

A S S E M B L É E N A T I O N A L E

1 7 ^e L É G I S L A T U R E

Compte rendu

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

–Audition de MM. Daniel Baal, président, et Francois Lefebvre, directeur général adjoint de la Fédération bancaire française..... 2

Jeudi 23 avril 2026
Séance de 15 heures

Compte rendu n° 38

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

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



La séance est ouverte à quinze heures.

Sous la présidence de M. Emmanuel Mandon, la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs a auditionné MM. Daniel Baal, président, et François Lefebvre, directeur général adjoint de la Fédération bancaire française.

M. le président Emmanuel Mandon. La commission d'enquête se consacre à la mise en lumière des comportements prédateurs de certains fonds d'investissement. Il nous est donc apparu nécessaire de connaître le regard que la Fédération bancaire française (FBF) porte sur des acteurs dont le poids ne cesse de croître. Faiblement régulé, dominé par des acteurs de taille mondiale, l'écosystème des fonds d'investissement suscite l'attention, mais également des inquiétudes. Des pratiques contestables y prospèrent, liées notamment à des objectifs de rentabilité déraisonnables.

Pour les banques, les fonds d'investissement sont des partenaires autant que des concurrents. Nous avons déjà eu l'occasion de nous interroger sur la manière dont se constituaient leurs relations. Nous espérons que nos échanges nous apporteront tout l'éclairage nécessaire sur ce sujet.

Avant de vous donner la parole, 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.

(MM. Daniel Baal et François Lefebvre prêtent serment.)

M. Daniel Baal, président de la Fédération bancaire française (FBF). La FBF, qui représente 317 entreprises bancaires, vous remercie de poser le sujet du financement des capacités productives de la France. Elle s'associe évidemment à une réflexion concernant le rôle des fonds d'investissement, leur utilité pour l'économie et les réglementations qui leur sont applicables. À titre liminaire, relevons que nous parlons ici de l'intervention d'acteurs non bancaires qui permettent aux entreprises de se financer de manière complémentaire au secteur bancaire.

Toutes les entreprises, quelle que soit leur taille, présentent des besoins conséquents de financement. Le rapport Draghi sur la compétitivité européenne note que l'Union européenne doit mobiliser entre 750 et 800 milliards d'euros (Md€) supplémentaires, répartis entre financements publics et privés. Dans ce contexte, le financement bancaire de l'économie est central. Il faut savoir que les petites et moyennes entreprises (PME) européennes restent majoritairement financées par les banques et qu'elles disposent de peu d'accès aux marchés, ce qui constitue une différence structurelle majeure avec les États-Unis. Aux États-Unis, 37 % du financement des entreprises reposent en effet sur le crédit, contre 63 % sur les marchés. En zone euro, au contraire, les entreprises sont financées très largement par le crédit (78 %) et secondairement par le marché (22 %). En France, 67 % du financement des entreprises est lié au crédit et 33 % au marché, cette part de marché concernant surtout les plus grands groupes.

Le financement bancaire est contraint par des exigences prudentielles strictes. L'octroi de crédits par les banques est encadré par la réglementation prudentielle afin d'éviter les risques pour la stabilité financière. Ainsi, les risques pris par un établissement bancaire sont mesurés, encadrés et surveillés par les autorités de tutelle.

Tout risque pris entraîne la mise en réserve immédiate et proportionnelle de capitaux propres pour y faire face. Plus le niveau de risque estimé par le superviseur est élevé, plus le montant de capital immobilisé l'est également : à titre d'exemple, le coût pondéré en risque d'un crédit immobilier assorti d'une garantie crédit-logement est de 9 % ; un financement octroyé à une toute petite entreprise (TPE) est pondéré à 23 % ; un crédit à une PME classique, à 52 % ; un investissement au capital d'une entreprise sous forme de capital-investissement est pondéré à plus de 100 %, il est compris entre 250 % et 400 %.

Autre exemple : dans de nombreux cas de financements de projets, l'évaluation du risque ne dépend pas du bilan de l'emprunteur, mais exclusivement des perspectives de revenus de l'investissement à financer. Le cadre prudentiel européen applique alors des méthodologies pénalisantes, ce qui peut conduire les banques à renoncer au financement d'actifs stratégiques ou à le réduire, comme dans l'aéronautique ou les *data centers*. Les exigences de modélisation interne sont aujourd'hui inadaptées au financement spécialisé, car elles ont été conçues pour des portefeuilles de projets. Or les entreprises risquées ou nouvelles ont souvent un taux d'endettement élevé par rapport à leurs revenus et les crédits accordés par les établissements bancaires à ces entreprises fortement endettées sont extrêmement encadrés par le superviseur, notamment par la Banque centrale européenne (BCE).

