

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. Nicolas Dufourcq, directeur général de
BPIFrance..... 2

Jeudi 21 mai 2026

Séance de 16 heures 30

Compte rendu n° 47

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

**Présidence de
M. Gérard Leseul,
Vice-président**



La séance est ouverte à seize heures trente-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. Nicolas Dufourcq, directeur général de BPI France.

M. Gérard Leseul, président. Nous auditionnons aujourd'hui la banque publique d'investissement (BPI), avec laquelle nous avons déjà eu le plaisir d'échanger le 9 avril dernier et que notre rapporteure a souhaité entendre une seconde fois. Dans le prolongement de cette première audition, nous vous avons demandé plusieurs documents, qui nous ont été transmis. Nous vous donnons acte de votre transparence sur certaines informations relevant de la vie des affaires et présentant, comme telles, un caractère confidentiel.

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. Nicolas Dufourcq prête serment.)

M. Nicolas Dufourcq, directeur général de BPI France. Il ne me semble pas inutile de vous livrer quelques informations issues du travail d'identification que nous avons mené, à votre demande, pour établir la liste, que nous vous avons transmise, des dix mille entreprises sous-jacentes du fonds et des cent premières dans lesquelles nous investissons en direct. C'est là un *corpus* passionnant, y compris pour moi-même, parce que nous ne remontons pas tous les jours jusqu'à l'origine de la banque publique... Ce travail permet de dégager des moyennes sur nos actions depuis la création de cette institution et je vais m'intéresser à deux sujets, l'effet de levier et le taux de rentabilité interne (TRI), avant d'évoquer rapidement la question de la transparence et du contrôle de la banque.

L'effet de levier de la dette a été au cœur des débats qui ont animé cette commission et certains chiffres me paraissent donc utiles afin d'enrichir encore ce débat.

Pour l'activité de « fonds de fonds », nous investissons dans des fonds privés avec des participations généralement comprises entre 10 % et 20 %, pouvant aller jusqu'à 30 % dans le cadre des fonds du Fonds national d'amorçage. Ces fonds ont eux-mêmes investi dans dix mille entreprises. Nous avons fait un travail statistique sur un échantillon constitué de 33 sociétés de gestion et 98 fonds entre 2005 et 2025 – lors de la création de la BPI, nous avons « hérité » de fonds qui avaient déjà commencé à investir, – ce qui représente environ neuf cents entreprises. Sur cet échantillon, le levier moyen est de 2, parfois de 0 pour certaines opérations. Si l'on ne prend en compte que les opérations dans lesquelles joue un effet de levier de la dette, qui concernent environ six cents entreprises, on obtient un levier de 2,9, qui est probablement un bon reflet de la réalité.

Si on considère nos investissements directs, on constate que plus l'entreprise est petite, moins il y a de dette ; plus il s'agit de gros (voire très gros) dossiers qui défraient la chronique, avec des fonds puissants qui apportent l'essentiel du capital et viennent nous chercher en co-investissement, plus on est sur des leviers élevés. En somme, plus il y a de capital, plus il y a de dette.

Pour nos investissements dans les *small caps* – c'est-à-dire les petites capitalisations, qui représentent notre plus gros volume d'activité dans les territoires, des PME souvent familiales avec 60 % de primo-ouverture du capital, – on est sur un levier moyen de 2,28. Il faut ici faire une petite distinction entre les situations de « capital-développement » (on apporte du capital pour que l'entreprise se développe), où le levier est de 1,46, et celles de « capital-transmission » (on apporte du capital pour que l'entreprise puisse être transmise d'un acteur à un autre, souvent de l'entrepreneur au manager), où le levier est de 2,46.

Pour les « tickets » moyens (*mid caps*), qui s'élèvent entre 7 et 20 millions d'euros (M€) de notre point de vue, avec des « tours de table » compris entre 25 et 100 M€, le levier moyen est de 2,7 – il est donc un peu plus élevé. On fait assez peu de telles opérations : dix opérations en 2023 et 2024, soit cinq opérations par an. Il y a moins de *deal flow* sur le segment des *mid caps* et le marché est très bien pourvu.

