

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 M. Philippe Vincent, président de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC)..... 2

Jeudi 26 mars 2026

Séance de 9 heures

Compte rendu n° 19

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

Présidence de
M. Emmanuel Mandon,
Président



La séance est ouverte à neuf heures cinq.

Sous la présidence de M. Emmanuel Mandon, la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs a auditionné M. Philippe Vincent, président de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC).

M. le président Emmanuel Mandon. La quinzaine d'auditions auxquelles nous avons procédé depuis janvier a mis en lumière le rôle croissant des fonds d'investissement dans le financement de notre économie et de nos entreprises, dans un contexte où les banques sont soumises à des réglementations prudentielles plus exigeantes. L'arrivée d'un fonds d'investissement dans le capital d'une entreprise se traduit, en général, par l'injection de capitaux propres ou par le recours à la dette, avec la pratique des rachats avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO).

Les fonctions des commissaires aux comptes au sein de toute société comportent une mission de contrôle et d'alerte susceptible de les amener à apprécier les conditions d'intervention des fonds d'investissement. Nous aimerions donc que leur représentant puisse faire profiter notre commission de leur expertise.

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. Philippe Vincent prête serment.)

M. Philippe Vincent, président de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes. La Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) est une association, dont l'article L. 821-12 du code de commerce dispose qu'elle est « [un] établissement d'utilité publique doté de la personnalité morale, placée auprès du garde des sceaux, ministre de la justice, [qui] représente la profession de commissaire aux comptes auprès des pouvoirs publics. Elle concourt au bon exercice de la profession, à sa surveillance ainsi qu'à la défense de l'honneur et de l'indépendance de ses membres. ». Elle regroupe près de 11 850 professionnels inscrits à titre personnel et 7 000 sociétés de commissaires aux comptes (CAC). La Compagnie nationale ne détient aucun mandat : ce sont les commissaires aux comptes eux-mêmes (ou les sociétés de commissaires aux comptes) qui les détiennent. Sur les 11 850 professionnels inscrits à la CNCC, environ 8 000 signent des mandats, pour un total de près de 210 000 mandats, soit en moyenne vingt-six mandats par signataire – un chiffre à rapporter au nombre d'entreprises inscrites au registre du commerce et des sociétés et au nombre d'associations, puisqu'il y a aussi des mandats associatifs. En termes de couverture de l'économie, l'activité représente environ 4 800 milliards d'euros de chiffres d'affaires audités et 13,7 millions de salariés.

La principale mission du commissaire aux comptes est la certification des comptes annuels, individuels ou consolidés : elle représente 90 % de l'activité. Au fil du temps, s'y sont greffées d'autres missions connexes. Compte tenu de notre indépendance par rapport à l'entreprise ou aux entités que nous auditons et de notre présence régulière en leur sein, le

législateur a jugé intéressant de nous confier quelques missions supplémentaires, dont la révélation de faits délictueux ou la déclaration de faits de blanchiment, notamment à Tracfin. Malgré ces obligations collatérales, l'essentiel de notre mission reste la certification des comptes. Si, par définition, celle-ci est annuelle, elle est aussi, d'une certaine manière, permanente, car le législateur nous a également attribué des responsabilités particulières d'alerte dans le cadre de l'identification de problématiques de continuité d'exploitation.

La loi relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite loi « Pacte », a sensiblement modifié le périmètre d'intervention des commissaires aux comptes, en relevant significativement les seuils de désignation obligatoire. Nous avons suivi les effets de la loi chaque année, mais nos mandats couvrant six exercices, c'est le délai qu'il nous a fallu pour en apprécier pleinement les conséquences directes. Le nombre de mandats au bénéfice de petites entreprises, dits « PE », est passé d'environ 260 000 en 2018 à 99 000 en 2023, puis 94 000 aujourd'hui. Notre champ d'intervention s'est donc considérablement réduit sur ces sociétés – un constat d'autant plus important qu'on le met en relation avec la nature des sociétés qui se présentent à la barre du tribunal de commerce : selon les années, entre 93 % et 97 % d'entre elles sont des entités qui n'ont plus de commissaire aux comptes.

L'essentiel des entreprises en difficulté échappe aux bénéfices de la présence d'un commissaire aux comptes. Je ne dispose pas d'études scientifiques qui établiraient un lien de causalité : il est clair que nous sommes un élément de prévention, désormais absent dans un certain nombre d'entreprises, mais je n'irai pas jusqu'à dire que l'augmentation des défaillances d'entreprises est liée à cette absence, même si nous ne pouvons que déplorer celle-ci compte tenu du constat que je viens de dresser. Chaque année, nous menons une étude auprès de nos confrères et consœurs de la CNCC dans le cadre plus spécifique du suivi des difficultés des entreprises. Elle a montré que, cette année encore, près de 50 % des professionnels ont eu des échanges concernant des difficultés liées à l'exploitation des entreprises qu'ils certifient. C'est un sujet qui nous préoccupe énormément, à propos duquel nous souhaitons rester un acteur très impliqué et qui est au cœur de l'activité de nos confrères et consœurs.