Ces exigences relèvent de la réglementation prudentielle, considérablement renforcée depuis la crise de 2008. Si ce renforcement a efficacement consolidé la stabilité financière – les niveaux actuels de capitalisation des banques sont d'ailleurs reconnus comme très solides par les autorités européennes (et c'est notamment le cas des banques françaises, qui ont montré leur robustesse lors de crises récentes), – ces exigences de capital, qui vont encore s'accroître, sont, pour nombre d'entre elles, inadaptées au modèle économique français. On va notamment assister à un alourdissement des exigences de fonds propres pour le financement de l'acquisition de biens immobiliers par les particuliers, c'est-à-dire des financements globalement peu risqués – surtout compte tenu des pratiques des banques françaises, qui accordent des crédits sur la base de fondements économiques sains, notamment après évaluation de la capacité de l'emprunteur (et pas seulement de la valeur du bien).

Malgré un niveau de fonds propres reconnu comme suffisant par les autorités européennes, la réglementation va se durcir et geler encore davantage de capacité de financement de l'économie, sans pour autant qu'il y ait de risques supplémentaires. À l'échelle des six principales banques françaises, notre estimation est que les exigences de fonds propres vont augmenter de 110 Md€ d'ici 2032, sous l'effet de l'application des réformes dites « Bâle III » : 110 Md€ supplémentaires de fonds propres, cela veut dire 1 300 Md€ de capacité de financement en moins pour l'économie. Cette capacité de financement par les banques est un atout que nous ne pouvons pas complètement mobiliser, puisque les contraintes réglementaires, excessives et parfois redondantes, se font au détriment de l'investissement productif.

Compte tenu des contraintes que je viens d'évoquer pour les banques, le financement par le marché ou par les fonds peut être une solution dans certaines situations. Le financement par la dette n'est pas toujours pertinent, en particulier pour certains projets innovants ou certaines entreprises de petite taille. Le développement des financements en fonds propres paraît donc indispensable, notamment en Europe. Or ce rôle doit être assumé via l'accès au marché afin d'y lever des fonds – les banques accompagnent alors souvent l'entreprise et jouent un rôle de conseil et de « placeur » dans le cadre d'opérations de haut de bilan, comme des introductions en bourse, des augmentations de capital ou des émissions d'obligations convertibles – ou par des investisseurs autres que les banques.

Il faut savoir qu'un euro investi en actions par une banque lui coûte de l'ordre de cinq fois plus en fonds propres qu'un euro prêté sous forme de crédit classique.

C'est là que les fonds de croissance et de capital-risque sont nécessaires pour compléter le financement par la dette. Au 30 juin 2023, les investissements directs des banques dans les PME du secteur de la défense, par exemple, s'élevaient à plus de 500 millions d'euros (M€). C'est un montant très significatif, mais qui doit être mis en regard des besoins en fonds propres de la base industrielle et technologique de défense (BITD), qui sont de 3 Md€ à 5 Md€ à l'horizon de 2030 pour la France – ces éléments chiffrés sont issus du dossier de presse d'un événement organisé récemment sur le financement de la BITD. Les banques peuvent participer à ces fonds, voire susciter leur création, mais elles ne peuvent apporter toutes les ressources nécessaires, car il y a aussi des prêts à accorder, que seules les banques peuvent octroyer – d'où l'importance d'avoir des investisseurs, y compris des fonds.

Il existe divers types de fonds, car les besoins de financement en fonds propres sont divers. On peut distinguer trois catégories principales. Tout d'abord, les fonds de capital-investissement, qui visent à accompagner les PME et les entreprises de taille intermédiaire (ETI) non cotées sur le long terme en leur apportant des fonds propres. Ensuite, les fonds de retournement (*distressed funds*), qui investissent spécifiquement dans des entreprises en difficulté. Enfin, les fonds de capital-risque, qui sont souvent spécialisés dans les rachats avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out, LBO*). Ce dispositif constitue un montage financier qui permet notamment le rachat d'une entreprise en ayant recours à l'endettement. Les prêts des banques à ces fonds, notamment les fonds à effet de levier, sont soumis par la Banque centrale européenne à une surveillance toute particulière. La BCE demande des suivis extrêmement précis concernant les opérations réalisées en LBO : lorsqu'elle estime qu'un établissement bancaire est trop exposé à ce type d'opérations, elle peut moduler à la hausse la part discrétionnaire de capital supplémentaire qu'elle a autorité pour lui imposer. Par ailleurs, toutes les banques ont l'obligation de communiquer régulièrement à l'autorité de tutelle leur exposition aux entités du système bancaire parallèle.