Quand on en vient aux *large caps*, on retrouve les grands noms du marché : Cerba, Verallia, Opella, Biogaran, etc. Les leviers sont beaucoup plus élevés, car on est alors sur de gros rachats (*Leveraged Buy-Out*, LBO) portés par des fonds de *private equity* souvent américains – à ce niveau, il ne reste plus beaucoup de grands fonds français. Il y avait Astorg et Paribas Affaires Industrielles ; aujourd'hui, on retrouve plutôt CD&R, qu'on a vu notamment chez Opella, CVC, Cinven. Sur 35 opérations de type « LBO-transmission », on est sur un levier de 5. Sur 26 opérations de capital-développement, plus classiques, on est sur un levier de 4,5.

Quand on fait la somme de toutes nos opérations, on trouve un levier moyen de 2,89.

Les commentaires que j'ai présentés lors de la première audition restent pertinents. On ne va pas s'engager avec des fonds dont on sait que leurs pratiques sont (ou ont été) contraires à l'éthique des affaires, on ne le fait jamais et on ne va pas les financer non plus en « fonds de fonds ». En revanche, cela ne nous empêche pas, dans le cadre de très gros dossiers où il faut apporter beaucoup de capital, d'y aller avec des co-investisseurs et en mobilisant des leviers élevés. En réalité, plus il y a de capital, plus il y a de dette... ou, plus exactement, plus il y a de dette, plus il faut de fonds propres pour la soutenir.

Pour l'ensemble des opérations en capital-développement de BPIFrance, tous investissements confondus (y compris le portefeuille hérité), le taux de rentabilité interne (TRI) s'établit aux alentours de 5 % en moyenne. Ce chiffre inclut les participations cotées, avec tous les effets induits par les variations du CAC et qui peuvent être extrêmement cruelles. Si on ne considère que le non-coté depuis la création de BPIFrance, le TRI moyen des lignes « *equity* » qui ont été vendues et de celles non cédées qu'on gère (en étant au conseil d'administration des entreprises concernées), est de 12 %. Si on ne regarde que les seules entreprises qui ont été vendues, le TRI moyen est plus élevé, ce qui est un signe de bonne gestion : 19 % pour les *mid caps*, 16 % pour les *small caps* et 14 % pour les *large caps*.

D'un point de vue quantitatif, l'industrie représente 52 % en valeur et 41 % en volume. Dans le segment des *small caps*, c'est 55 % en valeur, celui des *mid caps*, 50 %, et celui des *large caps*, 54 %. L'industrie est donc extrêmement présente en portefeuille et c'est précisément ce soutien à l'industrie qui a conduit le législateur, à l'invitation notamment du rapporteur de l'époque, M. Guillaume Bachelay, à créer la BPI en tant que banque de la réindustrialisation.

J'ajouterai trois derniers chiffres, afin de donner un peu de corps à nos opérations : nous investissons dans un tiers d'entreprises familiales (60 % de primo-ouvertures), 80 % des investissements se font hors région parisienne et notre part de marché est comprise entre 10 % et 15 %.

J'en viens à la question de la transparence. J'ai entendu des propos disant qu'on serait « hors de contrôle », que « personne ne rentrait dans la BPI » et qu'elle serait devenue une « boîte noire ». Ce sont malheureusement là des contre-vérités et je suis obligé de le dire sans détour. On est, en réalité, une « maison de cristal » ultracontrôlée : je crois qu'il n'y a pas beaucoup de monde qui soit aussi contrôlé que nous... Surtout, nos actionnaires font partie de la gouvernance et de la décision, puisque nous avons des comités d'investissement et que ces comités sont ainsi organisés qu'au-dessus de 50 M€, l'État et la Caisse des dépôts et consignations (CDC) sont codécisionnaires : autrement dit, ils ont un droit de veto. Tous les gros dossiers, notamment ceux à effet de levier très élevé, ont été décidés par l'État et par la Caisse des dépôts et consignations.