M. le président Emmanuel Mandon. Quelles sont les difficultés particulières ou les principaux défis auxquels font face les commissaires aux comptes lors de l'audit de sociétés détenues ou financées par des fonds d'investissement, en particulier internationaux ?

M. Philippe Vincent. Contrairement à ce que l'on pourrait penser, les difficultés ne sont pas différentes selon qu'un fonds d'investissement est présent ou non. Je rappelle que notre principale mission est de certifier les comptes et, dans ce cadre, d'apprécier le risque touchant la continuité d'exploitation et, éventuellement, de signaler les faits délictueux dont nous pourrions avoir connaissance. Or ces questions se posent dans les mêmes termes qu'un fonds d'investissement soit entré au capital ou non : la nature de notre mission reste la même et la pratique montre qu'il n'y a pas davantage de sujets d'alerte en présence d'un fonds d'investissement – un endettement excessif peut être le fait de décisions du chef d'entreprise lui-même, on le voit couramment, tout comme l'abus de biens sociaux.

En revanche, nous avons des points de sensibilité particuliers en présence d'un fonds d'investissement, en particulier la constitution même des pratiques de financement.

Lorsqu'il s'agit de la continuité d'exploitation, les commissaires aux comptes s'intéressent à différents indicateurs qui peuvent laisser penser qu'il faut aller plus loin, creuser et, le cas échéant, « challenger » le dirigeant de l'entreprise ou son conseil

d'administration. Qu'il y ait ou non un fonds d'investissement, nous nous posons les mêmes questions, mais celles-ci peuvent être plus prégnantes en présence d'un tel fonds : si l'entité, sans présenter nécessairement des difficultés structurelles liées à son activité propre, supporte indirectement les effets de l'endettement contracté pour son acquisition, notamment dans le cadre d'une holding, nous allons nous demander s'il existe des tensions persistantes sur la trésorerie, un niveau de *management fees* versés à la holding qui excède les prestations effectivement fournies, un versement à la holding d'acomptes sur les dividendes indépendant du cycle d'exploitation de l'entité ou une distribution récurrente et substantielle d'acomptes sur les dividendes déconnectée de la performance de l'entreprise. Lorsque le niveau d'investissement est insuffisant pour assurer le renouvellement et la modernisation de l'outil de production, nous interpellons le dirigeant. Nous nous interrogeons aussi lorsque la mise en œuvre de plans de réduction significative des coûts, sans lien direct avec la conjoncture économique ou la performance opérationnelle, est poussée par l'entité elle-même. La présence d'un fonds d'investissement peut nous amener à viser plus particulièrement les cas de figure que je viens de citer, sans pour autant, je le redis, que ces questions soient spécifiques, car de telles situations peuvent résulter des seuls choix du chef d'entreprise.

Dans le cadre de l'évaluation préliminaire de nos travaux, nous nous interrogeons systématiquement sur l'origine des fonds et le bénéficiaire effectif : s'il est connu pour avoir des comportements « prédateurs », pour reprendre votre terminologie, cela peut avoir une influence sur notre sensibilité et notre degré d'attention à certains comportements, mais ces questions sont les mêmes qu'il s'agisse d'un fonds d'investissement ou d'une entreprise étrangers.

Si nous avons besoin d'accéder à des informations sur l'entité, nous sommes tributaires des droits national, européen et international : ce n'est pas parce que l'entreprise dans laquelle le fonds (ou l'entreprise étrangère) prend des parts (ou dont il ou elle prend le contrôle) est française que le commissaire des comptes en France a davantage le droit d'accéder aux comptes de la société-mère. Il peut demander un certain nombre d'éléments, éventuellement des lettres de soutien qu'on lui donnera ou non, mais il n'a pas de droit particulier de demander des clarifications sur la réalité des coûts facturés à une société française via des *management fees*, par exemple.

On parle de « fonds prédateurs », mais je vois aussi des entreprises étrangères prédatrices. En tant que commissaires aux comptes, nous ne faisons pas de distinction : dans les deux cas, le « risque » est le même et les limites de l'exercice ne sont pas différentes.

Je pense que vos précédentes auditions ont largement éclairé le fait que le terme « fonds spéculatif » recouvre un ensemble très large de comportements et de types de fonds au sein de l'économie. Les fonds de retournement représentent une part infime de l'activité des fonds dans notre pays et nous n'interagissons pas avec eux : ils interviennent souvent à la barre du tribunal de commerce et, comme je l'ai expliqué, nous ne sommes pas CAC de la plupart des entreprises qui s'y présentent.

Je voudrais en revanche souligner les aspects positifs des fonds d'investissement.

La pratique actuelle des fonds spéculatifs n'a plus rien à voir avec ce que nous avons pu connaître au début des années 2000 : des fonds extrêmement agressifs et destructeurs, qui s'immisçaient dans la gestion des entreprises par des montées successives au capital, avec pour seul objectif un retournement rapide en les démantelant. Je l'ai vécu, à titre personnel, avec de grands groupes industriels français, qui s'en sont heureusement sortis après avoir

passé de très mauvais moments. Ce n'est plus d'actualité. Très régulièrement, ce sont les fonds eux-mêmes qui nous sollicitent : lorsqu'ils entrent au capital d'une entreprise et constatent qu'il n'y a pas de commissaire aux comptes dans les filiales, leur première action est souvent d'en désigner pour avoir de la visibilité, du confort et la certitude que les comptes seront correctement tenus. Et les durées de détention en portefeuille, qui allaient auparavant de deux à cinq ans, tendent à s'allonger.