La profession bancaire plaide évidemment pour que les acteurs non bancaires, qui ont un rôle de prêteurs ou d'apporteurs de capitaux, soient soumis aux mêmes contraintes réglementaires que les acteurs bancaires, selon le principe « *mêmes activités, mêmes risques, mêmes règles*. ». C'est un sujet qui concerne la réglementation prudentielle et, aujourd'hui, ce n'est évidemment pas le cas. L'inquiétude actuelle se focalise beaucoup, d'une part, sur le manque de liquidité des fonds qui prêtent à des entreprises fortement risquées, et, d'autre part, sur la valorisation des crédits accordés à ces entreprises. Globalement, les banques françaises sont favorables à l'établissement d'un même niveau de réglementation dès lors que les risques pris et les activités sont identiques aux leurs. Cela signifie que les acteurs non bancaires qui interviennent notamment sur le marché du crédit privé devraient être soumis à des règles macroprudentielles comparables à celles qui s'appliquent aux banques en matière de levier, de liquidité et de transparence.

J'ajoute qu'une coordination transfrontalière entre superviseurs, d'une part, et des pouvoirs d'intervention, d'autre part, sont nécessaires afin de garantir la stabilité financière, l'égalité de concurrence et l'absence d'arbitrages réglementaires.

M. le président Emmanuel Mandon. J'ai bien pris note, dans votre présentation, de tous les éléments qui limitent ou réduisent les capacités d'intervention des établissements bancaires.

J'ai également bien noté que vous considérez que les fonds jouent un rôle complémentaire et j'en arrive à votre formule « *mêmes activités, mêmes risques, mêmes règles.* » : c'est tout à fait concevable.

Sur ce point, nous avons d'ailleurs relevé, de la part d'un certain nombre d'acteurs que nous avons auditionnés, le constat que le durcissement de la régulation du secteur bancaire après la crise de 2008 a conduit au renforcement de l'activité de capital-investissement. Pourriez-vous développer, encore un peu plus, vos aspirations en matière de réglementation ?

Je voudrais revenir également sur l'activité de retournement d'entreprises en difficulté, notamment pour celles qui ont connu un redressement judiciaire. Certains acteurs auditionnés ont regretté que le canal du crédit bancaire leur soit systématiquement coupé. Admettez-vous ce constat ? Estimez-vous nécessaire d'intervenir et, peut-être, de préciser davantage les raisons de cette situation ?

M. Daniel Baal. Sur les aspects réglementaires, il s'agit simplement d'éviter de superposer des couches de fonds propres à d'autres couches de fonds propres. Aujourd'hui, la réglementation impose un cadre très rigoureux, que la transposition de Bâle III, qui va monter en puissance progressivement jusqu'en 2030, ne va faire que renforcer. Chaque fois qu'on augmente les exigences de fonds propres, on réduit la capacité de financement des banques et, quelque part, on favorise ainsi l'émergence (ou le développement) d'acteurs non bancaires.

Les banques ne cessent de militer pour une régulation. Nous y sommes évidemment favorables et nous considérons que tout ce qui a été fait depuis 2008 est très positif pour l'économie, pour les finances publiques (car cela évite d'avoir à recourir à l'État en cas de défaillance d'un établissement) et pour les banques elles-mêmes. Cependant, une fois constaté que la Banque centrale européenne reconnaît très largement que les banques européennes sont solides, ajouter encore des couches de fonds propres n'est pas cohérent. Pas plus tard que la semaine dernière, dans le cadre d'une consultation de la Commission européenne, nous avons, comme l'ensemble des acteurs, formulé un certain nombre de propositions pour renforcer la compétitivité du secteur bancaire et, par conséquent, sa capacité à financer l'économie. Sur ce sujet, nous demandons une simplification de la réglementation et non l'ajout de nouveaux niveaux de fonds propres. C'est un sujet qui ne pourra pas être traité au plan français : il doit l'être au plan européen.

Nous allons même plus loin en affirmant que le sujet est celui du mandat de la Banque centrale européenne. Aujourd'hui, il est axé sur la solidité et la sécurité financières ; c'est sans doute très utile. Cependant, la recherche de la seule sécurité peut remettre en cause un autre aspect, qui est celui de la compétitivité des entreprises et, par conséquent, de l'économie. C'est en ce sens que nous agissons et nous pouvons vous transmettre le rapport que nous avons produit à ce sujet.

S'agissant des entreprises en difficulté, notamment celles qui sont en procédure collective après l'adoption d'un plan de redressement ou de sauvegarde, celles-ci restent soumises à un certain nombre de contraintes, comme l'échelonnement du passif et la réalisation d'objectifs financiers. Le financement bancaire est juridiquement autorisé, mais il est soumis à une analyse de viabilité renforcée et il reste exposé à un risque accru de défaillance ultérieure. En effet, ce n'est pas parce qu'un plan a été validé que l'entreprise n'est plus considérée comme à risque « élevé » au niveau réglementaire.