Nous gérons aussi beaucoup de fonds de capital-risque pour le compte de l'État : des fonds consacrés aux *biotech*, à la *medtech*, aux technologies de rupture, des fonds de fonds consacrés au capital-risque de croissance, des fonds comme SPI (qui investit dans les sociétés de projets industriels), des fonds dans le domaine de la défense comme Definvest ou Innovation Défense... Ces fonds ont tous un comité dans lequel l'État est présent et donne son avis. *A contrario*, les décisions que BPIFrance prend en toute indépendance, comme toute société de gestion et sans que l'État, le ministère ou les actionnaires soient présents autour de la table, concernent les investissements sur fonds propres inférieurs à 50 M€. Pour ceux-là, ce sont nos comités qui décident, dans le respect des pratiques souhaitées par l'Autorité des marchés financiers (AMF) et selon lesquelles personne ne peut décider seul – c'est la règle des « quatre » ou « six yeux », c'est-à-dire qu'il faut qu'il y ait au moins trois investisseurs qualifiés au sein d'un comité. Ces comités se réunissent tous les jours, c'est la vie quotidienne de la banque.

Je ne vais pas dresser ici la liste de tous les contrôles auxquels BPIFrance est soumise, parce que nous en sommes littéralement submergés, notamment de la part de la Cour des comptes, de l'Inspection générale des finances, de l'AMF, de la Banque centrale européenne... Je tiens donc à réfuter l'idée que la BPI serait une « boîte noire » : elle est vraiment une maison ultratransparente et elle n'a aucun problème à donner accès à ses informations, comme vous avez d'ailleurs pu le constater. Quand vous demandez des données que nous n'avons jamais collectées pour nous-mêmes, nous le faisons très volontiers dans les limites du secret des affaires (puisque nous sommes une banque de plein exercice, tenue par le secret bancaire).

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. À la suite d'une première audition devant la commission d'enquête, nous avons demandé à la banque publique d'investissement de nous transmettre un certain nombre de documents sur vos investissements directs et indirects. Nous avons reçu ces documents et vous en remercions. Ils soulèvent des interrogations – ce qui justifie cette audition – sur la doctrine de la banque, la nature de ce qu'elle finance, ses effets sur l'économie française, sur l'emploi, sur la souveraineté industrielle et sur l'utilisation de l'argent public, puisque (et vous l'avez dit vous-même) les fonds de la banque publique d'investissement appartiennent aux Français.

Lors de votre précédente audition, nous avons évoqué plusieurs opérations pouvant prêter à interrogation. Les documents transmis depuis montrent que ces cas ne sont pas isolés,

mais qu'ils s'inscrivent dans des choix structurels. Nous avons une question qui demeure et qui sera le fil rouge de cette audition : la banque publique d'investissement agit-elle encore comme une banque publique censée corriger les défaillances de marché, agissant pour l'intérêt général et sous contrôle démocratique, ou tend-elle à fonctionner comme une société de gestion privée classique ?

Je vais revenir, dans un premier temps, sur l'effet de levier. Pour que tout le monde comprenne ce dont il s'agit, un *Leveraged Buy-Out* (LBO), consiste, pour un fonds financier, à acheter une entreprise au moyen de la dette plutôt qu'avec ses fonds propres. Cette dette est ensuite supportée par l'entreprise elle-même, en réalité, ce qui la met en difficulté quand l'endettement est trop élevé, comme c'est souvent le cas. Les niveaux de levier sont en effet souvent excessifs.

Or vous avez dit, lors de notre précédente audition : *« Nous sommes donc très critiques vis-à-vis des opérations conduites pendant une quinzaine d'années au début des années 2000, notamment de 2010 à 2017, dans le cadre de LBO primaires, secondaires, tertiaires, quaternaires, où la même entreprise passait dans les mains de fonds de LBO successifs, avec à chaque fois des leviers de dette de 6 ou de 7 », c'est-à-dire de six ou sept fois le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (Ebitda). Et vous ajoutiez : « Nous n'avons jamais financé ces fonds-là (...). Nous n'avons jamais été là-dedans, et nous ne le serons jamais. Au-delà d'un levier de 2,5 ou 3, nous n'y allons pas. »* Pourtant, vous venez de nous dire que, dans les grosses opérations, on était plutôt autour de 5.

Je vous avais interrogé sur Cerba, le grand réseau de laboratoires d'analyses médicales, qui a été racheté et accaparé par le grand fonds suédois EQT, un champion des LBO excessifs, avec lequel vous avez co-investi. Je vous avais demandé quel était le levier de dette au moment de l'investissement, car cette dette a mis Cerba en grande difficulté. Vous aviez dit que vous nous le donneriez plus tard. Pouvez-vous donc nous dire quel est le niveau du levier de dette dans cet investissement ?