Ensuite, ces fonds travaillent beaucoup au renforcement de la gouvernance, notamment dans les petites et moyennes entreprises (PME) et les entreprises de taille intermédiaire (ETI). Or la gouvernance des entreprises est bien l'un de nos sujets de préoccupation : elle est plus robuste dans certains pays voisins (Allemagne) et aux États-Unis, où existe une culture de la gouvernance indépendante (y compris dans les ETI et les PME). Les fonds, de plus en plus professionnels, apportent cet élément positif aux entreprises dans lesquelles ils investissent.

Ils leur apportent aussi une culture, très anglo-saxonne, du *reporting*. Nous observons qu'établir des plans et des prévisions de trésorerie réguliers ne fait pas encore partie de la culture commune des dirigeants de nos PME et ETI. C'est d'ailleurs ce que nous leur demandons lorsque nous entrons dans des procédures d'alerte. Force est de constater qu'en termes de rigueur de gestion et de *reporting* sur des éléments de base, notamment la trésorerie à très court terme, l'apport des fonds spéculatifs est souvent extrêmement bénéfique pour la bonne gestion de l'entreprise.

M. le président Emmanuel Mandon. En matière de qualité de l'information financière publiée par les sociétés cibles, quels mécanismes de contrôle la CNCC juge-t-elle essentiels pour assurer la transparence financière dans les entreprises françaises rachetées par des fonds ? Selon vous, les commissaires aux comptes disposent-ils de moyens suffisants pour détecter d'éventuelles pratiques d'optimisation fiscale ou de contournement réglementaire par les fonds d'investissement, comme nous avons pu en pointer dans un certain nombre de dossiers ayant malheureusement fait l'actualité ?

M. Philippe Vincent. Le législateur a prévu de nombreuses mesures nous permettant d'alerter ou d'intervenir, le cas échéant. L'optimisation fiscale et l'abus de biens sociaux sont des notions clairement définies : même si mandat ne nous est pas donné de rechercher tous les délits potentiellement commis à ce titre, nous pouvons alerter le procureur de la République sur un certain nombre d'éléments et nous le faisons effectivement dès lors qu'ils sont clairement identifiés.

J'insiste sur le fait que notre mission n'est pas de nous immiscer dans la gestion de l'entreprise : cela nous est même interdit, précisément pour garantir notre indépendance par rapport à l'arrêté des comptes. Par exemple, nous n'avons pas à nous prononcer sur le choix d'une entreprise qui privilégierait l'endettement pour assurer sa croissance au détriment d'une augmentation de son capital. En revanche, la loi nous permet de signaler des abus manifestes et il ne faut pas croire que nous en signalons davantage dans les entreprises détenues par des fonds. Si nous constatons, par exemple, des *management fees* excessifs (ou facturés sans réelle motivation) ou la mise en œuvre de schémas fiscaux complexes, nous pouvons les déclarer à Tracfin.

Nous disposons de tous les moyens nécessaires, mais il y a des questions de temporalité : la procédure d'alerte n'arrive qu'en bout de chaîne, lorsque les conséquences de mauvaises décisions de gestion se font jour.

Si l'endettement contracté par l'entreprise lui devient trop lourd à porter parce que les taux d'intérêt ont remonté (ou que l'activité n'est pas au rendez-vous) et que cela commence à mettre cette entreprise en péril, alors nous intervenons selon un cadencement prévu par la loi. Nous interrogeons d'abord le chef d'entreprise ; l'absence de réponse peut nous conduire à solliciter le conseil d'administration ; s'il ne nous répond pas non plus, nous pouvons demander la convocation de l'assemblée générale. À chaque étape, le délai est d'environ quinze jours : c'est assez long. Nous avons néanmoins obtenu une modification très significative : nous pouvons désormais informer *ab initio* le président du tribunal de commerce du fait que nous soupçonnons une situation compliquée dans une entreprise. Mais nous ne pouvons intervenir qu'après avoir constaté factuellement que la situation commence à devenir critique, jamais en amont des décisions de gestion.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Cette commission n'a pas pour objet de faire le procès des fonds d'investissement mais d'enquêter, spécifiquement, sur ces fonds, que ce soient des fonds de LBO ou de retournement.

S'agissant des fonds de LBO, nous avons eu connaissance des cas d'EQT et d'Apollo, dont les pratiques mettent manifestement en difficulté des entreprises : je pense, s'agissant d'EQT, à Colisée ou Cerba ; on peut aussi penser au comportement du fonds Apollo vis-à-vis de Kem One. On se retrouve avec des entreprises qui sont, à l'évidence, plus en difficulté qu'avant. Je pense également au cas de Lapeyre après son rachat par le fonds de retournement Mutares, sur lequel je reviendrai.