Cela conduit à un classement en « exposition non performante » (*Non-performing loans*, NPL), ce qui revient toujours au même sujet : des exigences accrues de fonds propres.

Ainsi, indépendamment du risque important que représente le financement d'une entreprise en plan de redressement, le faire amène à immobiliser des fonds propres conséquents au détriment d'autres activités que la banque pourrait réaliser.

Pour illustrer mon propos sur la capacité de financement et la compétitivité bancaire, je peux citer quelques exemples. La mise en œuvre de Bâle III est progressive, avec des dispositions transitoires qui vont disparaître. Ainsi, pour un prêt de 5 M€ accordé à une entreprise de la défense non notée en externe, l'augmentation du capital immobilisé sera de 54 %, passant de 0,39 M€ à 0,60 M€ de fonds propres. C'est cette mécanique qui est en train de se mettre en œuvre et qui se renforcera. La profession bancaire, pas seulement en France, milite pour qu'on en prenne conscience.

Un autre sujet concerne le fait, pour un exportateur, de s'immuniser contre les fluctuations de change de ses contrats ou contre les variations de taux d'intérêt de ses dettes, ce qui est une décision de bonne gestion. Cela coûtera 40 % de fonds propres supplémentaires à la banque qui apportera ces garanties.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je partage votre exigence. Les fonds d'investissement forment, à mes yeux, une nouvelle forme de *shadow banking* quasiment non régulé. Je partage avec vous le fait qu'il faille que ce *shadow banking* réponde aux mêmes exigences que celles qui sont imposées aux banques, car, comme vous le dites, les risques pris sont les mêmes.

Ce que nous observons, depuis le début de cette commission d'enquête, c'est d'abord que personne ne parle de ces fonds d'investissement. Il n'y avait jamais eu de mission parlementaire qui porte spécifiquement sur eux, alors même qu'ils ont pris une ampleur considérable. France Invest, le lobby des fonds d'investissement, dit lui-même que 10 % de l'emploi privé se trouverait maintenant dans des entreprises captées par ces fonds.

Ensuite (et c'est ce que vous dites), ces fonds étant quasiment non régulés, ils peuvent prendre des risques que ne prennent pas les banques. Ils peuvent aussi avoir des pratiques délétères. Nous l'avons vu sur la remontée de frais de conseil et de *management fees*, pratiques qui sont vraiment terribles pour les entreprises françaises. Cette recherche de rentabilité à des taux bien souvent supérieurs à ceux des banques conduit également à des niveaux de risque qui sont, de mon point de vue, graves pour l'économie française. Je considère qu'aujourd'hui, un *shadow banking* se développe à vitesse « grand V », qui est très peu connu du grand public et qui profite de cette absence de régulation.

S'agit-il pour vous d'un *shadow banking* qui fait peser des risques sur l'économie française ? Certains parlent de « seconde finance », de « nouvelle finance ». Je pense qu'il est plus clair de parler de *shadow banking*, ce qui impliquerait d'ailleurs que la banque appartiendrait à une « ancienne finance ». La modernité serait du côté de ces acteurs non régulés, qui, nous le verrons, font maintenant peser un risque de crise financière du côté des États-Unis, avec un risque de contagion pour l'ensemble de l'économie mondiale.

Je partage donc cette exigence de la FBF, qui est tout simplement une exigence d'harmonisation de la régulation au plus haut niveau sur les fonds d'investissement. Nous avons pu documenter les cas Atos, Lapeyre, NovAsco, Ceva, Colisée ou Korian.

Chaque fois, nous sommes dans des situations d'entreprises mises en très grande difficulté du fait des pratiques spécifiques de ces fonds – et ce n'est que la partie émergée de l'iceberg. Je tenais à expliquer pourquoi je partage ce que vous nous dites, même si cela peut étonner certains.

Comment expliquer que la France soit la première cible européenne en matière de LBO, c'est-à-dire cet endettement pratiqué notamment par les fonds d'investissement et qui vise à faire peser sur l'entreprise rachetée la dette qui a été contractée par le fonds pour la racheter ? Vous avez dit que des risques pesaient sur les entreprises du fait de ces fonds. Pouvez-vous préciser ces risques ? Pourriez-vous aussi détailler davantage la différence de régulation en matière de liquidité, d'endettement et de transparence entre les banques et les fonds d'investissement, avec des exemples concrets ? Enfin, ne pensez-vous pas que vous avez une certaine responsabilité dans le développement de ces fonds, puisque vous-même les financez et êtes parfois à l'origine de leur création ?

