

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. Dominik Zwerger, associé, fondateur de
Prudentia Capital..... 2

Jeudi 26 mars 2026
Séance de 16 heures 15

Compte rendu n° 21

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

Présidence de
M. Emmanuel Mandon,
Président



La séance est ouverte à seize heures vingt-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. Dominik Zwerger, associé, fondateur de Prudentia Capital.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous auditionnons cet après-midi M. Dominik Zwerger, associé et fondateur du fonds Prudentia Capital, auquel je souhaite la bienvenue en notre nom à tous.

Votre parcours personnel vous a fait passer des services du ministère de l'économie et des finances au monde du financement des entreprises. À la direction générale du Trésor, vous avez été adjoint au chef du bureau chargé du financement et du développement des entreprises et rapporteur du comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri). À ce titre, vous avez eu à connaître de nombreux dossiers d'entreprises nécessitant recapitalisation et restructuration. Vous avez quitté l'administration et participé aux opérations de rachat avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO) d'un fonds d'investissement. Vous avez ensuite créé, en 2018, Prudentia Capital, fonds d'investissement français de retournement, que je vais vous laisser le soin de présenter plus précisément.

Je vous rappelle que l'article 6 de l'ordonnance du 17 novembre 1958 relative au fonctionnement des assemblées parlementaires, impose aux personnes auditionnées par une commission d'enquête de prêter serment de dire la vérité, toute la vérité, rien que la vérité.

(M. Dominik Zwerger prête serment.)

M. Dominik Zwerger, associé et fondateur de Prudentia Capital. Je vous remercie de me donner l'occasion de m'exprimer devant votre commission d'enquête. Il est très important de faire de la pédagogie et d'expliquer nos métiers aux représentants du peuple français que vous êtes. Je voudrais structurer mon propos introductif en deux parties : tout d'abord, vous présenter Prudentia Capital et ses activités depuis 2018 ; puis vous apporter un éclairage sur le financement des petites et moyennes entreprises (PME) et des entreprises de taille intermédiaire (ETI) industrielles en France, en insistant sur le financement des entreprises en difficulté. Nous serons ainsi au cœur du sujet qui vous préoccupe à juste titre, celui de l'impact des financements alternatifs sur l'industrie française, notamment les PME et les ETI fragilisées.

Comme vous l'avez rappelé, je fais de l'accompagnement de dirigeants de PME et d'ETI industrielles depuis vingt ans. J'ai d'abord été rapporteur, puis secrétaire général, adjoint du Ciri entre 2008 et 2010, années marquées par la crise financière. Ensuite, j'ai opéré pendant sept ans dans un fonds de LBO classique. Enfin, j'ai monté Prudentia Capital en 2017, à la suite de l'initiative de 2015 du Président de la République, alors ministre de l'économie et des finances, en faveur de la création de fonds de retournement français. En septembre 2015, M. Emmanuel Macron a estimé que BPIFrance devait se lancer dans le financement du retournement d'entreprises en difficulté et a plaidé pour une généralisation des fonds spécialisés dans cette activité, grâce à des capitaux publics et privés. Il a notamment déclaré, devant une mission d'information de l'Assemblée nationale sur BPIFrance, qu'il fallait réfléchir au développement, dans des secteurs identifiés, de capacités à intervenir en retournement.

Mon ambition avec Prudentia Capital est, depuis 2018, d'aider les entreprises en difficulté et de montrer qu'un modèle vertueux à la française peut fonctionner – donc d'améliorer l'image de retournement par de vraies réussites. J'ai pu monter Prudentia Capital grâce au soutien de BPIFrance et d'une poignée d'investisseurs privés. Nous avons, jusqu'à présent, investi dans six entreprises : cinq structures industrielles et un parc de loisirs. Nous avons connu cinq réussites et un échec et nous avons permis de sauver (ou de stabiliser) mille cinq cents emplois, pour un montant d'environ 44 000 euros par emploi sauvé.

Nous sommes heureux de plusieurs retournements réussis. Nous avons ainsi sauvé Arjobex, qui était une filiale du groupe Arjowiggins, malheureusement disparu. Arjobex est devenue le leader européen dans le domaine des substrats pour les étiquettes et les labels ; elle compte plus de trois cents emplois industriels. Un an après la reprise, nous avons racheté son concurrent allemand pour former un groupe français à vocation européenne, aujourd'hui définitivement sauvé.

Nous avons structuré et revendu une société qui s'appelle Synergy Cad, leader français dans le domaine des semi-conducteurs, qui s'appuie sur deux cents emplois de haute technologie et qui se situe à Carros, à quinze minutes de l'aéroport de Nice. Ce groupe a également été définitivement sauvé.

Nous avons aussi sauvé de la faillite le zoo d'Amnéville, l'un des plus grands pôles touristiques du Grand Est. Il se trouve dans une zone très sinistrée, à moins de dix minutes en voiture du site NovAsco. Le sauvetage du zoo était éminemment important pour la Moselle, où il représente un espoir pour l'avenir. Il a d'ailleurs vocation à embaucher davantage de personnes dans les années à venir. Nous avons réalisé 90 % du redressement du zoo.

