

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 représentants de la direction générale de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés des capitaux (DG FISMA) de la Commission européenne..... 2

Jeudi 16 avril 2026
Séance de 15 heures 15

Compte rendu n° 32

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

Présidence de
M. Emmanuel Mandon,
Président



La séance est ouverte à quinze heures vingt.

Sous la présidence de M. Emmanuel Mandon, la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs a auditionné des représentants de la direction générale de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés des capitaux (DG FISMA) de la Commission européenne.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous terminons nos travaux de l'après-midi par l'audition, en visioconférence et en français, de la direction générale de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés des capitaux (DG Fisma) de la Commission européenne.

Au sein de cette direction générale, M. Martin Merlin est directeur de Fisma.C, c'est-à-dire la direction chargée des marchés financiers. Monsieur Merlin a commencé sa carrière à la direction générale du Trésor, avant de rejoindre la Commission européenne en 1997, où il a exercé, de façon continue, des responsabilités dans les différents secteurs de réglementation et de régulation des services financiers. Il a notamment été membre du cabinet du commissaire au marché intérieur Charlie McCreevy et directeur chargé des banques, des assurances et de la criminalité financière.

Au sein de la direction Fisma.C, Mme Hélène Bussièrès est cheffe de l'unité Fisma.C.4, chargée de la gestion d'actifs. Mme Bussièrès a travaillé une dizaine d'années dans le secteur privé, notamment dans le domaine des fusions et acquisitions, avant de rejoindre la Commission européenne, où elle travaille, depuis 2016, au sein de la DG Fisma.

Les fonds d'investissement sont devenus, au cours des vingt dernières années, des acteurs incontournables du financement des entreprises en France et en Europe. Quel regard la Commission européenne porte-t-elle sur l'écosystème des fonds d'investissement, au regard notamment de la problématique de la croissance des entreprises européennes et françaises ?

Je rappelle que l'article 6 de l'ordonnance du 17 novembre 1958 relative au fonctionnement des assemblées parlementaires impose, en principe, aux personnes auditionnées par une commission d'enquête de prêter serment de dire la vérité, toute la vérité, rien que la vérité. Néanmoins, eu égard à votre qualité de personnalités s'exprimant au nom d'une institution supranationale et conformément à une pratique habituelle, je vous dispense de cette prestation de serment.

M. Martin Merlin, directeur des services financiers (Fisma.C). Je vous remercie de cette invitation qui m'est donnée pour parler de la stratégie de la Commission européenne relative à l'Union de l'épargne et des investissements (UEI), stratégie que la Commission a publiée au premier trimestre de l'année dernière (« Union de l'épargne et des investissements – Une stratégie destinée à favoriser la richesse des citoyens et la compétitivité économique dans l'UE », COM (2025) 124 final, 19 mars 2025).

Cette stratégie constitue une étape-clé pour renforcer l'intégration des marchés financiers européens et mieux orienter l'épargne, qui est abondante, vers le financement de l'économie réelle et des entreprises qui ont besoin de financement. Elle permettra aux entreprises à la recherche de financement d'accéder plus facilement à une diversité de sources de financement, renforçant ainsi leur pouvoir de négociation et leur capacité à obtenir des conditions plus favorables et plus adaptées à leurs besoins.

Cette stratégie revêt également une importance particulière dans le contexte actuel, car elle vise à soutenir la compétitivité de l'économie européenne en facilitant la mobilisation de capitaux, au service des transitions climatique et numérique et en faveur de la croissance en général.

Les éléments-clés de cette stratégie sont d'ordre législatif et sont en cours de négociation au Conseil et au Parlement.

Je concentrerai mon propos sur le cadre aujourd'hui applicable à la gestion d'actifs et aux fonds d'investissement et, surtout, sur les règles relevant de l'Union européenne que nous souhaitons renforcer avec cette stratégie.

Il faut, au préalable, garder à l'esprit que tout n'est pas réglementé au niveau européen : lorsqu'un sujet ne l'est pas, il peut l'être par les réglementations nationales, en vertu du principe de subsidiarité.

Pour présenter le cadre réglementaire européen, on distingue deux grands types de fonds d'investissement.

La première catégorie est celle des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), qui sont des fonds ouverts, investis principalement dans des actifs liquides cotés, comme les obligations, et accessibles à un large public d'investisseurs, y compris particuliers. Au niveau européen, la directive OPCVM encadre leur fonctionnement, notamment en matière d'actifs éligibles, de diversification et de limitation de l'effet de levier.