Nous aurions pu créer une commission d'enquête portant sur les entreprises étrangères qui rachètent des entreprises françaises, comme l'a fait Wanhua avec Vencorex. Mais le champ d'investigation de cette commission est plus précis et elle n'a pas pour objet de s'intéresser à l'ensemble des reprises d'entreprise.

De nombreux articles parus dans la presse et des travaux de recherche menés par des sociologues ou des économistes conduisent à penser qu'il y a un problème avec des fonds d'investissement qui ont des pratiques spécifiques. Dans le cas des LBO, utilisés par EQT ou Apollo, il s'agit de faire supporter l'endettement par les entreprises, alors même que c'est le fonds d'investissement qui a contracté une dette pour les reprendre. Les remontées excessives par l'intermédiaire de frais de conseil ou de *management fees* sont également propres à certains fonds de retournement : on a connu le cas de Greybull, on a désormais celui de Mutares.

Notre devoir de parlementaire consiste donc à faire la lumière sur ce qui est en train de se passer : un certain nombre de boîtes sont en difficulté du fait des pratiques de ces fonds.

Vous dites que l'on ne constate plus les pratiques qui avaient cours dans les années 2000, parce que les fonds d'investissement seraient plus professionnels ou, en tout cas, parce qu'ils auraient adopté des méthodes moins cavalières. Pourriez-vous alors nous décrire ces pratiques des années 2000 ?

M. Philippe Vincent. Les pratiques auxquelles j'ai fait référence sont celles que vous venez de décrire. Elles consistent à rentrer dans le capital d'une entreprise où on a identifié les moyens d'obtenir un fort effet de levier à très court terme et à peu de frais, généralement par une politique de « vente à la casse » ou de découpage. Cela permet un retournement rapide ou, dans le cas des LBO, utilisés à l'époque par beaucoup de fonds américains, d'assécher l'entreprise rachetée grâce aux *management fees*.

Ces derniers constituaient d'ailleurs, à l'époque, l'un des sujets principaux de discussions sans fin avec les commissaires aux comptes. S'y ajoutait la différence très forte de culture économique. Cela donnait l'impression que nous étions ceux qui mettaient des bâtons dans les roues en permanence, alors que nous posions simplement les bonnes questions.

Ce sont des choses que l'on voit beaucoup moins. Je ne dis pas que cela n'existe pas et qu'on ne rencontre jamais de tels cas de figure ; mais désormais, ce n'est plus quelque chose que nous voyons fréquemment, alors que cette pratique était presque générale au début des années 2000.

Nous avons la chance d'avoir, en France, un certain nombre de fonds qui se sont structurés et l'économie des fonds d'investissement est désormais profuse. Les fonds attendent de la rentabilité, ils n'ont pas une vocation philanthropique, mais ils s'inscrivent dans une perspective d'accompagnement et de développement gagnante pour tout le monde – c'est-à-dire pour l'entreprise, le fonds et ses investisseurs, vis-à-vis desquels celui-ci doit rester crédible.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pour mieux comprendre le rôle des commissaires aux comptes et les limites de leurs prérogatives, prenons l'exemple de Mutares – un cas que nous avons déjà bien exploré – à qui Saint-Gobain a vendu Lapeyre. À quel moment le commissaire aux comptes est-il intervenu lors de la cession et qu'a-t-il fait ensuite face à des pratiques qui mettent manifestement en danger la pérennité de l'entreprise ?

M. Philippe Vincent. Vous comprendrez que je ne peux évidemment pas répondre sur un cas particulier. Mais je peux essayer d'en tirer un enseignement général.

Lors d'une cession, les commissaires aux comptes, qu'ils s'occupent de la filiale cédée ou du groupe, n'ont pas à se prononcer sur le choix de céder ni sur les conditions de cession (prix, acquéreur, etc.). Ce sont des sujets de marché et de juste valeur, sur lesquels nous n'avons pas à émettre un avis.

En revanche, nous pouvons nous prononcer ensuite si la valeur de cession n'est pas correctement comptabilisée dans les comptes de la cédante. Nous pouvons aussi nous interroger quand les conditions de cession paraissent suspectes, notamment si la vente a été conclue à un prix qui semble très éloigné du prix de marché généralement constaté et qui laisse imaginer des relations potentiellement frauduleuses.

Nous pouvons éventuellement alerter la cédante dans certains cas, par exemple si elle entre en relations d'affaires avec une entreprise d'un pays comme l'Iran, alors qu'elle a des activités aux États-Unis, en l'invitant à réfléchir au fait que cela peut avoir des conséquences.

Une fois la société cédée (par exemple, à un fonds d'investissement), son commissaire aux comptes évalue les conséquences de l'arrivée du nouvel entrant au capital ou comme financeur de l'entité : fait-elle peser un risque réputationnel dans l'immédiat ? Pour cela, on va se demander qui est derrière le fonds et s'il s'agit de gens qui ont habituellement des pratiques non respectueuses du droit.

Lorsque nous considérons que l'arrivée de ce fonds risque de mettre l'entreprise dans une situation difficile, cela a une influence sur les travaux que nous allons mener et sur l'attention que nous allons accorder à la vie de l'entreprise par-delà le simple arrêté des comptes.