Après huit années d'activité, notre analyse est très claire : le retournement à la française, ça fonctionne ! Il nécessite néanmoins une approche totalement différente de l'investissement dans les entreprises en bonne santé et des équipes spécialisées capables de modifier la stratégie et même les *business models* de certaines entreprises. Notre profession est méconnue et nous avons besoin de la confiance des pouvoirs publics : il faut vraiment que les fonds français soient davantage soutenus.

Le sujet que vous examinez, la préservation des capacités productives françaises, est éminemment important, en particulier dans un contexte où, face au recul de la part de l'emploi industriel, on cherche à réindustrialiser le pays. Au début des années 2000, l'industrie représentait 20 % du PIB, cette part s'établissant actuellement entre 10 % et 11 %. Pour redresser la part de l'emploi industriel en France, il y a lieu de conduire des réformes structurelles pour améliorer la compétitivité de nos entreprises au sein de l'Union européenne et, surtout, hors de notre continent. Les PME et les ETI industrielles doivent bénéficier d'un environnement économique leur permettant de se développer, l'aspect essentiel en la matière étant le financement.

Le *private equity* s'oppose au *public equity* : le premier concerne l'investissement dans le secteur non coté et le second l'investissement dans des entreprises cotées en Bourse. Nous ne voyons pas les fonds spéculatifs (*hedge funds*) sur la partie « non cotée » : ils n'interviennent que sur le marché des entreprises cotées en Bourse. Pour notre part, nous nous concentrons sur l'investissement dans le non-coté. Pour vous donner un exemple, vendre les titres d'une société dans le marché non coté, pour une entreprise en bonne santé, prend actuellement entre six et douze mois du fait de la succession de crises ; pour les entreprises qui vont mal, c'est beaucoup plus long, voire impossible dans les cas les plus dégradés.

Cela n'a donc rien de spéculatif.

S'agissant du marché des apports de fonds propres aux PME et aux ETI en général, la France bénéficie de l'écosystème le plus développé d'Europe pour le financement des entreprises en bonne santé. Nous pouvons nous féliciter de cette vraie réussite, produit de la volonté des gouvernements successifs et de celle de BPIFrance de soutenir le capital-investissement. Vingt ans ont été nécessaires pour atteindre ce résultat. Actuellement, France Invest représente 470 sociétés de gestion situées en France : elles font du capital-innovation, du capital-développement, du capital-transmission et de l'infrastructure. Je copréside la commission Situations complexes de France Invest, qui compte une petite dizaine de membres, soit moins de 2 % des sociétés de gestion en France. Comme l'a rappelé la présidente de France Invest, les fonds pour aider les entreprises en difficulté sont très peu présents : nous représentons moins de 0,2 % des montants investis et 0,5 % des entreprises accompagnées.

En 2024, 37 milliards d'euros (Md€) ont été investis, en fonds propres et en infrastructures, dans les entreprises en bonne santé et moins de 100 millions d'euros (M€) dans les entreprises en difficulté. C'est là que le bât blesse : peut-on raisonnablement penser qu'il n'y a actuellement, en France, que 0,2 % ou 0,5 % des entreprises qui soient en difficulté ? Je me permets de rappeler que la France a connu un niveau record de défaillances d'entreprise en 2025, soit près de soixante-dix mille. C'est le niveau le plus élevé depuis trente-cinq ans, alors que la moyenne historique avant la covid-19 était de 55 000 entreprises. Le niveau actuel est supérieur de 23 % à celui qu'il était avant la covid-19. Élément particulièrement inquiétant, les défaillances d'entreprise industrielle de plus de cinquante salariés ont bondi de 75 % entre 2024 et 2025. Une hausse de 4,1 % est anticipée en 2026 par rapport à 2025, alors que l'année dernière avait déjà connu un niveau historiquement élevé.

Les prêts garantis par l'État (PGE) ont été un outil très efficace dans la crise contre la covid-19, mais, comme leur nom l'indique, il s'agit de prêts et un prêt se rembourse. Or l'arrêt de la production des entreprises non stratégiques a créé des pertes en 2020. La restructuration des PGE est très lourde, contrairement à ce qu'on peut penser : il faut ouvrir une conciliation et, surtout, tant que le PGE n'est pas soldé, l'entreprise n'a plus accès au moindre financement bancaire – une situation qui peut durer des années. S'agissant de la structure bilantielle de l'industrie française, la crise de la covid n'est pas tout à fait derrière nous. À la sortie de la crise de la covid, le coût des matières premières a augmenté, puis celui de l'énergie à la suite de la guerre en Ukraine. Tout cela a alimenté la hausse du taux d'entreprises connaissant des difficultés ; pourtant, le marché du financement des entreprises en difficulté reste largement embryonnaire en France. C'est une vraie anomalie, une vraie défaillance de marché. Il n'existe actuellement pas d'écosystème de financement des entreprises en difficulté dans notre pays.