La seconde catégorie est celle des fonds d'investissement alternatifs, qui présentent des caractéristiques très variées. Certains mettent en œuvre des stratégies d'investissement dans des actifs de long terme peu liquides, par exemple l'immobilier ou le capital d'entreprises non cotées. La majorité de ces fonds d'investissement alternatifs sont fermés aux entrées et sorties de leurs investisseurs en cours de vie : ils s'adressent donc prioritairement à des investisseurs professionnels, qui ont la capacité de comprendre les risques et avantages de tels investissements. Dès lors, seuls les fonds d'investissement alternatifs dédiés aux investisseurs professionnels et gérés par des acteurs régulés bénéficient d'un passeport de commercialisation leur permettant d'opérer librement au sein de l'Union.

Les fonds de capital-investissement ou de *private equity* qui vous intéressent sont donc des fonds d'investissement alternatifs au regard de la législation européenne. Leurs règles d'investissement sont définies au plan national. Au niveau européen, la réglementation se concentre sur les acteurs intervenant autour de ces fonds, notamment les gestionnaires d'actifs. Les règles européennes ont trait aux obligations d'information des investisseurs, aux règles de conduite, aux moyens humains et techniques à mettre en œuvre et aux obligations en matière de gestion des risques. La directive sur les gestionnaires de tels fonds (directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs) réglemente également l'autorisation d'exercer ces fonctions.

Pour ce qui concerne le rôle et l'impact des fonds d'investissement sur l'économie réelle, l'activité de leurs gestionnaires consiste à collecter des fonds auprès d'acteurs en capacité de financement, comme les épargnants ou les investisseurs institutionnels, afin de les réinvestir auprès d'acteurs en besoin de financement.

Les fonds contribuent donc, aux côtés des banques et des acteurs publics, au continuum de financement dont les entreprises ont besoin. C'est notamment vrai pour les entreprises les plus jeunes, les plus innovantes, ainsi que pour celles qui s'engagent dans des projets de croissance conséquents et qui peineraient pour trouver les prêts dont elles ont besoin auprès des banques.

Pour l'ensemble des entreprises européennes, il est essentiel de pouvoir compter sur un écosystème développé de fonds d'investissement de tailles variées, capables de répondre à leurs différents besoins de financement. Or la gestion d'actifs sur le continent reste relativement peu développée par rapport au produit intérieur brut de l'Union européenne, en particulier par comparaison avec les États-Unis : le secteur du capital-investissement dans l'Union est environ cinq fois plus petit en taille que celui des États-Unis, avec des fonds généralement beaucoup plus petits.

La Commission a mené de nombreuses consultations. Elles ont mis en évidence que l'accès au financement est souvent restreint pour nos entreprises, car trop peu d'acteurs ont la capacité d'investir dans des entreprises de tailles différentes et à différents stades de leur développement. On trouve également assez peu d'acteurs européens désireux d'investir dans des entreprises en difficulté financière. En d'autres termes, le risque existe que les entreprises les plus jeunes ou en difficulté n'aient accès qu'à de rares offres de financement, voire aucune, ce qui peut mettre en péril leur viabilité.

Ces éléments sont à l'origine de la stratégie relative à l'UEI, qui vise avant tout à poursuivre l'intégration des marchés de capitaux afin de créer un marché unique européen, dans le but d'offrir aux entreprises un panel d'opportunités de financement plus large et plus diversifié. Cet objectif est étroitement lié aux préoccupations de votre commission d'enquête : en élargissant la gamme des financements disponibles, il s'agit d'éviter que les entreprises, faute d'alternatives, soient contraintes d'accepter des conditions de financement défavorables ou déséquilibrées. La stratégie poursuit d'autres objectifs complémentaires, comme renforcer la participation des citoyens européens au marché des capitaux dans de bonnes conditions de confiance et de protection des investisseurs. Il s'agit aussi d'harmoniser les modalités de supervision au sein de l'Union européenne : nous avons notamment proposé de renforcer l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), établie à Paris, qui devrait se voir attribuer des tâches de supervision. En combinant ces leviers, la stratégie vise à améliorer la manière dont le système financier de l'Union dirige l'épargne vers les investissements productifs, à offrir de meilleures opportunités financières aux investisseurs européens et à répondre à des besoins supplémentaires évalués à 750 à 800 milliards d'euros (Md€) par an d'ici 2030 – un ensemble de questions et de défis au cœur du rapport présenté par l'ancien président de la Banque centrale européenne Mario Draghi (2024).

Concernant les fonds d'investissement, plusieurs réformes sont en cours ou à venir.