M. Daniel Baal. Je ne sais pas s'il faut parler de *shadow banking*. En tout cas, c'est un système de financement en dehors de la banque, c'est clair. Est-ce grave pour l'économie ? Cela peut avoir des conséquences, car certains fonds peuvent agir de manière qui ne soit pas positive pour celle-ci. La réalité, comme je l'ai rappelé tout à l'heure, c'est que, compte tenu des fortes contraintes réglementaires qui pèsent aujourd'hui sur les banques en Europe, il est nécessaire d'avoir une « soupape » pour financer l'économie et cette soupape est aujourd'hui cette finance qui, malheureusement, est peu ou pas régulée. Tel est le constat que nous faisons. Les banques, les banques françaises notamment, souhaitent financer l'économie. D'ailleurs, elles le font très largement et les chiffres le montrent. Elles sont des partenaires des entreprises, mais aussi des ménages. Une banque qui ne prête plus ne fait plus son métier et elle cherche à trouver des solutions.

Vous dites que la France est la première nation à réaliser des financements LBO. Je dois dire que je n'ai pas d'éléments particuliers sur ce point.

M. François Lefebvre, directeur général adjoint de la Fédération bancaire française. Je ne connais pas l'origine de ces statistiques, donc j'ignore les ordres de grandeur que vous évoquez.

Une hypothèse serait de regarder le numérateur et le dénominateur. En France, les banques financent beaucoup l'économie – sans doute pas suffisamment, mais beaucoup tout de même. Par rapport aux États-Unis, où il y a davantage de financements de marché et de financements privés, nous avons un dénominateur de fonds qui est plus restreint. L'activité de LBO, en proportion de ces fonds, est donc plus élevée qu'aux États-Unis, où les fonds financent du crédit en général. Je pense que c'est davantage la taille du dénominateur qui explique ce pourcentage élevé. Cela traduit la moindre présence des fonds de *private equity* en Europe, en France en particulier, davantage qu'une surpondération des fonds de LBO.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Plusieurs économistes nous ont expliqué que, par rapport aux autres pays européens, la France est la première cible de ces fonds d'investissement et des techniques de LBO.

M. Daniel Baal. Je viens de retrouver un chiffre de la Banque de France datant de 2023, qui dit la chose suivante : « *Les LBO impliquant des fonds de capital-investissement représentent une part limitée des financements des entreprises et du système financier dans son ensemble, soit 0,48 % de la totalité des actifs du système financier européen.* »

Il est précisé que les LBO existent également dans d'autres cas que les opérations de fusion-acquisition, mais que, faute de données disponibles, l'analyse ne peut être menée plus loin.

Sur le sujet de la responsabilité des banques concernant des cas emblématiques d'opérations qui auraient eu des effets négatifs sur les capacités productives françaises, il me faut rappeler que la FBF ne dispose pas des chiffres de chaque établissement. Le droit de la concurrence nous interdit de collecter ce genre d'informations en tant qu'association professionnelle. Pour autant, le régulateur, notamment la Banque centrale européenne, est parfaitement en mesure d'avoir ces éléments. Comme je le disais en introduction, les prêts des banques à des fonds, notamment tous les prêts faisant l'objet de LBO, débouchent sur un suivi très appuyé de la BCE : lorsque la BCE estime qu'un établissement est trop exposé à ce type d'entreprise, elle « met le holà » en imposant des exigences de fonds propres conséquentes. Toutes les banques ont obligation de communiquer aux autorités de tutelle leurs expositions. Je ne peux pas aller plus loin dans la réponse.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pour être très claire, on l'a vu sur le cas Korian, par exemple, avec des niveaux d'endettement extrêmement importants pratiqués en LBO, cette fois-ci par Apollo, que vous connaissez bien. Concrètement, quelle est la différence sur le niveau d'endettement possible par rapport aux fonds propres entre une banque et un fonds d'investissement ?

M. François Lefebvre. Nous connaissons nos exigences, mais nous ne connaissons pas les leurs... Pour certains de ces fonds, il n'y a pas de réglementation ; donc, nous ne savons pas ce qu'ils doivent « mettre en face » en termes d'effet de levier. Aujourd'hui, pour prêter à des entreprises non notées, nous devons mettre x de fonds propres ; en 2032, nous devons mettre x multiplié par 1,54 : cela coûtera donc 54 % de fonds propres de plus. Comme il deviendra plus cher pour les banques de prêter à des entreprises non notées, on peut imaginer qu'un espace supplémentaire s'ouvrira pour des acteurs qui ne sont pas soumis à ces contraintes.

De même, pour le financement de projets, on regarde le flux de revenus futurs, c'est-à-dire la façon dont le projet va permettre de rembourser la dette. Les banques françaises ont, de longue date, une spécialité dans ce type de financement. Cependant, à cause de la réglementation, notre estimation des flux futurs ne suffit pas, nous ne pouvons pas nous reposer simplement sur nos modèles internes : la banque centrale nous impose des règles de modélisation. En d'autres termes, même si nous estimons qu'un projet permettra de rembourser facilement la dette, la banque centrale peut juger que notre modèle interne n'est pas suffisant et qu'il faut surpondérer le risque.