Comment résout-on une défaillance de marché ? Je vais prendre l'exemple de l'initiative Tibi. Les pouvoirs publics ont identifié un problème de financement du développement des entreprises technologiques. En 2019, une première tranche de 6 Md€ a été débloquée, suivie, en 2023, d'une seconde tranche de 7 Md€, laquelle vient d'être portée à 10 Md€ : cette initiative représente donc 16 Md€ sur cinq ans pour pallier une défaillance de marché. Si vous comparez, de manière schématique, ces 16 Md€ par rapport aux cinquante mille euros nécessaires pour sauver un emploi industriel, on pourrait préserver 320 000 emplois. Avec un plan similaire dédié au financement des entreprises en difficulté, nous aurions pu stabiliser et développer 320 000 emplois industriels en France, soit 10 % des 3,3 millions d'emplois industriels que compte notre pays.

Cela représenterait également 1 point de PIB : un plan dédié aux mêmes entreprises que le plan Tibi ferait remonter le poids de l'industrie dans le PIB de 10,5 % à 11,5 %.

L'Inspection générale des finances (IGF) a récemment évalué l'initiative Tibi. Celle-ci a été un réel succès en termes de mobilisation du capital institutionnel, elle a eu un impact majeur sur la structuration du marché des fonds de la *Tech* et elle a provoqué une véritable explosion du financement des entreprises technologiques françaises. Dans le même temps, la dépendance aux acteurs publics reste très forte. Il est actuellement impossible de pallier une défaillance de marché sans un soutien financier significatif des acteurs publics. En outre, l'allocation internationale a été importante, c'est-à-dire qu'une partie de ces milliards d'euros a été investie dans des sociétés à l'étranger. Enfin, le moment a été potentiellement défavorable : la première tranche Tibi a été investie entre 2019 et 2021, alors qu'il y a eu une correction des prix de marché assez significative en 2022.

J'ai eu la chance de rencontrer M. Philippe Tibi, il y a quelques jours : il se retrouve dans le constat d'un besoin de financement de l'industrie et m'a suggéré qu'une solution pourrait être d'ouvrir l'initiative Tibi aux fonds de situations complexes et à l'industrie, notamment celle qui a besoin de renforcer ses fonds propres.

Je voudrais évoquer le fonctionnement des fonds soutenus par BPIFrance, parce que le sujet vous intéresse particulièrement. Ces fonds facturent des frais de gestion, acquittés par les investisseurs qui confient leur argent ; en revanche, il n'y a pas de frais de gestion facturés aux entreprises détenues en portefeuille. Lorsque nous accompagnons une entreprise, nous facturons des frais de déplacement pour nous rendre sur les sites, éventuellement des frais d'hébergement lorsque je me rends au zoo d'Amnéville ; mais nous ne facturons pas le travail de l'équipe, celui-ci étant couvert par les 2 % de frais de gestion payés par les investisseurs.

Il s'agit là d'un facteur essentiel de différenciation, que je considère extrêmement vertueux, mais qui crée une distorsion de concurrence avec les fonds étrangers, car ceux-ci ne sont pas soumis aux mêmes règles. Pour les fonds français, le seul moyen de gagner de l'argent est de parvenir à redresser l'entreprise : en cas d'échec, on perd de l'argent. Pour éviter l'ingérence (ou l'intervention) de fonds étrangers, il faut donc faire prospérer un écosystème de fonds français capables d'investir dans les entreprises en difficulté. Lors de son audition par la commission des affaires économiques de l'Assemblée nationale, le 17 décembre dernier, le directeur général de BPIFrance a lui-même reconnu qu'il fallait trouver des équipes et qu'il n'y avait pas beaucoup de candidats pour faire ce métier. Il a indiqué qu'il finançait une demi-douzaine de fonds de retournement. Les équipes qui existent et qui ont fait leurs preuves depuis une petite dizaine d'années doivent absolument être soutenues.

J'ai la conviction que cela ne prendrait pas dix ans de réindustrialiser la France, mais il faut faire des choix. Nous avons délaissé l'industrie, notamment celle en difficulté, au cours des dix dernières années. Nous n'en avons pas fait assez pour l'investissement en capital et nous en avons fait encore moins pour le financement bancaire. Selon les règles actuelles, une banque ne peut pas financer une entreprise en difficulté, puisqu'elle doit immédiatement provisionner l'intégralité de chaque crédit accordé. Il y a lieu de développer de vraies relations entre les banques et les entreprises pour que ces dernières aient accès au crédit une fois sauvées. L'ensemble des banques françaises étaient dans le « tour de table » du zoo d'Amnéville et elles ont consenti des abandons de créances significatifs.

Cinq ans plus tard, l'actionnariat et toute l'équipe de direction ont changé : la situation du zoo a été redressée et celui-ci gagne à nouveau de l'argent, mais nous éprouvons des difficultés à reprendre des relations avec des banques classiques. Quelques banques prennent des initiatives, mais il est nécessaire que d'autres reviennent dans ce dossier, historiquement difficile.