La Commission a publié, le 4 décembre 2025, un paquet de propositions législatives visant à davantage intégrer les marchés de capitaux dans l'Union européenne, en matière de valeurs mobilières, d'activités post-marché et de gestion d'actifs [COM (2025) 941 final, COM (2025) 942 final et COM (2025) 943 final]. Certaines mesures, en cours de négociation, visent à éliminer les barrières qui nuisent aux opérations transfrontières, par exemple en harmonisant les règles encadrant la commercialisation des fonds et les procédures d'autorisation.

Elles visent aussi à faciliter le fonctionnement opérationnel du « passeport européen », en automatisant la communication entre les autorités nationales et l'AEMF, et à améliorer la supervision en renforçant le rôle de cette dernière, qui bénéficierait de davantage d'options pour résoudre les différends entre autorités nationales.

J'ajoute que la Commission travaille également à une réforme des fonds de soutien à l'innovation et au capital-risque. Une consultation publique a été conduite, au début de l'année, afin d'améliorer le fonctionnement du label européen pour les fonds européens de capital-risque (*European Venture Capital Fund*, EuVECA) et éventuellement d'étendre son périmètre, le but étant de permettre aux fonds d'atteindre une taille critique pour aider les entreprises qui souhaitent se développer rapidement dans l'Union.

M. le président Emmanuel Mandon. J'ai bien noté les références aux constats établis par les rapports de MM. Mario Draghi et Enrico Letta, ainsi que la nécessité de mobiliser davantage de capitaux privés : la prise de conscience semble donc partagée au-delà des frontières nationales.

Vous avez indiqué que les pratiques financières des fonds d'investissement, telles les rachats avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO), ne relèvent pas de la compétence de l'Union européenne. Pourriez-vous nous dire si cet état du droit vous semble devoir évoluer à plus ou moins long terme ? Une évolution est-elle dans la trajectoire envisagée ? Considérez-vous que la législation européenne actuelle, dominée par les soucis de transparence et d'égalité concurrence, est suffisante ?

M. Martin Merlin. S'agissant des opérations de LBO, nous pensons qu'il revient au gestionnaire d'actifs d'exercer son jugement professionnel, tout en remplissant les obligations associées à son devoir fiduciaire. Il n'existe pas de cadre réglementaire spécifique sur cette question, la Commission européenne n'a pas de projets à cet égard et, à ma connaissance, nous n'avons pas non plus reçu de demandes de la part des différentes parties intéressées, concernant une éventuelle première réglementation de ces opérations.

M. le président Emmanuel Mandon. Je m'interrogeais également sur l'existence d'une perspective (ou d'une logique) qui mènerait à une trajectoire de législation nouvelle, dictée par un souci de transparence et d'égalité concurrence dans le fonctionnement des marchés européens.

M. Martin Merlin. La législation actuellement en place prévoit d'ores et déjà des conditions de concurrence et de transparence qui nous paraissent satisfaisantes. Je dois cependant souligner que la législation applicable à la gestion d'actifs a été développée dans le but premier, voulu par le législateur, de protéger les investisseurs. Elle vise évidemment aussi à assurer une bonne stabilité financière générale.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Notre commission d'enquête s'intéresse aux pratiques de certains fonds d'investissement ou *family offices*, qui peuvent avoir des répercussions négatives sur les entreprises françaises. On peut citer les LBO pratiqués par des fonds comme Apollo, qui utilisent des leviers d'endettement très importants et mettent en difficulté de nombreuses entreprises européennes en les endettant et en leur imposant des frais de conseil et de gestion très importants.

Deuxièmement, nous nous intéressons aux fonds de retournement, comme Mutares ou Greybull, qui mettent en faillite un grand nombre d'entreprises par le biais de frais de conseil et de gestion exorbitants.

Troisièmement, nous examinons les pratiques de ce que l'on appelle les *family offices*, comme Alpha Blue Ocean, qui utilisent les obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa), ruinant des centaines de petits actionnaires en plus de détruire à petit feu des entreprises.

Vous nous dites que, sur les LBO, il n'y a pas de réglementation européenne. Je souhaiterais votre confirmation. Qu'en est-il des fonds de retournement et des Ocabsa ? Y a-t-il une réglementation européenne qui permet d'encadrer ces pratiques ? Sinon, un tel projet peut-il exister à Bruxelles ?