Cela conduit à ce que ce type d'investissement, comme les financements de projet pour des infrastructures, des *data centers* ou des avions, soit davantage financé par des acteurs qui ne sont pas soumis à ces régulations. Ensuite, quelles sont leurs pratiques en termes de réserves ou d'effet de levier ? C'est à chacun de ces fonds de les déterminer. Nous, nous ne le savons pas, et c'est bien là le sujet.

M. Daniel Baal. Ces fonds ont des règles qui leur sont internes. N'imaginons pas qu'ils n'en ont aucune. Toutefois, leurs règles sont différentes d'un fonds à l'autre, alors que les banques ont des règles qui s'imposent à toutes et qui sont établies par le superviseur. Je le répète : il est globalement positif, et même sain, qu'une activité aussi fondamentale que la banque soit régulée. Nous ne remettons pas cela en cause.

S'agissant des investissements en France par des fonds étrangers, il existe aujourd'hui un contrôle qui est de la responsabilité du Gouvernement. Comment est-il exercé ? Je ne saurais vous le dire. Mais, en fonction de l'entreprise-cible, le Gouvernement a cette responsabilité.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pour vous répondre sur ce point, je pense que vous parlez du contrôle des investissements étrangers en France (IEF). Or nous avons vu, dans le cas Atos, que ce n'est pas applicable, car il faut qu'un actionnaire dépasse 10 % du capital. Si l'actionnariat est dilué, ce qui est le cas d'Atos avec une multitude d'actionnaires étrangers, il n'y a même pas de contrôle. Il n'y a rien. Y compris quand il s'agit de la première entreprise de services numériques de France, qui travaille pour l'armée. L'entreprise est prise par des fonds étrangers et l'État ne fait rien, il n'a aucune marge de manœuvre. C'est un « trou dans la raquette » hallucinant.

Pour le grand public, les « grands manitous » de la finance, ce sont les grandes banques. Or on se rend compte aujourd'hui, notamment dans cette commission d'enquête, de l'ampleur prise par cette « nouvelle finance ». Ne seriez-vous pas l'« ancienne finance » ? Même le pantouflage a changé : auparavant, les hauts responsables de l'administration ou du Gouvernement allaient dans la banque ; aujourd'hui, ils vont dans les fonds d'investissement. J'ai envie de vous dire que vous êtes presque *has been* en termes de pantouflage, si je peux me permettre.

Je rappelle aussi que le *shadow banking* a été à l'origine de la crise de 2008. Or qu'entend-on actuellement du côté des États-Unis ? Il planerait une menace de crise financière venue à nouveau de ce *shadow banking*. De quoi s'agit-il ? Ce sont ces fonds d'investissement qui font à la fois du capital-risque et du crédit privé. Les régulations qui vous sont imposées – heureusement qu'il existe « Bâle III », car cela nous évite une crise financière tous les quatre matins... – n'existent absolument pas pour ce *shadow banking*. Ces fonds, par ailleurs, rapportent beaucoup aux investisseurs, qui préfèrent aller vers eux plutôt que dans l'« ancienne finance » et les banques.

Le problème, c'est que ces fonds ont un coût pour toute la société, qui est notamment le risque d'une nouvelle crise financière. Aujourd'hui, même le patron de JPMorgan monte au créneau, les autorités bancaires états-uniennes montent au créneau en disant qu'il y a un risque de crise financière liée à ces fonds et à cette fameuse dette privée. En gros, ces fonds ont prêté à des entreprises, notamment celles du logiciel, qui sont maintenant en difficulté.

Partagez-vous ce constat qu'il y a véritablement une menace de crise financière aux États-Unis liée à ces fonds d'investissement et à la dette privée ? Quel est le risque de contagion à l'économie et à la finance françaises ? On nous dit, comme en 2008 : « *Non, il n'y a pas de problème, ça se passe aux États-Unis, c'est comme le nuage de Tchernobyl, ça ne passera pas les frontières.* » Y a-t-il véritablement étanchéité ? Et quelle est l'exposition actuelle du secteur financier français ?

M. Daniel Baal. Sur l'opposition entre la « nouvelle finance » et les banques, je suis très fier d'exercer le métier de banquier depuis très longtemps et de le faire au profit de mes clients, qu'il s'agisse des particuliers ou des entreprises que nous accompagnons dans leurs projets. Cela concerne, heureusement, la grande majorité des ménages et des entreprises. De ce point de vue, je ne me sens absolument pas *has been*, mais, au contraire, très utile et très engagé... et je peux certainement parler au nom de mes confrères aussi !