L'ensemble des fonds de la commission Situations complexes ont pour missions de sauver l'emploi industriel condamné, de pérenniser l'activité dans le territoire français et par là même de freiner, voire d'empêcher, la désindustrialisation.

M. le président Emmanuel Mandon. Vous inscrivez votre démarche dans une ambition plus large et faites montre d'un certain enthousiasme. Vous n'occultez pas les contraintes qui pèsent sur votre activité : la réindustrialisation de la France est un très grand sujet.

Compte tenu de votre expérience de fonctionnaire au ministère des finances, comment pouvez-vous expliquer le choix, en apparence paradoxal, de vous impliquer dans la création d'un fonds de retournement malgré les critiques que s'attirent de tels fonds ? Vous revendiquez une pratique vertueuse de cette technique, mais, comme vous pouvez l'imaginer, celle-ci suscite des inquiétudes et des réticences chez certains de nos concitoyens.

Prudentia Capital est l'un des rares fonds français de retournement. Vous avez avancé quelques raisons pour expliquer ce faible nombre. Estimez-vous qu'il serait utile au redressement d'entreprises stratégiques de recourir davantage aux fonds de retournement ? Dans cette hypothèse, de quelles garanties, notamment pour l'emploi, un tel appel à ces fonds devrait-il être assorti ?

M. Dominik Zwerger. J'accepte le défi relatif à l'image avec une grande volonté. Lorsque j'ai créé Prudentia Capital en 2018, j'avais la conviction qu'une autre manière de faire était possible. Nous avons démontré, dans les opérations que nous avons menées, que tel était bien le cas. Le redressement d'entreprises crée de la valeur économique. Il convient de maintenir et de développer l'emploi tout en servant à nos investisseurs, publics comme privés, des retours intéressants. Nous avons relevé ce défi alors que notre premier investissement s'est déployé entre 2018 et 2020, juste avant la crise de la covid-19 ; malgré l'impact significatif de celle-ci sur notre portefeuille, nous avons servi des retours tout à fait honorables et intéressants à nos investisseurs.

Nous avons travaillé pendant trois ans et demi pour sauver une entreprise qui évoluait dans le secteur de la menuiserie industrielle, mais nous n'avons pas réussi, pour de nombreuses raisons. Nous avons probablement commis des erreurs d'analyse au départ. Je venais du monde de l'investissement dans les entreprises classiques, métier fort différent de l'investissement dans les sociétés connaissant une situation complexe.

Nous estimons que notre expérience est un succès. Il convient désormais de monter en taille et en gamme afin que nous puissions entrer dans des dossiers plus importants. En France, aucun acteur n'est capable de déployer entre 50 M€ et 100 M€ dans une opération. Le Ciri a suivi, il y a quelques années, l'entreprise Latécoère. Pour un « ticket » compris dans cette fourchette, une solution française aurait pu être trouvée, mais le dossier a fini par atterrir dans des mains étrangères. Il faut absolument encourager et soutenir les fonds français pour que leur taille augmente. Les fonds d'investissement sont apparus aux États-Unis à partir des années soixante-dix, avant de se développer dans le monde anglo-saxon, puis en France.

Il existe une multitude de fonds français investissant dans des entreprises en bonne santé, dont certains figurent parmi les plus grands en Europe, voire dans le monde : il y a lieu de s'en féliciter. Les étrangers alors sont obligés de s'adapter à la culture du marché français, sous peine de voir les fonds français réaliser toutes les opérations. Si une dizaine ou une quinzaine de fonds français étaient capables d'investir dans les entreprises en difficulté, les acteurs étrangers ne pourraient plus conclure d'opérations. À proposition identique, nous nous imposons face à des concurrents étrangers grâce à nos pratiques vertueuses. Malheureusement, le faible nombre de fonds français laisse la place à ces acteurs étrangers et un tribunal préférera toujours retenir un candidat plutôt que de prononcer la liquidation immédiate de l'entreprise : voilà pourquoi les fonds étrangers peuvent continuer à faire des opérations en France.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous avons étudié de manière approfondie le fonds Mutares : quelle est la différence entre ce fonds et le vôtre ? En quoi vos pratiques sont-elles plus vertueuses ?

M. Dominik Zwerger. Nous n'investissons, après une phase d'analyse, que dans des entreprises que nous pensons pouvoir redresser pour les rendre à nouveau bénéficiaires et les céder ensuite à des fonds plus classiques, qui investissent dans les entreprises en bonne santé : ce sera le cas des différentes sociétés que nous comptons actuellement dans notre portefeuille.

Je m'honore de mon passage au ministère de l'économie et des finances : sans cette expérience, il aurait été très difficile de monter le fonds et de pratiquer le métier comme nous le faisons. Nous avons une double vocation : concilier l'indispensable retour financier de l'opération, pour pouvoir lever de nouveaux fonds, et grandir avec la préservation d'une fibre sociale, pour développer les entreprises et réussir à les redresser.