Si nous constatons que la trésorerie se tend très vite et que les taux d'intérêt pratiqués pour les prêts à l'intérieur du groupe sont disproportionnés, voire usuraires, on en revient à l'obligation de déclarer des faits délictueux.

Tant que nous n'avons pas d'indices particuliers de ce type ou que le plan d'affaires proposé ne paraît pas extravagant, on laisse l'entreprise vivre sa vie. Vous avez cité l'exemple de Colisée : si le propre d'un plan d'affaires est d'être ambitieux, il faut aussi distinguer l'ambition de la déraison. Une entreprise doit être ambitieuse, mais certains plans peuvent être déraisonnables.

On peut aussi être confrontés un plan de retournement ambitieux, mais que des conditions très particulières, comme la pandémie de covid-19, sont susceptibles de mettre à mal. C'est à ce moment que le commissaire aux comptes doit engager un dialogue avec l'entreprise afin de mesurer ce qui se passe, d'en évaluer les conséquences potentielles et de jauger la crédibilité des propositions. C'est là un art difficile : lorsqu'on les analyse dans le détail, on peut estimer qu'elles restent raisonnables et laisser encore du temps au chef d'entreprise, parce qu'on a reçu des éléments factuels qui laissent penser qu'il est possible de continuer ; mais il vient un moment où l'on n'y croit plus, pour diverses raisons.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Que se passe-t-il lorsque vous constatez des pratiques qui mettent en difficulté la pérennité de l'exploitation ? Il peut s'agir d'une remontée massive de *management fees* ou de frais de conseil ou bien de la vente des murs de tous les magasins, reloués ensuite à l'entreprise à des loyers exorbitants. Sans citer des cas précis, on sait que ces trois pratiques existent...

Vous bornez-vous à constater ? Y a-t-il des cas où vous êtes allés plus loin ? Comment cela se passe-t-il en pratique ?

M. Philippe Vincent. On rencontre très souvent le schéma relatif aux loyers que vous avez décrit, indépendamment de l'implication de fonds d'investissement. Les prix de location, notamment dans le cadre de holdings patrimoniales, font l'objet d'une grande attention et d'échanges réguliers avec les dirigeants des entreprises. Lorsqu'ils sont très en dehors de la fourchette raisonnable des prix de marché, nous leur demandons de corriger les loyers. Nous leur indiquons qu'à défaut nous ferons une observation dans notre rapport, voire que nous nous réservons le droit de révéler les faits au procureur. Dans 90 % des cas, les loyers sont révisés et on en revient aux conditions de marché.

Cela fait partie des choses que nous regardons attentivement, car des dérives peuvent facilement se manifester, et nous sommes équipés pour le faire : nous disposons de référentiels de prix pour nous assurer que les conditions de marché sont respectées. Disons d'ailleurs les choses telles qu'elles sont : c'est une méthode courante pour identifier un abus de bien social.

Se pose ensuite la question du temps que nous mettons pour observer les faits. Même si notre mission est permanente dans son esprit, nous ne sommes pas présents physiquement tous les jours dans l'entreprise : nous auditons les comptes de manière annuelle. Dès lors que nous avons connaissance de changements, nous mettons en œuvre les procédures que j'ai évoquées. Cela peut arriver assez tard, car les conditions de loyer peuvent être renégociées dès l'entrée du fonds ou la cession, sans que nous en ayons connaissance puisque ces affaires sont traitées sous seing privé. Aussi pouvons-nous ne les découvrir qu'à l'occasion de notre

venue annuelle pour certifier les comptes. Du fait de ce délai, les faits peuvent être constatés avec un peu de retard.

La procédure d'alerte a pour objet de faire relever la tête au dirigeant qui est noyé dans sa gestion du quotidien ou qui refuse d'accepter l'évidence – à savoir, que la situation menace grandement la continuité d'exploitation. Si nous relevons des indices qui laissent penser que cette continuité est compromise, nous entrons alors dans le processus décrit précédemment. Nous écrivons au dirigeant. Il a quinze jours pour répondre. Si la réponse nous satisfait, la procédure s'arrête. Si tel n'est pas le cas, nous demandons une convocation du conseil d'administration, qui dispose à nouveau de quinze jours pour répondre à nos questions. Enfin, si la réponse ne nous satisfait pas ou s'il ne répond pas, nous avons le droit de convoquer une assemblée générale pour exposer les faits.

Cette dernière reste néanmoins souveraine : nous l'alertons sur la base d'éléments objectifs qui nous semblent poser problème, en relevant que la direction générale ou le conseil d'administration n'a pas pris les mesures nécessaires ; mais si l'assemblée générale décide de passer outre, notre intervention s'achève.

Je souligne un point particulier de la procédure d'alerte : dès que nous prenons contact avec le dirigeant, ce que nous appelons la « phase zéro », nous disposons de la faculté d'informer le président du tribunal de commerce que nous avons des doutes. Nous sommes ensuite obligés de le faire dans le cas où la réponse du conseil d'administration n'est pas satisfaisante, libre à lui de prendre alors langue avec le dirigeant d'entreprise.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Premièrement : une procédure d'alerte peut-elle être enclenchée en cas de remontées excessives de *management fees* ou de frais de conseil ou bien si un endettement excessif est lié à un LBO ?