M. Nicolas Dufourcq. Je vais vous l'indiquer. Auparavant, j'en profite pour dire que EQT est une maison tout à fait honorable et que, la fois dernière, j'ai synthétisé une conviction : BPIFrance n'a jamais investi dans certaines affaires, qui ont défrayé la chronique comme Camaïeu ou Vivarte et qui incarnent, sans doute, les excès du LBO à une certaine époque. Les gros fonds de LBO, ce sont, par exemple, Charterhouse et Apollo. Aux côtés d'Apollo, nous avons investi dans Verallia et, quand on voit ce qu'est devenue Verallia, nous n'avons aucun regret : les emplois sont toujours là, Verallia s'est beaucoup modernisée et elle résiste à la concurrence. Les gros fonds, ce sont aussi Ardian, Cinven, KKR (que nous n'avons pas accompagné dans Solocal), PAI (avec lequel nous ne sommes pas allés dans Vivarte) ou CVC (que nous n'avons pas rejoint dans Fraikin) : nous sommes sélectifs dans nos choix.

Plusieurs opérations d'envergure de BPIFrance ont concerné le secteur pharmaceutique : il s'agit de Biogaran, d'Opella, de l'introduction en Bourse d'EuroAPI à la demande de l'État (il ne s'agissait pas d'un LBO, mais l'opération n'a pas rencontré le succès escompté) et Cerba. Pour ce qui concerne Cerba, il faut se replacer dans le contexte de la covid-19 et d'opérations de relocalisation massives : nous avons déployé des capitaux considérables pour remettre du capital dans les entreprises de pharmacie françaises, à l'époque où prospérait un débat légitime sur la souveraineté et le fait qu'on n'était plus capables de s'approvisionner en substances actives, en masques, etc. Dans le cadre du plan de

relance et de France 2030, il y avait un chapitre très important consacré à la relocalisation médicale, concernant en partie les laboratoires.

L'opportunité Cerba s'est présentée. J'ai demandé à l'État s'il considérait comme important qu'on ancre stratégiquement Cerba en France comme leader européen des laboratoires. La réponse donnée était positive et l'opération a été décidée en comité d'investissement, où siègent l'État et la Caisse des dépôts : tout le monde, à l'unanimité, a décidé d'y aller. Évidemment, nous nous étions engagés sur la base d'un *business plan* auquel nous croyions alors, avec des hypothèses de remboursement de la sécurité sociale qui se sont, par la suite, effondrées.

Le problème du surendettement de Cerba s'explique par deux éléments. Le premier, c'est le fait que les tarifs de remboursement ne sont plus du tout les mêmes. La performance du groupe a été très inférieure aux prévisions sous l'effet négatif d'une baisse des tarifs très supérieure aux prévisions de 2021, qui étaient pourtant en ligne avec l'historique observé de la profession : la moyenne de la baisse ayant été de 2 % par an depuis le début des années 2010, cette baisse a été de 18 % sur la période 2023-2024... La projection de baisse de prix totale dans le plan d'affaires était estimée, en valeur, à 100 M€ ; or elle a été de 200 M€. Quand vous perdez 100 M€ d'Ebitda, vous imaginez à quel point cela devient difficile de rembourser la dette souscrite...

Le second élément, ce sont les acquisitions à l'étranger, qui se sont révélées moins profitables que prévu – mais ce facteur est beaucoup moins important que la question des tarifs.

Je dois admettre que nous rencontrons ce problème dans plusieurs de nos participations pharmaceutiques et je suis obligé de dire que les choix tarifaires fragilisent nos investissements dans ce secteur. Je ne suis pas sûr que nous allons continuer à investir, les yeux bandés, dans des entreprises qui dépendent ainsi à 100 % des tarifs de la sécurité sociale et avec autant d'incertitude.