Le crédit privé fait partie des intermédiaires financiers non bancaires, donc non régulés. En France, il a beaucoup progressé : en dix ans, de 2014 à 2024, il est passé de 150 Md€ à 430 Md€, selon la Banque centrale européenne. Mais il reste, dans l'activité purement européenne, une proportion qui n'est pas majoritaire.

En revanche, le sujet que vous avez cité concernant les États-Unis est réel. Un certain nombre d'alertes ont été lancées, y compris par les autorités et les agences de notation, parce que l'exposition des banques américaines à ces intermédiaires financiers non bancaires est effectivement importante. Un récent article des *Échos* faisait état de 1 700 milliards de dollars, ce qui représente plus de 10 % du portefeuille de crédit. Ce sont des proportions complètement différentes de ce que nous pouvons observer en France. Et vous l'avez dit fort justement, le point d'attention concerne notamment le secteur technologique et les conséquences de l'IA sur le modèle d'affaires d'un certain nombre d'entreprises – notamment les éditeurs de logiciels, qui ont largement recours au crédit privé. En l'espèce, l'alerte se comprend.

Dans chacun de nos établissements, nous avons fait un point pour savoir quelle est notre exposition par rapport à ce crédit privé venu des États-Unis. Je ne dispose évidemment pas des chiffres précis de mes confrères, mais il apparaît que cela reste très maîtrisé : on considère que l'exposition bancaire au crédit privé en Europe représente environ 2 % des prêts accordés par les banques européennes ; je mentionnais précédemment un taux de plus de 11 % pour les banques américaines, c'est donc très sensiblement inférieur en Europe. D'ailleurs, le marché global de la dette privée se concentre aux trois quarts sur les États-Unis et à 20 % sur l'Europe, selon une source du Fonds monétaire international (FMI). La BCE s'est également intéressée au sujet : la présidente du conseil de supervision, Mme Claudia Buch, indiquait en juin 2024 que le marché du crédit privé était de moindre importance que le financement octroyé par les banques et disait : « *Dans l'ensemble, les fonds de marché privé restent modestes, si l'on compare leur taille à l'encours mondial des titres à revenu fixe ou au bilan du secteur bancaire mondial.* » L'exposition des banques françaises et européennes est donc maîtrisée.

L'autre élément de sécurité est que les banques européennes sont contrôlées par des superviseurs, qu'elles sont aujourd'hui considérées comme solides et que le superviseur connaît la totalité de leur exposition, y compris la part que peuvent représenter les crédits privés. Or il considère que la situation prudentielle des banques françaises reste solide.

Quant à la question de savoir si une crise financière aux États-Unis se propagerait en Europe, bien malin est celui qui pourrait répondre... On ne sait jamais comment une crise arrive, mais on sait toujours l'expliquer après coup. Ce n'est certainement pas une bonne nouvelle qu'il puisse y avoir des défaillances sur les opérations de crédit privé aux États-Unis. Pour l'instant, à ma connaissance, la crise ne s'est pas nouée. Il y a des tensions, des sujets de liquidité, mais de là à dire que cela engendrera une crise systémique, je ne peux pas l'affirmer.

Je redis que les banques européennes, par la solidité qui est la leur et la supervision très étroite qui est exercée, sont certainement des remparts. De mon point de vue, nous ne sommes plus, de manière certaine, dans la situation de 2008.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Grâce à la régulation !

M. Daniel Baal. Oui, et je suis très favorable à la régulation. Il ne peut pas ne pas y avoir de régulation dans une activité aussi essentielle que la banque, y compris pour les banques elles-mêmes. La question est plutôt : jusqu'où aller ?

Lorsque cette régulation a pour effet de permettre à des institutions financières non bancaires de se développer davantage au détriment des institutions bancaires, un problème survient. C'est une vraie question que nous nous posons régulièrement.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Cela me semble clair.

Souvent, dans cette commission d'enquête, la défense des fonds d'investissement consiste à dire : « *Heureusement que nous sommes là, parce que les banques ne font pas le travail, elles ne financent pas les entreprises.* » Que pouvez-vous répondre ?

Je souhaite que chacun comprenne les implications d'un financement par un fonds d'investissement par rapport à une banque. Quelle est la différence quand c'est une banque qui prête à une entreprise qui veut se développer ou même qui est en difficulté mais a des perspectives, et quand c'est un fonds d'investissement ? Il me semble que les niveaux d'endettement subis par l'entreprise et la recherche de rentabilité, donc de captation de la valeur, sont beaucoup plus importants dans le cas d'un fonds d'investissement, mais je voudrais avoir votre confirmation, parce que sinon, autant passer par les fonds d'investissement et la « nouvelle finance ».

