parlement et sur quels textes précisément ? Nous avons appris que les représentants du secteur avaient été reçus au ministère pour obtenir un assouplissement de la fiscalité des « *management packages* » : quel rôle exact avez-vous joué ? Pouvez-vous nous indiquer si des membres de l'équipe dirigeante actuelle de France Invest (ou qui en ont fait partie ces cinq dernières années) ont été auparavant de hauts fonctionnaires, des agents publics ou de hauts responsables politiques ?

**Mme Sophie Paturle.** Je prends acte que nous avons une vision différente des pratiques de LBO. Nous n'avons pas connaissance de pratiques déviantes de la part de nos membres ; si tel était le cas, elles seraient portées à la connaissance de notre commission de déontologie. Sur le terrain, nous considérons que les LBO, y compris successifs, constituent une réponse très favorable à la question de la transmission des entreprises.

J'échangeais hier avec la dirigeante d'une société que Demeter a accompagnée entre 2014 et 2017 jusqu'à son quatrième LBO ; elle en est aujourd'hui au septième. Cette entreprise, Fondasol, travaille dans le domaine de l'ingénierie et de l'analyse des sols. Lorsque nous sommes entrés à son capital en tant qu'actionnaire majoritaire, en 2014, elle réalisait 50 M€ de chiffre d'affaires et employait cinq cents salariés ; aujourd'hui, les salariés sont redevenus majoritaires, la société fait 100 M€ d'euros de chiffres d'affaires, s'est internationalisée grâce à une implantation au Québec et emploie 850 salariés, dont sept cents sont actionnaires. Cette jeune femme, entrée comme directrice financière, avait un goût très fort pour les opérations et elle occupe désormais le poste de directrice générale. L'équipe de management et les salariés sont très heureux du développement de la société. Dans un autre scénario, celle-ci aurait pu être rachetée par un groupe industriel : il y a plusieurs vies possibles pour une entreprise.

Les lois de finances pour 2025 et 2026 ont institué un encadrement précis des *management packages*, ce qui était souhaitable. Dès avant mon arrivée, France Invest avait été consultée à ce propos, comme c'est le cas pour tous les sujets touchant au capital-investissement et pour de nombreux sujets ayant trait aux PME et aux ETI.

J'en viens à votre question sur notre équipe dirigeante. Monsieur Vincent Marinnet est directeur général de France Invest depuis quatre mois et demi. Lorsque j'ai été élue, en juin, le directeur général était sur le départ et, dès le mois de juillet, j'ai lancé un processus de recrutement auprès d'un cabinet de renom. Le profil de poste comportait plusieurs exigences : être expérimenté, aguerri et de très bon niveau ; disposer d'une connaissance approfondie et d'une bonne expérience des cadres réglementaires français et européens.

Les présidents (ou présidentes) de France Invest sont toujours des professionnels, c'est-à-dire des financiers de terrain qui ne sont pas toujours familiers des acteurs réglementaires et juridiques (AMF, ministère des finances, Commission européenne, etc.). Ils doivent donc pouvoir compter sur un directeur général compétent en ces domaines.

France Invest étant une association, son directeur général doit également faire preuve d'un réel engagement pour l'intérêt général. Enfin, nous avons besoin qu'il soit sensibilisé aux enjeux de l'intelligence artificielle, la transformation numérique étant cruciale pour les sociétés de gestion.

Pour ce poste, nous avons reçu des candidats issus tant du secteur public que du secteur privé.

Deux autres salariés de France Invest ont également travaillé dans le secteur public par le passé : le responsable des relations avec les investisseurs institutionnels, chargé de mieux leur faire connaître notre métier pour qu'ils s'engagent davantage dans le capital-investissement afin d'accompagner les entreprises, et la responsable juridique.

**Mme Aurélie Trouvé, rapporteure.** Permettez-moi de revenir sur certaines de mes questions précédentes et de vous demander d'y répondre plus complètement : quelles étaient les fonctions précédentes, dans le secteur public, des trois salariés de France Invest que vous avez évoqués, dont monsieur Vincent Marinet ici présent ? Des membres de l'équipe dirigeante de France Invest ont-ils occupé précédemment des fonctions d'élu ? Je vous demande de répondre à ces deux questions en prenant en considération les cinq dernières années.

**Mme Sophie Paturle.** Notre précédent directeur général venait également de la direction générale du Trésor : il est resté six ans en poste à France Invest et travaille désormais dans une société de gestion.

**M. Hervé de Lépinau (RN).** Était-il en disponibilité de la direction générale du Trésor ?

**Mme Sophie Paturle.** Je l'ignore. Il me semble qu'il avait quitté la fonction publique et il n'a d'ailleurs pas rejoint son corps d'origine à l'issue de son expérience chez France Invest.