Le levier était de 6,7. Vous nous avez demandé la liste des cent premiers investissements directs de BPIFrance, qui vous a été transmise. Dans cette liste, 23 % de nos investissements ont un levier supérieur à 4. Sur ces cent investissements, seules deux entreprises sont en difficulté du fait de leurs dettes : Cerba et Seqens, qui fabrique le principe actif du Doliprane. Et toutes les deux pour les mêmes raisons : le défaut de stabilité des remboursements de la sécurité sociale. Les autres ne sont aucunement en difficulté, elles remboursent très correctement leur dette et elles se développent. Comme on y a injecté beaucoup de capital et beaucoup de dette, elles se développent même très vite. D'ailleurs nous-mêmes, quand nous en sortirons, ferons de très beaux rendements pour les Français.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous aviez convenu, la dernière fois, qu'il y avait des problèmes à cause de leviers de dette excessifs, de LBO excessifs. Là, vous nous dites que, finalement, il n'y a pas tant de LBO excessifs...

Je reviens à Cerba. Tous les experts financiers indépendants des fonds d'investissement que nous avons entendus considèrent qu'un levier de dette de 6,7 expose quasi inévitablement l'entreprise à des difficultés. C'est un levier de dette excessif.

Vous dites que les problèmes de Cerba viennent de ce que la sécurité sociale a moins remboursé. Il suffit de saisir « EQT Cerba » dans un moteur de recherche pour trouver des

titres comme : « Sixième LBO pour Cerba », « Le LBO géant de Cerba au pied du mur de la dette », etc. Tous les experts économiques, toute la presse spécialisée, et en premier lieu les représentants de salariés, savent fort bien que le LBO utilisé par EQT dans Cerba, comme d'autres avant, a mis cette entreprise en grande difficulté. Manifestement, la banque publique d'investissement a fait le choix, à un moment donné, d'investir à un levier de 6,7, ce qui me paraît excessif. On pouvait en effet raisonnablement penser qu'un tel levier finirait par mettre en difficulté l'entreprise, quoi qu'il se passe.

Parmi les cinquante premières participations directes de BPI, il y a onze entreprises qui ont un levier de dette supérieur à 6, ce que de nombreux experts jugent clairement excessif. Comment pouvez-vous justifier de tels leviers de dette pour plus d'un cinquième de ces entreprises ? Pensez-vous qu'un levier de dette qui dépasse 6 est raisonnable ?

M. Nicolas Dufourcq. Tout dépend de la rentabilité attendue de l'entreprise. Il faut évidemment être prudent à l'égard de leviers très élevés dans l'industrie, étant donné le contexte de marges relativement faibles et difficiles à obtenir. En revanche, pour des industries de services qui ont un historique de marges très élevées, vous pouvez vous permettre d'avoir des leviers également élevés.

S'agissant de Cerba, la question qui se pose sur le moment à mes collaborateurs, à moi, aux investisseurs de la CDC et à ceux de l'Agence des participations de l'État était la suivante : faut-il agir ? On est en plein covid, Cerba a une part de marché très importante dans les tests antigéniques : on y va ou on n'y va pas ? Nos partenaires financiers décident d'y aller et on décide d'ancrer l'entreprise en France. La contrepartie, c'est que Cerba investira 200 M€ en France dans un nouveau centre – il y avait quand même des contreparties. Personne n'anticipe alors que la crise de la sécurité sociale va conduire à des baisses de tarifs très importantes. Voilà, tout simplement, ce qui est arrivé.

Pour ce qui est d'Opella, souvenez-vous du débat public pour que le Doliprane reste en France, ce qui supposait que la BPI soit actionnaire et qu'elle s'insère dans un « tour de table » dans lequel elle n'était pas désirée de manière évidente. Le fonds CD&R n'avait pas absolument besoin de nous, mais l'État a souhaité qu'on soit présents et le ministre Antoine Armand a lui-même tenu une conférence de presse pour annoncer notre investissement. Dans ce dossier, on est sur un levier de 6,9, c'est-à-dire le niveau de levier sur le marché des très gros LBO. Ceci étant rappelé, je pense qu'Opella sera un dossier nettement moins risqué que Cerba, en raison de son exposition internationale plus importante et, par conséquent, d'une moindre dépendance aux tarifs de la sécurité sociale.

Seqens, c'est l'usine de Roussillon qui fabrique le principe actif du Doliprane. Nos co-investisseurs sont des fonds et il y a eu une très forte demande que BPI France en soit actionnaire, afin de justifier toutes les subventions accordées à cette entreprise pour relocaliser la fabrication du paracétamol. Le levier est de 5 et Seqens est la seconde des deux entreprises qui sont aujourd'hui en difficulté à cause de leurs dettes.