Notre travail quotidien auprès des entreprises est très différent de celui des fonds classiques. Dans la première phase de la reprise, les dirigeants restent en place : nous ne prenons pas de mandats sociaux, mais nous échangeons presque tous les jours avec la direction de l'entreprise. C'est cette interaction qui fera la réussite du dossier.

Nous avons eu l'accord pour reprendre le zoo d'Amnéville (3 janvier 2020) après une audience au tribunal de grande instance de Metz (décembre 2019). Nous savions que la covid-19 était sur le point d'arriver et que si Prudentia Capital se retirait au dernier moment, le zoo serait liquidé dès les premières semaines de fermeture administrative. Comme nous avons fait une bonne négociation financière avec l'ensemble des banques, que nous n'allions pas abandonner le zoo à un moment aussi crucial et que nous avons confiance dans les pouvoirs publics pour soutenir le secteur des parcs de loisirs, nous avons décidé de boucler l'opération. Nous nous en félicitons, cinq ans plus tard, car il s'agit d'une bonne opération financière, laquelle a permis de sauver l'un des plus grands pôles touristiques de Moselle.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Les fonds comme le vôtre ne sont, à vous écouter, pas assez nombreux, ce qui laisse la porte ouverte à des structures telles que Mutares ou Greybull. Cette situation s'explique-t-elle par le fait que vos pratiques, dites « plus vertueuses », ne vous permettent pas d'obtenir un taux de rentabilité aussi élevé que celui de ces structures ? Pour être très claire, votre taux de rentabilité est-il inférieur aux 15 % à 25 % attendus de certains fonds d'investissement ?

Par ailleurs, que peuvent faire l'État et BPIFrance pour favoriser le développement de fonds comme le vôtre ?

Les représentants de BPIFrance nous ont dit très clairement, lors de leur audition par la commission des affaires économiques, que leur mission n'est pas de sauver des entreprises.

M. Dominik Zwerger. Les retours financiers sont un défi qu'il faut absolument relever. Nous en discutons fréquemment au sein de la commission Situations complexes : pour démontrer que le modèle fonctionne en France, le fonds doit assurer de bons retours aux investisseurs. Cela signifie qu'il peut éventuellement réaliser de mauvaises opérations, pourvu qu'elles soient compensées par de bonnes opérations et qu'en fin de compte, les retours soient positifs. Un taux de 15 % à 25 % est celui qui est affiché par l'ensemble des fonds d'investissement. Mais, dans le contexte économique actuel, il est rare d'atteindre un tel niveau de rentabilité. Disons que, pour que les investisseurs soient satisfaits, il faut plutôt servir un taux compris entre 12 % et 15 %. À ma connaissance, aucun fonds français n'a encore réussi à concevoir un bon fonds de retournement, capable non seulement de rembourser l'argent investi, mais aussi d'assurer des retours significatifs permettant de lancer ultérieurement de nouvelles levées de fonds encore plus importantes.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Prudentia parvient-il à atteindre ce taux compris entre 12 % et 15 % ?

M. Dominik Zwerger. C'est l'objectif affiché. Prudentia a été créé en 2018 et a donc subi l'impact de la crise de la covid. Nous nous comparons aux autres fonds créés cette année-là, qu'il s'agisse de fonds de retournement, de fonds de LBO ou de fonds de capital-développement.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. En France ?

M. Dominik Zwerger. Pas seulement. Nos investisseurs réalisent des placements partout en Europe et ils investiront moins en France si les rendements sont meilleurs aux Pays-Bas, par exemple. Notre objectif est donc bien de servir 12 % à 15 %.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Que peut faire BPIFrance ?

M. Dominik Zwerger. Il me paraît nécessaire de prendre une initiative similaire à l'initiative Tibi, avec des montants évidemment moindres. Si l'on investissait de 500 M€ à 1 Md€ dans des fonds français capables de soutenir les entreprises en difficulté, on bénéficierait d'un dispositif très solide qui permettrait la constitution d'un véritable écosystème en moins de dix ans.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Qui dit aide de BPIFrance dit exigence de pratiques plus vertueuses – du moins, on peut l'espérer. Quelles sont ses conditions en la matière ?

M. Dominik Zwerger. Elles sont les mêmes que celles des investisseurs privés : il s'agit de démontrer la viabilité d'un modèle en sauvant les entreprises dans lesquelles nous investissons, en les développant puis en les cédant. Nous avons réalisé une première cession au fonds Ardian, qui est un des plus grands fonds français, et nous avons été ravis de cette opération. Elle portait sur une entreprise stratégique pour la France, peu structurée au moment de notre intervention. Nous avons aidé le dirigeant à constituer une équipe autour de lui et avons conclu avec lui l'accord suivant : nous nous engageons à lui permettre de prendre sa retraite au moment de la cession. C'est ce qui s'est passé.