**Le président M. Emmanuel Mandon.** Nous vous remercions de nous apporter ces précisions ultérieurement et par écrit.

**Mme Sophie Paturle.** Oui, si vous le souhaitez.

**M. Vincent Marinet, directeur général de France Invest.** Je crois que mon prédécesseur a quitté la fonction publique et je suis, pour ma part, en disponibilité.

Les mouvements d'agents publics vers le secteur privé sont scrupuleusement examinés : la Haute Autorité pour la transparence de la vie publique (HATVP) procède à des contrôles très rigoureux et les déontologues ministériels s'assurent de l'absence de conflits d'intérêts. Des interdictions sont parfois édictées ; il arrive également qu'on impose des contacts limités avec l'administration d'origine – c'est mon cas. Tout cela est très encadré et il n'y a pas d'inquiétude particulière à avoir.

Il est bénéfique, pour France Invest, de recruter des gens qui comprennent le fonctionnement des administrations : l'un de ses rôles consiste en effet à discuter avec les régulateurs et les producteurs de normes que sont les ministères et les autorités européennes. Il serait inopportun que les salariés de France Invest ne connaissent pas le fonctionnement de ces sphères. Le code monétaire et financier oblige les sociétés de gestion à adhérer à des associations professionnelles, précisément pour permettre ce dialogue entre la profession et les pouvoirs publics.

**Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP).** Il me paraît discutable de porter un regard positif sur les LBO, lorsqu'on sait qu'ils font augmenter de 44 % le risque de faillite. Ce chiffre nous a été révélé par un journaliste que nous avons auditionné la semaine dernière.

Je voudrais revenir sur les « *management fees* », pratiqués allègrement par le fonds Mutares : ces facturations sont disproportionnées au regard de la qualité des services rendus et de la capacité des entreprises à les payer. De surcroît, les sociétés utilisant des *management fees* ont tendance à positionner leurs propres hommes aux fonctions de direction de ces entreprises, sans qu'ils aient toujours les compétences requises.

**Mme Sophie Paturle.** Je serais curieuse de prendre connaissance de l'étude concluant que le risque de faillite augmente de 44 % pour les sociétés ayant fait l'objet d'un LBO. On peut faire dire aux statistiques des choses déconnectées de la réalité : ce chiffre me semble irréaliste et complètement disproportionné.

Mutares n'est pas membre de France Invest. À ma connaissance, cette holding industrielle étrangère n'est pas non plus membre de notre équivalent dans son pays.

Sur le fond, je suis d'accord avec vous : toute facturation doit correspondre à des prestations réelles. Les entreprises d'une certaine taille, notamment les sociétés anonymes, disposent nécessairement de commissaires aux comptes, qui examinent les conventions réglementées et rédigent un rapport spécial à leur endroit. Celles-ci sont ensuite portées à la connaissance de l'ensemble des actionnaires en assemblée générale, qui doivent les approuver.

**M. Hervé de Lépinau (RN).** Un terme est étonnamment absent de vos propos, c'est celui de « *private equity* ». Cette technique de financement occupe-t-elle une place prépondérante dans l'activité de vos adhérents et l'avez-vous mesurée ?

**Mme Sophie Paturle.** Afin de vous répondre précisément, nous devons d'abord nous accorder sur le sens que nous donnons au terme anglais et à sa traduction en français : par « *private equity* », entendez-vous uniquement le capital-transmission ou y incluez-vous également le capital-développement ?

**M. Hervé de Lépinau (RN).** Pour le dire autrement, certains de vos membres ont-ils pour spécialité de dégager des plus-values sur des temps réduits ?

**Mme Sophie Paturle.** Je n'entendais pas ce terme ainsi, mais je vais essayer de répondre à votre question : à ma connaissance, aucun membre de France Invest n'a vocation à dégager des plus-values sur des temps réduits.

Notre mission consiste à accompagner une entreprise dans une phase de son développement.

Si sa croissance se concrétise beaucoup plus rapidement que prévu, il peut arriver que l'entreprise fasse l'objet d'une cession et lance alors une nouvelle phase de ce développement, avec l'accompagnement d'un autre investisseur financier – cela ne pose pas problème.

Certains des investisseurs qui nous confient leur épargne considèrent que nos durées d'investissement dans les sociétés s'allongent et que les délais de réalisation des plus-values pourraient être raccourcis ; peut-être faisiez-vous allusion à cela ? Compte tenu de l'environnement économique actuel, il faut admettre que réaliser les plans de développement prévus prend un peu plus de temps qu'avant.