Si je laisse de côté les entreprises d'infrastructures, qui sont très spéciales et financées massivement par la dette, le reste, ce sont principalement des entreprises de services : Septeo, par exemple, propose des logiciels pour les notaires, avec un levier de 2,6. Softway Medical, qui était hier matin au salon Santexpo, développe des logiciels pour les hôpitaux : l'entreprise dégagne des marges très élevées, qui lui permettent de supporter un levier de 7,4.

On ne va jamais se dire qu'on va « faire cracher » une boîte au maximum en la sacrifiant sur l'autel de la dette : en quatorze ans de participation aux comités d'investissement de la BPI, pas une seule fois je n'ai vu un raisonnement de cette nature... La dette n'est pas un mal en soi : si l'entreprise dégage de 30 à 40 % de marge d'Ebitda, elle peut tout à fait supporter des leviers de dette élevés.

En somme, ce qui m'a rassuré en compilant les statistiques que votre commission d'enquête demandait, c'est que seules deux entreprises soient aujourd'hui en difficulté à cause de leur dette.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je voudrais désormais aborder la question du financement de fonds d'investissement car, de mon point de vue, il y a un monde entre le conte de fées que vous nous racontez et la réalité.

Vous avez une très vaste activité de « fonds de fonds », c'est-à-dire de financement de fonds d'investissement. De mémoire, il me semble que cela représente environ la moitié de vos financements, soit 1,7 milliard d'euros (Md€) en 2025. C'est donc une très grosse partie de vos engagements.

Dans les documents que vous nous avez envoyés, on constate que vous investissez dans des fonds qui sont eux-mêmes des fonds de fonds : en clair, vous faites du « fonds de fonds de fonds ». Vous investissez dans un fonds qui, lui-même, réinvestit dans un fonds qui va, ensuite, investir dans une entreprise. Comment peut-on espérer maîtriser l'investissement réel dans les entreprises quand on fait du fonds de fonds de fonds ?

M. Nicolas Dufourcq. Le « fonds de fonds de fonds », c'est extrêmement marginal chez nous. On l'a fait avec une compagnie d'assurances qui a, elle-même, son fonds de fonds : nous alimentons le fonds de fonds d'Allianz et essayons de faire en sorte que cette manne soit fléchée vers des thèses d'investissement qui nous intéressent. Il y a peut-être un deuxième cas, mais c'est absolument dérisoire.

Le cœur de notre activité est bien d'investir dans des fonds qui représentent, à leur tour, dix mille entreprises sous-jacentes. Notre métier, c'est de connaître chacun des investisseurs de chacun des fonds dans lesquels nous investissons. Nous avons des fichiers de professionnels dont nous évaluons la qualité des investissements, l'historique, le rendement, la perception par les entreprises, la sensibilité aux enjeux climatiques, environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ainsi que le mode de décision quant aux investissements réalisés.

C'est un très beau métier que celui d'investisseur, qui crée d'ailleurs son propre effet de levier : quand on met un, la profession investit cinq de plus. Ce levier diffuse, partout en France, un irremplaçable écosystème d'investissements dans les fonds propres. Il serait impossible à BPIFrance d'effectuer directement ces dix mille investissements. Il faut donc suivre cette méthode, mondiale et très classique, de financement des écosystèmes. Dans ce domaine, nous sommes effectivement un très gros acteur français et européen et, quant à nos investissements, la moitié se fait capital-risque et l'autre moitié en capital-développement et capital-transmission.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Nous tournons toujours un peu autour du même sujet. Une banque publique d'investissement, on l'imagine d'abord dédiée à l'économie française avec une préoccupation d'intérêt général, que ce soit pour la nature de la production,

la considération des salariés à l'intérieur de l'entreprise ou, évidemment, le comportement fiscal.

Vous ne pouvez pas dire que le financement des fonds de fonds est marginal compte tenu des montants qui ont été rappelés. Or non seulement certains d'entre eux ne sont pas français – et cela interroge qu'une banque publique d'investissement mette des fonds dans des univers non nationaux... – mais, en outre, certains n'ont pas un comportement fiscal correct – c'est le moins que l'on puisse dire. Il y a un écart entre ce que vous paraissez être – une banque publique d'investissement relevant de l'intérêt général et national et soutenant des activités importantes pour le pays, en difficulté ou en cours de développement – et la réalité : quand on ouvre la boîte, on a le sentiment que la doctrine de financement et d'engagement de BPIFrance n'est pas du tout celle qui est affichée.