M. Martin Merlin. J'ai déjà répondu concernant les opérations de LBO.

S'agissant des fonds de retournement, il n'existe pas, à ce jour, d'encadrement spécifique. Il s'agit d'une stratégie de gestion très particulière, centrée sur l'accompagnement d'entreprises en difficulté ou en phase de restructuration. Vous avez notamment cité le cas de Mutares, mais, à notre connaissance, il ne s'agit pas d'une société de gestion, mais d'une entreprise cotée qui ne rentre pas dans le cadre des attributions de la DG Fisma.

S'agissant des *family offices*, nous n'avons pas non plus été saisis de demandes particulières visant à les réglementer au niveau européen. Je voudrais insister sur le fait qu'à nos yeux (et c'est bien le sens de la stratégie sur l'épargne et l'investissement), il est absolument essentiel de fournir aux entreprises européennes, notamment celles qui peuvent être en difficulté, une diversité de sources de financement. Elles peuvent être confrontées à des fonds qui développent des stratégies discutables, mais c'est souvent parce qu'elles n'ont pas le choix. En nous assurant que nous avons dans l'Union européenne des fonds aux reins plus solides, de taille critique et plus spécialisés, nous créons également les conditions pour que les entreprises, notamment celles en difficulté, aient davantage de solutions à leur disposition.

Mutares est une holding cotée en bourse, qui investit avec ses fonds propres au capital d'entreprises : il ne s'agit pas d'un fonds d'investissement, ni d'une société de gestion.

Mme Hélène Buissières, cheffe de la gestion d'actifs Fisma. Je voudrais ajouter un point au sujet de la réglementation des fonds au niveau européen. La directive 2011/61/UE, dite directive « AIFM », concerne les fonds d'une certaine taille, notamment de plus de cinq cents millions d'euros, réglementés au niveau européen et soumis à de nombreuses règles. Ils sont autorisés et, lors de la phase d'autorisation, doivent indiquer leurs stratégies d'investissement et les ressources dont ils disposent. Les gestionnaires de ces fonds sont supervisés par l'Autorité des marchés financiers (AMF) en France et soumis à un *reporting* très régulier.

Ces fonds de taille très significative, très actifs sur le secteur alternatif, ne sont pas ceux qui s'engagent dans les opérations les plus discutables que vous évoquiez. D'après les informations que nous avons reçues de certains acteurs français, il s'agirait plutôt de fonds de taille plus petite, qui ne sont pas nécessairement réglementés au niveau européen.

Il est important de distinguer les gros acteurs soumis à la directive AIFM, qui sont autorisés et supervisés, selon des règles européennes, par l'AMF, d'une série d'acteurs de plus petite taille, qui sont soumis au régime national pour les fonds et également supervisés par l'AMF.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'ai une deuxième question sur la banque publique d'investissement (BPIFrance), qui reconnaît ne pas pouvoir procéder elle-même au financement d'entreprises en difficulté, car ce serait considéré comme une aide d'État que la Commission européenne ne permettrait pas. Le financement de telles entreprises serait-il bien considéré comme une aide d'État ? Cela empêche-t-il, de fait, une banque comme BPIFrance d'injecter des financements dans des entreprises en difficulté ? Le droit européen empêche-t-il aussi la création d'un fonds de retournement souverain en France ? D'ailleurs, un tel fonds existe-t-il dans l'Union européenne ?

M. Martin Merlin. Il s'agit d'une question qui relève de la compétence de la direction générale de la concurrence (DG Concurrence) : je ne pourrai donc vous apporter que quelques éléments de réponse généraux.

Les aides d'État peuvent être compatibles avec le fonctionnement du marché intérieur sous certaines conditions prévues par le traité. Un État qui prévoit d'accorder une aide doit envoyer une notification préalable à la Commission, qui évalue ensuite si cette aide est compatible avec le bon fonctionnement du marché intérieur.

Le cas des entreprises en difficulté est particulier. La Commission européenne a publié des lignes directrices en la matière pour préciser les principes qu'elle applique, ce qui doit normalement aider les États et les banques publiques à déterminer si une aide est possible. L'analyse doit cependant se faire au cas par cas par la DG Concurrence.

Je n'ai pas connaissance de fonds de retournement souverains dans l'Union européenne et ne suis pas en situation de vous dire si le droit de l'Union interdirait d'en créer un. C'est une question d'ordre juridique qui nécessiterait une analyse détaillée. Vous me permettez donc de réserver ma réponse à cet égard.

Pour les aides d'État, il n'existe pas d'interdiction pure et simple, mais un cadre, qui doit être appliqué au cas par cas.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Existe-t-il des règles *de minimis* ou des plafonds ?