Cette cession est une première preuve de la viabilité du modèle. Il nous faut, à présent, en réaliser une deuxième, qui nous permettra de rembourser – avec un peu de retard, car la crise de la covid nous a fait perdre deux ans – l’intégralité du capital placé chez nous par nos investisseurs. Nous avons pu démontrer qu’un fonds comme le nôtre est capable d’avoir du rendement : après cette première étape, les sociétés que nous avons en portefeuille nous permettront de doubler, à tout le moins, la mise nette, ce qui est l’objectif des investisseurs.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous avez été, je crois, candidats à la reprise de NovAsco. Si tel a bien été le cas, pourquoi n’avez-vous pas été retenus ?

M. Dominik Zwerger. Cette affaire est un véritable « crève-cœur », car l’entreprise est située à dix minutes du zoo d’Amnéville... À l’époque, nous avons déjà investi l’intégralité du premier fonds – nous levons à présent, depuis un certain temps, des fonds pour en constituer un deuxième.

Le dossier NovAsco, qui a été traité avec deux à trois années de retard, exigeait que l’on y investisse des sommes très significatives. Nous avons donc simplement informé les pouvoirs publics que nous aurions pu en être le repreneur si nous avions pu monter très rapidement notre nouveau fonds, voire un fonds spécifique, pour bénéficier de soutiens publics. De fait, Prudentia Capital ne gère pas encore 500 M€ ; or c’est à peu près la taille nécessaire pour pouvoir « placer un ticket » de 80 M€.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Les salariés qui auraient voulu reprendre l’entreprise disent à peu près la même chose que vous : ils regrettent de ne pas avoir été informés suffisamment tôt des difficultés de NovAsco. Estimez-vous que le législateur devrait imposer davantage de transparence sur les difficultés d’une entreprise pour permettre à celle-ci d’être reprise dans des conditions convenables, que ce soit par les salariés seuls, par les salariés et un fonds ou par un fonds seul mais dont les pratiques sont vertueuses – c’est-à-dire pas celles de Greybull, pour être parfaitement claire ?

M. Dominik Zwerger. L’information circule bien auprès des professionnels du secteur : auditeurs, avocats, etc. Nous savions que NovAsco allait mal depuis quatre ans, de la même manière que nous étions au courant de la situation de Brandt ou d’autres sociétés.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Selon vous, le problème n’est pas donc pas lié au caractère tardif de l’information. Il serait plutôt dû au fait que l’entreprise n’est pas placée assez tôt en redressement pour permettre à un fonds comme le vôtre d’avoir le temps de monter un dossier et d’avoir les épaules suffisamment larges pour réaliser l’opération. C’est bien cela ?

M. Dominik Zwerger. Le redressement judiciaire est précédé par des phases de procédure amiable. En France, ces procédures permettent de traiter quasiment toutes les difficultés. Lorsque la société est placée en redressement judiciaire, c’est donc que toutes les étapes préalables, qui s’échelonnent sur dix-huit à vingt-quatre mois, ont échoué.

Dès lors que nous avons l’information suffisamment en amont, nous préférons intervenir dans le cadre d’un mandat *ad hoc* ou d’une conciliation, bien avant le redressement judiciaire, qui s’apparente à une « bombe atomique » pour l’entreprise.

J'en parle en connaissance de cause, car la seule entreprise que nous ne sommes pas parvenus à redresser, nous l'avons rachetée en *prepack cession*, c'est-à-dire en redressement judiciaire. Or ce dernier « tue » l'ensemble des relations de l'entreprise avec ses clients, ses fournisseurs et, bien entendu, ses banquiers : l'investisseur est alors la seule entité disponible pour financer l'entreprise. C'est pourquoi la reprise d'une entreprise en redressement judiciaire est l'exercice le plus difficile.

Quoi qu'il en soit, nous avons absolument besoin de fonds capables de déployer 50 M€ sur une seule opération, dans tous types de secteurs, en procédure amiable ou collective.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Selon vous, le problème n'est donc lié ni à un défaut d'information, ni à une intervention trop tardive, mais à l'absence de fonds disposant de suffisamment de *cash* pour investir dans l'entreprise.

M. Dominik Zwerger. Si vous voulez restructurer une dette de 500 M€, vous ne pouvez pas annoncer aux banques que vous allez investir 5 M€ : il faut être capable d'arriver avec 50 M€.

Si des dossiers de ce type se présentent dans un futur proche, seuls des acteurs américains seront capables de réaliser l'opération. Il faut donc absolument soutenir l'écosystème français et le seul moyen d'avoir un grand fonds de retournement à la française, c'est de permettre à de petits fonds de grandir progressivement. Vous ne pouvez pas confier 500 M€ à une nouvelle équipe : aucun investisseur privé ne suivrait une telle initiative.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. En l'occurrence, votre fonds n'est donc pas assez grand...