Comment pourriez-vous alors définir et justifier votre doctrine d'investissement ?

M. Nicolas Dufourcq. Nous avons historiquement investi dans des fonds étrangers sur les fonds propres de la BPI, mais en posant une condition : les fonds étrangers doivent investir deux fois en France ce que nous investissons chez eux. C'est une règle saine et ce n'est évidemment pas le directeur général de la banque publique qui l'a posée, mais c'est son conseil d'administration, l'État et la Caisse des dépôts et consignations.

Pourquoi avoir agi ainsi ? Souvenez-vous qu'il y a une quinzaine d'années, la France n'était pas très bien placée sur la carte californienne du capital-risque et la BPI a été créée pour combler le retard considérable que nous accusions. À l'époque, il était extrêmement difficile de convaincre les étrangers de venir investir chez nous. La France pâtissait d'une très mauvaise réputation et sortait d'une conflictualité importante – nos visites à l'étranger n'étaient pas des moments agréables, car nous étions mal considérés.

Nous avons donc souhaité « forcer », d'une certaine manière, les fonds étrangers à revenir à Paris et à y installer des équipes, pour qu'ils comprennent à quel point notre pays était une « Californie » en puissance. Et cela a marché, nous avons investi dans des fonds américains qui se sont mis à réinvestir, de plus en plus, en France. Sur le segment des séries B, C et D, ce sont majoritairement des fonds américains qui investissent dans les start-up françaises. C'est la conséquence de la bataille de réputation que nous avons livrée et gagnée : la « *French Tech* » est devenue très connue aux États-Unis.

Nous avons décliné cette stratégie avec les fonds allemands, suédois, danois, néerlandais et britanniques. Notre homologue allemande, l'établissement de crédit pour la reconstruction (KfW), investit beaucoup plus en France que BPIFrance n'investit en Allemagne : ses représentants s'en plaignent d'ailleurs et nous demandent de rééquilibrer les flux... Nous appliquons toujours la règle du « $\times 2$ », qui est très importante et qui fonctionne. Lorsque les fonds étrangers ne la respectent pas, nous cessons totalement d'investir chez eux et nous ne revenons pas.

Concernant les comportements fiscaux des fonds, je ne sais pas exactement à quoi vous faites référence, car il me semble que nous sommes très disciplinés dans ce domaine. Lorsque ces fonds sont co-investisseurs avec nous, comme c'était le cas d'Apollo, nous ne sommes pas responsables de leur comportement : nous ne pouvons pas réaliser un audit fiscal complet de tous les fonds qui investissent dans une entreprise dans laquelle nous décidons d'investir également. En revanche, pour les fonds dans lesquels nous investissons directement notre argent, nous faisons très attention : nous sommes extrêmement exigeants sur tout – qu'il

s'agisse de l'ESG, de la dimension climatique, de l'éthique, du comportement ou de la fiscalité – et c'est tout à fait normal.

Pour répondre à votre question de fond sur notre identité, nous nous considérons absolument et fièrement comme une banque publique d'investissement : aucune entreprise privée ne pourrait faire ce que nous faisons.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Vous investissez dans Tikehau Capital et dans des structures qui pratiquent l'optimisation fiscale et placent de l'argent, par exemple, au Luxembourg : ce type de comportement devrait vous faire frémir. Une banque qui est publique et qui mobilise l'argent des Français ne peut pas accepter qu'une partie de cette manne s'échappe dans l'optimisation fiscale.

Par ailleurs, pouvez-vous prouver que vous respectez la règle du « $\times 2$ » ?

M. Nicolas Dufourcq. Le respect de la règle du « $\times 2$ » est très facile à démontrer : les investissements se suivent, donc cela se vérifie aisément.