Deuxièmement : pouvez-vous fournir une estimation de la fréquence de ces procédures : dix par an, cent par an ?

Troisièmement : sachant que les pratiques que j'ai citées sont caractéristiques des fonds d'investissement, à quel moment les salariés sont-ils informés ?

M. Philippe Vincent. Le comité social et économique (CSE) est informé au même titre que le président du tribunal de commerce, normalement de manière simultanée. La loi a prévu que cette information intervienne suffisamment tôt, mais pas trop : il ne s'agit pas de faire peur, mais d'alerter au bon moment.

La procédure d'alerte peut s'arrêter à n'importe quel moment au cours de ses différentes phases. En outre, elle n'est, par définition, pas publique : nous ne disposons donc pas de données précises sur le nombre de procédures engagées, mais on sait qu'il y en a plusieurs milliers chaque année.

Nous réalisons une étude annuelle, au sein de la profession, sur les enjeux de pérennité des entreprises : on sait qu'à peu près 50 % des collègues qui répondent disent avoir engagé avec le chef d'entreprise des discussions sur la continuité d'exploitation. Elles peuvent même avoir lieu avant la phase zéro, lorsqu'on l'avertit qu'on va peut-être envoyer une lettre en recommandé avec accusé de réception à moins d'être éclairé auparavant sur des choses préoccupantes.

Je ne peux pas répondre à votre question sur le point de savoir si des procédures d'alerte ont été lancées dans des cas de LBO ou d'entrée de fonds au capital, car je ne dispose pas de ces données.

Un niveau élevé de *management fees* n'est pas un indice suffisant, en soi, si l'entreprise peut l'absorber et s'il ne menace pas directement la continuité d'exploitation. Il peut être perçu comme excessif, tout en restant légal s'il respecte un certain nombre de critères. Dans ce cas, le commissaire aux comptes ne pourra pas révéler des faits délictueux. Cependant, si cet élément fait partie d'un faisceau d'indices laissant penser que l'entreprise va au-devant de difficultés, on doit enclencher une procédure d'alerte.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je comprends qu'il peut y avoir des procédures d'alerte en cas de remontée massive de *management fees* ou de frais de conseil ou d'un endettement excessifs.

J'aimerais comprendre l'étape suivante. Si vous vous en tenez à dire qu'il faut discuter au sein du conseil d'administration du montant trop élevé de *management fees* exigés par un fonds d'investissement, ce dernier va continuer s'il s'y retrouve. Quel est le degré de pression ou l'étape supplémentaire qui pourrait lui faire craindre que le président du tribunal de commerce soit informé ?

M. Philippe Vincent. L'information du tribunal de commerce intervient heureusement assez tôt. C'est nous qui avons demandé au législateur la possibilité de prendre contact avec le président dès la phase zéro. Auparavant, nous n'avions pas le droit de le faire et, avant 2016, nous ne pouvions même pas le faire avant la phase deux. Ces évolutions sont récentes et bienvenues.

L'idée est de prendre langue avec le président du tribunal de commerce le plus rapidement possible, dès que nous nous forgeons la conviction que l'entreprise est en danger et que les gens à qui nous avons affaire ne voudront pas nous écouter. C'est parfois une question de jours.

Au sein des compagnies régionales des commissaires aux comptes, nous entretenons un dialogue régulier avec les présidents des juridictions du ressort dans le but de continuer d'améliorer nos pratiques : sommes-nous allés assez vite ? Parmi les entreprises arrivées à la barre du tribunal, y en a-t-il auprès desquelles nous aurions dû intervenir plus tôt ?

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Qu'est-ce qui peut amener un fonds d'investissement à craindre l'information du président du tribunal de commerce ? En quoi celle-ci peut-elle le contraindre à faire évoluer ses pratiques ?

M. Philippe Vincent. Je ne suis pas sûr que cela les contraigne à changer leurs pratiques. Il faudrait que vous interrogiez les présidents de tribunaux de commerce au sujet des pouvoirs dont ils disposent pour infléchir les comportements des chefs d'entreprise, plus particulièrement ceux des dirigeants issus de fonds d'investissement. Notre propre pouvoir consiste à informer... et il s'arrête là.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Face à des pratiques mettant en cause la pérennité de l'entreprise, vous avez la possibilité de lancer une procédure d'alerte pouvant aller jusqu'à l'information du président du tribunal de commerce.

Face à des faits délictueux, la situation est différente : le procureur est saisi et l'on entre dans le cadre d'une procédure judiciaire.

À quel stade des *management fees* ou des frais de conseil excessifs peuvent-ils être considérés comme étant délictueux ? Cela est-il déjà arrivé ?

M. Philippe Vincent. N'ayant pas réalisé d'étude précise sur le nombre et la nature des cas traités, je ne dispose pas de statistiques sur le sujet.