**M. Hervé de Lépinau (RN).** Permettez-moi de préciser mes propos : dans le cadre de la présente commission d'enquête, nous visons particulièrement les fonds « vautours », ceux qui cherchent des plus-values dans un délai très court en se moquant éperdument du devenir de l'entreprise dans laquelle ils ont investi.

**Mme Sophie Paturle.** De tels fonds ne sont pas membres de France Invest.

**M. Hervé de Lépinau (RN).** Parmi les fonds confiés à France Invest, certains proviennent-ils d'acteurs institutionnels comme l'Agence des participations de l'État (APE), BPIFrance et la Caisse des dépôts ?

**Mme Sophie Paturle.** Oui. En tant qu'acteurs publics, BPIFrance, la Caisse des dépôts et la Banque des territoires ont un rôle d'accompagnement de l'investissement dans les PME. Au sein de France Invest, ils interviennent soit comme co-investisseurs directs dans les entreprises, soit comme investisseurs dans différents fonds, particulièrement dans les domaines du capital-risque et du capital-innovation (c'est-à-dire là où le risque est le plus élevé).

Dans ces domaines, l'intervention de BPIFrance est indispensable : sans elle, il serait très difficile de lever des fonds de capital-innovation de premier stade.

**Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP).** Vous m'avez interrogée sur mes sources s'agissant du taux de 44 % de LBO qui se terminent mal : vous trouverez le chiffre dans *L'Empire du cash*, un ouvrage du journaliste Cyprien Boganda.

**Mme Sophie Paturle.** Je le lirai avec intérêt.

**Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP).** Vous avez beaucoup parlé d'éthique et de l'attention portée au comportement des membres de France Invest. Pouvez-vous nous garantir qu'aucun d'entre eux ne pratique des facturations indues de prestations auprès des entreprises dans lesquelles ils investissent ?

**Mme Sophie Paturle.** Je ne peux le garantir et je ne suis pas là pour contrôler ce que font nos membres. Nous ne disposons que de leurs informations déclaratives et nous ne les avons pas interrogés à ce propos. En tout état de cause, ce n'est pas un sujet de préoccupation pour nous, parce que ce ne sont pas des pratiques courantes de marché.

Je ne dis pas que certains fonds, comme Mutares ou Greybull, ne le pratiquent pas de façon significative. Mais ils ne correspondent en rien aux acteurs du capital-investissement membres de France Invest.

**M. Michel Castellani (LIOT).** Pouvez-vous nous éclairer sur la ventilation géographique du capital des entreprises financées ou cofinancées par France Invest ? Dans quelle proportion ces entreprises sont-elles également financées par des investisseurs non domestiques ?

**Mme Sophie Paturle.** Votre question porte, d'une part, sur les montants investis par les membres de France Invest dans des entreprises en France et hors de France. En matière de capital-investissement, c'est-à-dire hors infrastructures et dette privée, nos investissements se répartissent comme suit : 75 % en France, un peu plus de 20 % en Europe et un peu moins de 5 % dans le reste du monde.

D'autre part, nos ressources sont à 60 % françaises, à 25 % européennes et proviennent à 15 % du reste du monde.

**M. Hervé de Lépinau (RN).** Vous avez évoqué le rapport Draghi, qui soulignait la faiblesse des fonds d'investissement français et européens et qui défendait l'idée de faire de l'épargne un outil de souveraineté.

Je suis coauteur, avec mon collègue François Jolivet, d'un rapport d'évaluation du contrôle des investissements étrangers en France au service de la sécurité économique. Ce rapport nous a permis de mettre le doigt sur une sous-capitalisation de pans entiers de notre économie. Le révélateur a été la part de l'industrie dans le PIB, qui plafonne aux alentours de 10 %.

Pensez-vous qu'il soit nécessaire, voire indispensable, de créer un fonds souverain d'investissement français, auquel France Invest pourrait largement participer – j'ai bien noté que vous aviez 500 Md€ de placements, ce qui est considérable ?

Une fois ce fonds constitué, pourrait-il être « fléché » vers les activités duales afin de garantir notre souveraineté industrielle ? Avec un tel fonds, nous ne serions plus confrontés aux rachats, souvent effectués par des fonds américains, d'entreprises notamment nécessaires à notre base industrielle et technologique de défense (BITD). Ces rachats résultent soit de la sous-capitalisation des entreprises et de leurs difficultés à accéder à des financements pour assurer leur développement, soit de problèmes de transmission, qui aboutissent à des LBO dirigés par des Américains.

Enfin, France Invest est une association : la liste de vos membres est-elle publique ?

**Mme Sophie Paturle.** Je confirme que la liste de nos membres est publique.

Je tiens ensuite à apporter une précision : France Invest ne dispose pas d'argent en propre. Les montants que vous évoquez correspondent à l'argent confié aux sociétés de gestion pour investir.