M. Martin Merlin. Il existe effectivement des exceptions au processus de notification préalable. C'est le cas, par exemple, lorsque l'aide reste sous un certain seuil et respecte une série de critères et de dispositions prévus par le règlement de la Commission européenne en matière de concurrence. Il y a bien un seuil en dessous duquel les aides sont possibles.

Je me permets, de nouveau, de vous renvoyer à mes collègues de la DG Concurrence, qui seront beaucoup plus compétents que moi.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous poserons effectivement la question à la DG Concurrence.

BPIFrance nous a répondu que c'était impossible et que cela serait considéré comme une aide d'État. Or votre réponse confirme qu'il est tout à fait possible de le notifier pour que l'aide d'État soit examinée au cas par cas, comme cela a souvent déjà été fait, par exemple pour les aides d'urgence agricoles. Je vous remercie pour cette confirmation qui contredit une des discussions que nous avons pu avoir avec BPIFrance.

M. le président Emmanuel Mandon. Auriez-vous d'autres remarques à formuler ou des informations qui permettraient de compléter ces premières appréciations ?

M. Martin Merlin. Je ne peux qu'insister sur l'importance de la stratégie de l'UEI, qui vise à mieux articuler l'épargne et l'investissement dans l'Union européenne.

Nous avons beaucoup d'épargne dans l'Union européenne, notamment en France. Cette épargne a tendance à rester cantonnée sur des livrets ou des comptes bancaires, qui rapportent peu aux épargnants. Quand cette épargne est investie, elle l'est souvent aux États-Unis dans le secteur des *big tech*, ce qui est compréhensible et a jusqu'ici offert de bons rendements. Nous pensons qu'il est absolument stratégique pour l'Union européenne de réorienter, dans les prochaines années, une partie de cette épargne vers des investissements productifs dans les entreprises de l'Union.

Cette épargne est aussi nécessaire pour approfondir la liquidité des marchés de capitaux de l'Union européenne. Nous espérons que cette stratégie, en cours de négociation au Conseil et au Parlement, sera couronnée de succès.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Des alertes de plus en plus fortes se manifestent, depuis trois mois, vis-à-vis d'une menace de crise financière qui partirait des États-Unis, liée à l'activité de crédit privé de sociétés de gestion d'actifs comme Apollo et Blackstone. Du patron de J.P.Morgan aux autorités de régulation américaines, beaucoup alertent sur ce crédit privé et sur une déconnexion croissante entre la valeur réelle des investissements réalisés et la valeur de marché. On retrouve certains ingrédients de la crise de 2008. Quelle est votre analyse de la situation et du risque aux États-Unis, ainsi que du risque de contagion au système bancaire et financier européen ?

M. Martin Merlin. C'est un sujet très important, qui nous rappelle que nous devons veiller à maintenir un cadre réglementaire prudentiel solide au sein de l'Union européenne. Dans certaines juridictions, nous constatons une volonté de déréguler. À la Commission, nous pensons qu'il y a matière à simplifier le cadre réglementaire, mais non à déréguler, surtout dans le contexte géopolitique et économique difficile que nous connaissons.

Il y a effectivement des inquiétudes relatives aux fonds de dette privée. Il faut savoir qu'il s'agit d'un secteur beaucoup plus important aux États-Unis que dans l'Union européenne. Le marché américain concentre environ 65 % des actifs sous gestion des fonds de dette privée au niveau mondial, contre seulement 20 % pour l'Union européenne : même si ce marché est également en essor, chez nous, depuis deux ans, cela reste très limité en valeur absolue.

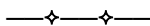
Le sujet-clé est celui de notre exposition aux fonds américains. Nous savons qu'il y a une certaine vulnérabilité des compagnies d'assurance et des fonds de pension, mais le point crucial, pour la stabilité financière, est l'exposition des banques.

Je n'ai pas connaissance de situations critiques, mais le sujet doit être regardé de très près : c'est le travail de la banque centrale européenne (BCE), en tant que superviseur bancaire dans la zone euro, et des différentes autorités nationales de veiller à ce que cette exposition de nos banques reste sous contrôle.

M. le président Emmanuel Mandon. Je relève une confirmation de votre préoccupation et de vos objectifs, notamment par rapport à la réorientation d'une partie de l'épargne. Vous aurez pu noter aussi nos interrogations sur la dimension prudentielle et le cadre réglementaire indispensable qu'il faudrait développer sur le marché européen.

Je vous remercie de votre contribution et vous indique que nous serons peut-être conduits à vous solliciter par écrit, si nous avons d'autres interrogations.

La séance s'achève à seize heures cinq.



Membres présents ou excusés

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

Réunion du jeudi 16 avril 2026 à 15 h 15

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