M. Daniel Baal. Ce serait contre-productif, car nous arriverions ainsi à un système complètement dérégulé auquel personne n'a intérêt. Il est trop facile de dire que les fonds se développent parce que les banques ne font pas leur travail. Je m'inscris en faux contre cette idée : les banques françaises financent les entreprises, c'est leur métier. Ce sont des acteurs de proximité, surtout en France ; nous avons le réseau bancaire le plus dense d'Europe et une connaissance intime des entreprises, ce qui rend la banque très utile dans leur accompagnement.

Les chiffres sont là. La croissance des encours de crédit aux entreprises en France est supérieure à la moyenne européenne. Les banques françaises font le travail, avec une progression des crédits d'investissement. Parfois, on observe une réduction des crédits de trésorerie parce que, heureusement, les entreprises sont plutôt saines. Au quatrième trimestre 2023, 96 % des PME ont obtenu la totalité ou une grande partie des crédits d'investissement souhaités. Les banques sont là pour accompagner.

Sur certains sujets de financement, notamment en fonds propres ou pour accompagner des PME dans certains secteurs d'activité, les contraintes de fonds propres sont telles qu'à un moment, les banques ne peuvent aller très loin. Dans la gestion d'une banque, on doit constamment arbitrer entre les sujets de liquidité et de capitaux. On affecte les capitaux aux entreprises pour lesquelles les exigences de fonds propres sont les plus raisonnables. Mais dire que les banques françaises, aujourd'hui, ne font pas le travail, c'est une manière de se chercher des excuses ; ce n'est pas la réalité. Nous sommes dans une complémentarité entre le financement bancaire, le financement de marché et le financement par des fonds, la banque reste très largement majoritaire et la plupart des entreprises ne sont financées que par les banques et leurs propres fonds propres.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je sais que vous ne pouvez pas parler à la place des fonds d'investissement, mais pouvez-vous affirmer que le niveau d'endettement d'une entreprise est sans doute beaucoup plus élevé après sa reprise par un fonds d'investissement plutôt que par une banque ?

En effet, comme vous le dites, les banques ont une régulation qui les empêche de pratiquer des leviers d'endettement démesurés. Confirmez-vous aussi qu'une banque ne peut pas, comme un fonds d'investissement, pratiquer des remontées extrêmes de valeur par le biais de frais de conseil, de frais de gestion, ou par des dividendes qui reviennent à une holding dans le cadre d'un LBO ? En somme, vaut-il mieux être aidé par une banque que par un fonds d'investissement et pourquoi, très concrètement ?

M. François Lefebvre. Les banques doivent respecter deux niveaux de réglementation. Tout d'abord, elles doivent mettre des fonds propres en face de leurs prêts. Elles ont leurs propres modèles, mais elles sont aussi encadrées par une réglementation qui fixe le niveau de fonds propres à « mettre en face », ce qui n'est pas le cas pour les fonds non régulés.

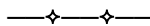
Ensuite, nous devons respecter toute une série de ratios de liquidité. Quand vous déposez de l'argent dans votre banque, ces dépôts servent à faire des crédits, souvent à long terme, à des entreprises. Pourtant, vous pouvez retirer votre argent à tout moment. C'est possible parce que nous gérons notre liquidité, d'abord en tant que professionnels ayant des engagements vis-à-vis de nos clients, mais aussi parce que la banque centrale vérifie que nous respectons les ratios de liquidité. Ces ratios n'existent pas de la même façon dans les fonds privés. C'est pour cela que, par exemple, aux États-Unis, certains fonds ont empêché les retraits.

Si je devais résumer les oppositions, nous avons des réglementations sur les fonds propres que nous mettons en face de nos prêts et des réglementations pour que nous puissions honorer les demandes de liquidité de nos clients. Voilà ce qui, à grands traits, fait la différence entre nous et les fonds.

M. Daniel Baal. Attention à ne pas mettre tout le monde dans la même situation ! Nous avons, en France, des fonds de capital-investissement qui sont des entreprises sérieuses, qui accompagnent des entreprises innovantes ou en fort développement en leur apportant des fonds propres. Dans le *mix* de financements d'une entreprise, avoir à la fois des fonds propres et de la dette est plutôt sain. Nous n'avons pas que des sociétés de capital-investissement « requins », qui veulent des retours sur investissement très rapides.

Nous en avons qui investissent sur le long terme. Je connais beaucoup d'entreprises qui ont de tels fonds à leur capital, qui les accompagnent pendant parfois cinq ou dix ans et apportent en plus une expertise, puisqu'ils sont généralement associés à la gouvernance. Il n'y a pas tout à jeter, certainement pas. En revanche, il existe des situations où l'absence de régulation amène effectivement des comportements qui peuvent représenter de vrais risques.

La séance s'achève à seize heures quinze.



Membres présents ou excusés

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

Réunion du jeudi 23 avril 2026 à 15 heures

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

Excusés. – Mme Émilie Bonnard.