M. Dominik Zwerger. Nous sommes ravis d'être encore là, après huit années, mais nous serions heureux de pouvoir grandir encore et rapidement : j'ai chaque semaine, au téléphone, une dizaine de dirigeants de PME industrielles (dans divers secteurs, y compris celui de la défense) qui souhaitent savoir où en est notre nouveau fonds, car ils ont absolument besoin de nous. J'ai notamment rencontré le chef d'une entreprise qui conçoit des lignes de production industrielle : il est donc au cœur de la réindustrialisation française ; or son entreprise est en redressement judiciaire depuis trois ans et il n'a, actuellement, accès à aucun financement.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. C'est bien le cœur du problème : lorsqu'une entreprise est en difficulté, qu'elle soit en redressement judiciaire, en phase de conciliation ou en mandat *ad hoc*, les banques ne lui prêtent plus. Il ne reste plus que des fonds « vautours » comme Alpha Blue Ocean, Greybull, Mutares ou autres.

Sachant que, par ailleurs, BPIFrance estime que ce n'est pas son rôle d'intervenir dans ce type d'entreprise, que fait-on alors ? Certains proposent la création d'un fonds souverain. Pour vous, il faudrait que BPIFrance co-investisse, à hauteur de 500 M€ à 1 Md€, dans ces entreprises. Ai-je bien compris ?

M. Dominik Zwerger. BPIFrance peut intervenir de manière directe ou par l'intermédiaire de fonds de fonds.

S'agissant d'entreprises en difficulté, je déconseille fortement l'investissement en direct, car c'est, de loin, la partie la plus risquée.

Il conviendrait donc plutôt qu'elle investisse, en fonds de fonds (comme cela se fait, à hauteur de dizaines de milliards d'euros, dans des fonds d'investissement classiques), dans des fonds privés dont la mission est d'investir dans les entreprises en difficulté en France.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pourquoi l'investissement en fonds de fonds est-il préférable à l'investissement en direct ?

M. Dominik Zwerger. Sur les six sociétés que comprend notre portefeuille, une a échoué et les cinq autres ont réussi. Par conséquent, si vous avez investi dans notre fonds, vous aurez un retour global positif, alors que si vous n'avez misé que dans la société qui a échoué, vous aurez tout perdu.

Un fonds qui réalise une dizaine d'opérations pourra rembourser l'argent investi, à moins de multiplier les échecs. Nous l'avons prouvé avec notre premier fonds et d'autres sociétés de gestion membres de la commission Situations complexes y réussissent également. Il faut donc réaliser avec les fonds qui investissent dans les entreprises en difficulté ce que l'on a fait avec le capital-transmission dans les années quatre-vingt-dix, au cours desquelles beaucoup de fonds français se sont constitués.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. D'aucuns, notamment un ancien ministre, sont partisans de la création d'un fonds souverain qui investirait à la manière de Prudentia. Ce fonds souverain, BPIFrance ou un pôle public bancaire, assumerait ainsi les risques et s'y retrouverait *in fine*, de la même façon qu'un fonds comme le vôtre.

M. Dominik Zwerger. Il faudrait alors que ce fonds souverain soit composé d'équipes issues du privé, aguerries et familières de cette stratégie. Je fais ce métier depuis vingt ans et je commence à peine à avoir une certaine expérience des entreprises en difficulté. L'investissement dans ce type de sociétés est très différent de celui que l'on peut faire dans des entreprises qui se portent bien, pour lesquelles il n'est pas nécessaire d'actionner immédiatement des leviers afin d'arrêter l'hémorragie ou de redresser l'activité.

Prenons l'exemple du zoo d'Amnéville, repris en pleine crise de la covid. Nous avons dû – et ce fut très difficile – reconstituer une équipe, mais aussi refinancer la société. Même lorsque vous bénéficiez d'aides d'État, il arrive, si ces aides sont versées tardivement, que l'actionnaire doive décaisser trois cent mille euros de salaires. Parce que nous avons trouvé la bonne dirigeante et que nous avons des échanges à propos de chaque facture dépassant cinq mille euros, la confiance s'est installée et nous avons versé ces trois cent mille euros. Par la suite, nous avons dû remplacer les titulaires de certains postes, mais nous n'avons pas vraiment réduit le nombre global de salariés. Surtout, nous avons stabilisé la situation : le zoo gagne à nouveau de l'argent, si bien qu'il devrait doubler le nombre de ses salariés dans les quatre ou cinq ans à venir.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Puisque vous avez été rapporteur du Ciri, vous pourriez revenir travailler dans un fonds public performant ! (*Sourires.*)

Plus sérieusement, la haute administration pourrait très bien renforcer ses compétences pour réaliser elle-même ce type d'opérations. Notre commission d'enquête va formuler des préconisations, notamment dans le domaine du financement des entreprises en difficulté : se pose donc la question de savoir si l'État doit internaliser cette fonction ou conclure une forme de partenariat avec des fonds comme le vôtre.

M. Dominik Zwerger. Les fonds souverains qui fonctionnent le mieux sont ceux dont la gestion a été confiée à des équipes privées : c'est le cas, par exemple, du fonds norvégien. Je suis en effet convaincu qu'il faut apprendre le métier durant de longues années pour pouvoir réaliser ce type d'investissements.