J'oubliais un point essentiel : nous disposons tout de même d'un pouvoir de « sanction » lié à la nature de l'opinion que nous allons émettre. Si un fonds entre le 2 janvier au capital d'une société et décide de changer le niveau des *management fees*, cela ne conduira pas forcément à une procédure d'alerte un an après. Mais s'il a un doute, le commissaire aux comptes peut qualifier son opinion : il peut émettre des observations en soulignant que, sans que la situation soit catastrophique, l'évolution des conditions de financement interpelle ou modifie le profil de résultat. Il peut aussi émettre une réserve, voire refuser de certifier. Ce pouvoir, qui s'exerce de façon assez tardive, est la seule chose qui nous permet de « faire bouger » les dirigeants quels qu'ils soient, y compris les représentants de fonds de *private equity*. Si nous considérons qu'ils sont allés trop loin ou qu'une ligne du compte de résultat nécessite l'attention des lecteurs, nous pouvons jouer sur l'opinion.

Certains ne changent pas beaucoup leur façon de faire à la suite de ces observations ou qualifications, mais celles-ci permettent au lecteur d'être informé de certaines évolutions. Notre pouvoir s'arrête là.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Confirmez-vous que des remontées excessives de *management fees* ou de frais de conseil ont pu conduire un commissaire à émettre une information sur de potentielles pratiques délictueuses ?

M. Philippe Vincent. Je n'ai pas de cas à l'esprit, mais de telles situations sont possibles.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous dites pouvoir jouer sur l'opinion : laquelle ? Qui est au courant de vos alertes ?

M. Philippe Vincent. Notre opinion est publique par essence puisqu'elle est associée au rapport, lequel doit faire l'objet d'une publicité. Il est assez peu fréquent, aujourd'hui, que les sociétés soient réfractaires à la publication de leurs comptes et de l'opinion qui les accompagne.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quelle contrainte un refus de certifier les comptes fait-il peser sur le dirigeant d'entreprise ? Doit-il modifier ses pratiques pour obtenir la certification, par exemple en modérant ses exigences concernant les frais de conseil ?

M. Philippe Vincent. Il n'y a pas de contrainte directe : le dirigeant en tire les conséquences qu'il souhaite en tirer. C'est la raison pour laquelle le pouvoir du commissaire aux comptes s'arrête à l'émission de son rapport.

Les conséquences, ensuite, sont diffuses. Un rapport qualifié ou un refus de certifier posent souvent problème à la société pour lever ensuite de la dette, surtout si elle a fait du LBO. Dans presque tous les cas, les banques n'accordent des prêts qu'à condition que les comptes soient arrêtés et certifiés sans réserve par un commissaire aux comptes. On les

« tient » un petit peu par ce biais-là. C'est aussi compliqué pour la société d'aller voir ensuite ses clients et ses fournisseurs, c'est une question de confiance.

Je n'ai pas le pouvoir de dire à un dirigeant que s'il ne change pas sa pratique, il ira en prison ! Ce n'est pas comme ça que cela marche. Mais l'émission d'un rapport qualifié peut avoir des conséquences indirectes fâcheuses pour lui.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Une entreprise peut-elle rester sans comptes certifiés pendant un an ou deux ?

M. Philippe Vincent. Techniquement, c'est faisable. Si l'entreprise n'est pas endettée et pas soumise à des clauses particulières dans ses relations avec ses fournisseurs et ses clients, rien ne l'empêche – même si cela a des conséquences sur l'approbation des comptes en assemblée générale.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Votre éclairage est très précieux et me conduit à penser que nous devrions investiguer plus avant certains cas, comme celui de Lapeyre. Face à des pratiques qui mettent clairement l'entreprise en danger, nous nous interrogeons : à quel moment les commissaires aux comptes ont-ils pu intervenir et qu'ont-ils pu faire ?

M. Philippe Vincent. Dans ce cas de figure, l'intervention du commissaire aux comptes est assez tardive. Il n'a pas le droit d'émettre un avis sur les conditions de la cession, qui relèvent de la gestion et ne regardent que l'entreprise cédante. Le temps que le nouvel entrant mette en place un certain nombre de mécanismes de gestion, le commissaire peut n'en mesurer les conséquences que très tardivement, malheureusement. C'est la limite de notre exercice.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Si toute la trésorerie récupérée au moment de la cession d'une entreprise est presque entièrement dilapidée en frais de conseil et *management fees* et que tous les murs sont vendus, cela se voit tout de même très rapidement, n'est-ce pas ?

M. Philippe Vincent. Cela peut s'observer rapidement... ou pas. Il se peut que nous n'intervenions pas pendant neuf, dix ou douze mois, tout simplement parce que nous ne sommes pas au courant de telles actions. Lorsqu'un actionnaire décide de vendre les murs de l'ensemble de ses enseignes, il n'en fait pas forcément la publicité. Et en tant que commissaire aux comptes, je n'épluche pas tous les jours les revues notariales : si l'entreprise ne m'informe pas de l'évolution intervenue, je peux ne découvrir celle-ci qu'au moment de l'audit des comptes annuels, au bout d'un an. Entre-temps, il peut s'être passé beaucoup de choses sous seing privé.