Les membres de France Invest investissent dans le secteur industriel, dont la part dans le PIB a considérablement diminué comme vous l'avez justement rappelé. Vous serez heureux d'apprendre que 25 % du capital-investissement est dirigé vers ce secteur. Nous sommes donc un investisseur majeur dans l'industrie.

Par ailleurs, nous sommes soucieux du secteur technologique.

Depuis que j'ai pris la présidence de France Invest, nous avons développé des relations étroites avec les instituts de recherche afin de renforcer leurs liens avec les entreprises, de sorte que les résultats des recherches, notamment celles du Centre national de la recherche scientifique (CNRS), leur parviennent plus facilement.

Les PME ont besoin d'innover, mais elles n'ont pas les moyens de financer des postes de chercheurs ; à nous donc de favoriser les liens et d'investir davantage dans la recherche et développement (R&D). L'investissement de la France dans la R&D est insuffisant : il ne représente que 2,3 % du PIB, loin des 3 % affichés par l'Allemagne et des 3,5 % des États-Unis. Nous nous efforçons de faciliter le transfert des travaux de recherche vers les entreprises, les produits, les services et les marchés.

Le premier secteur souverain auquel on pense est bien entendu celui de la défense : de nombreux travaux ont été menés au sein de France Invest sur ce sujet. Fin 2024, 178 entreprises du secteur de la défense étaient accompagnées par au moins un acteur du capital-investissement. En outre, quelques fonds spécifiquement orientés vers la défense se sont développés en 2025. De nombreux investisseurs prennent en considération la souveraineté dans leur stratégie d'investissement.

**Mme Aurélie Trouvé, rapporteure.** Les membres de France Invest sont des sociétés françaises telles que Tikehau, Ardian, Eurazeo ou Antin, mais aussi des filiales françaises de sociétés de gestion étrangères (Carlyle, KKR, BlackRock, Blackstone ou EQT). En revanche, ni Apollo ni Mutares n'en sont membres.

S'agissant des parcours et des fonctions passées de vos salariés, il nous manque encore des réponses qui nous importent. Quelles fonctions vos salariés actuels ont-ils occupées précédemment dans le secteur public ? J'entends que monsieur Marin et son prédécesseur travaillaient à la direction générale du Trésor, mais dans quelles administrations travaillaient les deux autres salariés que vous avez évoqués, avant d'intégrer France Invest ? Enfin, certains des salariés actuels sont-ils, ou ont-ils été, des élus de la République ?

**Mme Sophie Paturle.** Notre assistante de communication travaillait précédemment à la direction générale du Trésor, tout comme notre chargé des relations avec les investisseurs institutionnels, qui a contribué à l'initiative Tibi.

Je ne peux pas vous apporter plus de précisions aujourd'hui, je vous les fournirai par écrit.

**M. Hervé de Lépinau (RN).** Monsieur Marin et a indiqué que le contrôle effectué par la HATVP opérait comme un filtre pour déceler d'éventuels conflits d'intérêts ou risques de trafic d'influence. Or il existe une très grande porosité entre la haute administration, en particulier la direction générale du Trésor, et le secteur privé de la banque et du conseil. J'en veux pour preuve le parcours de l'ancien directeur du comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri) qui, après avoir eu accès à de très nombreuses informations relatives à des entreprises en difficulté (certaines à portée stratégique), travaille désormais dans une banque d'investissement privée.

Ne pensez-vous pas que cette confusion des genres est de nature à susciter des doutes quant à l'impartialité des interventions d'un agent du secteur privé, compte tenu des informations qu'il a obtenues lorsqu'il œuvrait dans la haute administration – à la direction générale du Trésor, par exemple ?

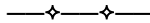
**M. Vincent Marinet.** Le cadre est très strict et il a été renforcé ces dernières années : il prend la forme d'un contrôle très scrupuleux des mouvements entre la fonction publique et le secteur privé.

Je ne connais pas le cas précis que vous évoquez, mais je ne doute pas que tous les contrôles aient été effectués de manière rigoureuse et que des conditions aient éventuellement été posées à la concrétisation de ce mouvement.

Certains mouvements sont interdits lorsque des risques de conflit d'intérêts sont identifiés.

**Le président M. Emmanuel Mandon.** Je vous remercie de vos réponses, que vous pourrez compléter par écrit. N'hésitez pas à nous transmettre tout document que vous jugerez utile à nos travaux.

*La séance s'achève à douze heures vingt-cinq.*



## **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 10 h 45

*Présents.* – M. Michel Castellani, M. Hervé de Lépinau, M. Emmanuel Mandon, Mme Élisabeth Martin, Mme Aurélie Trouvé.

*Excusés.* - Mme Émilie Bonnard.