Lorsque j'étais rapporteur du Ciri, je considérais que cette instance avait pour mission de favoriser la négociation et de remettre autour d'une table des parties qui refusent parfois de se parler. J'ai toujours estimé que donner de l'argent à cette instance aurait été une très mauvaise idée, car elle aurait été obligée d'en mettre dans chaque dossier : les banques, lorsque vous négociez avec elles, estiment toujours que vous n'y croyez pas si vous ne mettez pas la main à la poche.

Sur ce point, j'ai une divergence avec l'ancien ministre auquel vous faites allusion et que j'apprécie beaucoup par ailleurs. J'estime, pour ma part, que la gestion d'un tel fonds doit être confiée au privé. Le rôle du Ciri doit demeurer de négocier et de rassembler les différentes parties autour d'une table.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. La création d'un fonds souverain dont la gestion serait déléguée au privé vous semble-t-elle possible en France et, si tel est le cas, qui devrait en assurer la gestion ? Pourrait-il s'agir de BPIFrance ? Que préconiseriez-vous de faire pour remédier très rapidement au problème du financement des entreprises en difficulté et sauver l'industrie française ?

M. Dominik Zwerger. Il est un point sur lequel l'ensemble des membres de la commission Situations complexes sont d'accord, mais dont nous avons beaucoup de mal à convaincre nos interlocuteurs : le simple fait d'investir dans une entreprise, de stabiliser la situation et les emplois et d'éviter un redressement judiciaire a une valeur économique. Elle est, certes, moins importante pour nos investisseurs financiers privés, qui attendent un retour qui se matérialisera au moment de la revente, que pour les pouvoirs publics, notamment BPIFrance – on ne reparlera plus jamais de Polyart, par exemple, comme d'une entreprise en difficulté.

Par ailleurs, nous sortons d'une période, celle de la covid, pendant laquelle les financements ont été importants : je pense aux PGE, aux nombreuses aides et à l'action des banques. Tout s'est arrêté au même moment : on est sorti des dispositifs liés à la covid (et c'est une bonne chose) et les banquiers ont fermé les robinets du financement de l'industrie.

Le moment est donc crucial. Compte tenu du nombre de défaillances d'entreprises, notamment industrielles, il est indispensable que, dans les tout prochains mois, nous disposions de capacités d'investissement en capital dans l'industrie française. Notre premier fonds a permis de stabiliser 1 500 emplois industriels. Avec un fonds de 500 M€, nous pourrions décupler ce chiffre.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je ne comprends pas quelle est la différence entre le fonds souverain norvégien et le fonds de 500 M€ que vous venez d'évoquer. Le principal problème n'est-il pas lié au fait que les détenteurs de capitaux attendent des retours très rapides alors que, comme vous le dites vous-même, vous avez besoin de temps avant de réaliser votre « sortie » ? L'intervention d'un fonds souverain ne réglerait-elle pas, en partie, ce problème ?

M. Dominik Zwerger. J'aurais tendance à répondre par la négative, car il faut parvenir à créer un écosystème qui perdure.

J'ai évoqué les fonds Tibi : s'il se confirme que la première tranche a été investie au mauvais moment, il sera très difficile de continuer à lever des fonds dans ce cadre et le problème sera le même dans dix ans.

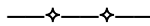
Pour pouvoir lever des fonds de manière régulière et significative, il faut que le privé participe. Or il n'investira pas dans un fonds souverain, dont les retours attendus sont moins importants.

Le défi de servir des retours qui soient aussi bons, voire meilleurs, que pour des entreprises en bonne santé, nous pouvons le relever. Notre premier fonds a pâti de la crise de la covid, mais nos investisseurs acceptent les retards qu'elle a provoqués dans tous les secteurs. Par ailleurs, la période actuelle est propice pour investir dans notre stratégie, puisque tout le monde a cessé de financer l'économie. Les sociétés avec lesquelles nous sommes en discussion sont de très belles entreprises qui n'ont plus accès au financement et dans lesquelles les fonds classiques ne sont pas capables d'investir, dans la mesure où elles doivent faire face à des hausses de coûts des matières premières et de l'énergie et, le cas échéant, à une activité moins bonne que l'an dernier. Nous avons donc pléthore de dossiers qu'il faut traiter, idéalement avant la mise en redressement judiciaire.

M. le président Emmanuel Mandon. Merci pour votre enthousiasme et une approche qui me semble très constructive. Nous traversons une période dans laquelle nous avons le sentiment que beaucoup de choses nous échappent et qu'il est difficile de résister à la tempête. Mais c'est précisément le moment de se donner des raisons d'espérer.

Vous pouvez compléter nos échanges en répondant par écrit au questionnaire qui vous a été adressé par la rapporteure et en nous communiquant les documents que vous estimeriez utiles à notre travail.

La séance s'achève à dix-sept heures vingt.



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 16 h 25

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

Excusés. – Mme Émilie Bonnard.