Si, au moment de l'audit des comptes, je découvre des conditions de loyer à la limite de la fourchette (mais restant acceptables), je demande que l'on me présente le plan de trésorerie et que l'on m'explique, avec un plan de croissance, comment l'activité sera désormais rentabilisée. Dans ce cas, on me présente généralement un plan d'affaires (*business plan*) faisant état du développement d'activités dans tel ou tel domaine. Or ce document, lui aussi, est un élément de gestion : à moi de décider s'il me convainc et si je laisse une chance à l'entreprise. Si celle-ci est étranglée, je suis censé entrer immédiatement dans le processus décrit auparavant. Mais si elle dispose encore de liquidités et que les perspectives de croissance semblent raisonnables, je peux lui laisser une année de plus pour faire ses preuves. Voilà le type de raisonnement que nous avons.

Il est toujours facile de réécrire l'histoire après coup, *a fortiori* lorsqu'elle tourne mal. Mais sur le moment, il y a parfois doute : il se peut qu'un choix n'ait pas été le bon, mais le commissaire aux comptes n'est pas obligé de tirer la sonnette d'alarme tout de suite. Cela explique qu'il puisse y avoir un peu d'inertie dans sa réaction et que l'on se demande parfois, avec du recul, pourquoi il n'a pas alerté plus vite.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je comprends mieux comment une entreprise comme TeamTex a pu être mise en danger de façon aussi manifeste : les choses se sont passées en six mois. J'imagine que, dans ce cas-là, vous ne pouvez rien faire.

M. Philippe Vincent. Si personne ne nous informe et que nous n'avons aucun indicateur, effectivement.

Nous nous efforçons d'être au fait de l'actualité de nos clients et, généralement, nous épluchons chaque jour l'ensemble des articles de presse et des publications les mentionnant. Mais la masse d'informations est telle que, si un dirigeant réalise des actes sous seing privé sans nous en informer, nous pouvons passer totalement à côté et ne les voir qu'au moment de l'audit annuel. En six mois, nous n'avons pas les moyens de réagir.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Si un commissaire aux comptes refuse de certifier les comptes d'une entreprise, un autre peut-il le remplacer ?

M. Philippe Vincent. La réponse est négative, pour plusieurs raisons. La première est liée à l'intangibilité de la durée de notre mandat, qui est de six ans, et à des conditions de démission drastiques : en pratique, nous ne pouvons quasiment pas démissionner, surtout pas pour un désaccord. C'est un gage de protection de notre mission d'intérêt général face à un dirigeant qui voudrait nous évincer parce que nous le gêpons et cela vaut pour tous, y compris les fonds d'investissement.

Deuxièmement, notre code de déontologie est l'un des plus exigeants parmi les professions du droit ; nos collègues nous le disent très souvent. De surcroît, nous avons des normes d'exercice, élaborées par notre régulateur, qui ont force de loi.

Même si un dirigeant réussissait à changer de commissaire aux comptes, le second devrait appliquer les mêmes normes que le premier et, logiquement, aboutir aux mêmes conclusions. C'est souvent ce qui se passe en pratique : les cas manifestes de non-respect des réglementations, comptables ou autres, ne conduisent généralement pas à des opinions différentes. Depuis que le co-commissariat existe (il est obligatoire pour les sociétés émettant des comptes consolidés), je n'ai jamais vu des opinions divergentes être émises, même si cela est possible en droit.

Du fait de l'ensemble de ces éléments, il est pratiquement impossible que se produise le cas de figure que vous évoquez.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous dites que vous informez le CSE en même temps que le président du tribunal de commerce, possiblement dès la phase un. Le CSE lui-même peut-il vous saisir, par exemple s'il s'inquiète des pratiques d'un fonds d'investissement ?

M. Philippe Vincent. Le CSE peut nous inviter à nous présenter devant lui et nous pouvons répondre, dans la limite du possible, à un certain nombre de questions.

Mais nous ne sommes pas délivrés du secret professionnel devant lui : le fait que ce ne soit possible que devant des organes de justice constitue une protection pour la qualité de notre mission. Il n’y a pas plus de raison d’être délivré du secret professionnel devant un CSE que devant une banque, par exemple.

Le CSE peut néanmoins déclencher sa propre procédure d’alerte, indépendamment de celle du commissaire aux comptes, et exiger du dirigeant un certain nombre d’informations. Il peut aussi être accompagné par des experts comme Secafi.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous dites que les CSE peuvent vous inviter à répondre à des questions...

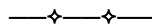
M. Philippe Vincent. Ils le font assez fréquemment. Nous ne sommes pas tenus de répondre à leur invitation mais, en pratique, nous le faisons et nous nous efforçons de répondre aux questions qui n’ont trait qu’à des informations à caractère public. Nous essayons d’aider mais, je le rappelle, nous ne sommes pas délivrés du secret professionnel devant le CSE.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie. De nombreuses précisions nous ont été apportées et nous avons été bien éclairés.

En plus du questionnaire très complet auquel vous répondrez, j’espère, dans les meilleurs délais, vous avez la possibilité de compléter nos échanges par les éléments d’information que vous jugerez nécessaire de nous apporter.

M. Philippe Vincent. Je vous confirme que nous répondrons par écrit à l’ensemble de vos questions.

La séance s’achève à dix heures trente.



Membres présents ou excusés

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

Réunion du jeudi 26 mars 2026 à 9 h 05

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

Excusés. – Mme Émilie Bonnard