S'agissant de Tikehau, il faut rappeler que le fonds Aerofund finance des PME de la filière aéronautique, principalement en Nouvelle-Aquitaine. La société de gestion qui en est responsable, située à Toulouse, a été rachetée par Tikehau. Il faut savoir que la profession est très contente d'être soutenue le fonds Aerofund, lequel est financé par BPIFrance mais également par Airbus, Thales, Safran et Dassault, entreprises qui n'ont pas la réputation d'être peu exigeantes sur les conditions. C'est un fonds de place géré par Tikehau, qui a décidé d'y investir 120 M€ pris sur ses fonds propres - c'est exceptionnel, car, traditionnellement, les sociétés de gestion investissent relativement peu.

Que Tikehau, sur d'autres lignes de son activité, fasse des opérations au Luxembourg, c'est possible (même si je ne vois pas à quoi vous faites allusion), mais cela n'a rien à voir avec Aerofund. Celui-ci s'appuie sur une équipe de gestion qui investit dans les PME aéronautiques de Nouvelle-Aquitaine, ce qui n'est d'ailleurs pas facile car les rendements ne sont pas mirobolants en ce moment. Nous sommes bien contents que cette structure investisse du capital.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Du point de vue de l'intérêt général, quand vous investissez dans des groupements de cabinets d'experts-comptables, quel est l'enjeu ? Où est l'intérêt général ? Pourquoi investissez-vous dans ce type de profession réglementée ?

M. Nicolas Dufourcq. Je comprends votre question, même si je ne suis pas sûr d'avoir ce cas précis en tête. L'économie est un tout et tout est intéressant pour faire jaillir l'énergie entrepreneuriale en France. Autrement dit : l'industrie, c'est formidable (et elle constitue d'ailleurs 55 % de ce que nous faisons)... mais les services, c'est formidable aussi et cela représente beaucoup d'emplois.

L'expertise comptable ne doit pas être réservée aux Américains et la situation actuelle me heurte : il ne reste plus aujourd'hui qu'un seul grand cabinet d'audit français (Mazars), car tous les autres ont été rachetés par des Américains. Or je ne vois pas pourquoi la gestion des immeubles, une profession de service fondamentale, devrait être massivement américaine. Contribuer à faire émerger, à nouveau, des groupes français de services, y compris dans l'expertise comptable où l'on trouve beaucoup de données souveraines, fait tout à fait partie du projet de BPIFrance.

M. Gérard Leseul, président. À titre personnel, je souhaite qu'après avoir perdu la bataille des grands cabinets de conseil, nous ne perdions pas celle des autres services aux entreprises.

Mme Sophia Chikirou (LFI-NFP). À propos de « fonds de fonds », je m'intéresse, depuis plusieurs années, au fonds souverain d'Abou Dhabi (Mubadala) – je vous en avais d'ailleurs déjà parlé lors d'une audition que j'avais organisée, avec vos services, lorsque je siégeais à la commission des affaires économiques. Ce fonds finance des fonds de fonds, lesquels m'intéressent beaucoup parce qu'ils démontrent le contraire de ce que vous nous dites depuis tout à l'heure.

Le fonds souverain d'Abou Dhabi pose problème compte tenu de ce qu'est cet émirat, à savoir un État autoritaire, à la limite de la dictature et dans lequel les droits de l'homme ne sont absolument pas respectés. Mais si ce n'était que cela, vous pourriez me dire que « *les droits de l'Homme, dans le business, on s'en fout !* » et que le devoir de vigilance, ça n'existe plus, ça n'existe pas et ça ne vous concerne pas. En effet, vous auriez le droit de m'objecter cela.

En revanche, Mubadala est un fonds souverain qui en est à son troisième (ou quatrième) grand scandale financier en dix ans, dont le plus grand jamais enregistré en Malaisie – des détournements d'un montant de 3 Md€, il y a quelques années. Le dernier scandale en date, très récent, concerne l'activité de Mubadala au Maroc : en 2025, sa filiale pharmaceutique PHI a été accusée de détournements, fausses prestations, manipulations et abus de biens sociaux. Mubadala n'est pas un fonds avec lequel il est bon d'aller « faire des affaires ».

Or, depuis plusieurs années, précisément depuis 2014 – c'est-à-dire l'année où M. Emmanuel Macron a été nommé ministre de l'économie et a réorienté les missions de la banque publique d'investissement, un changement dont vous avez été l'un des principaux architectes, – vous investissez beaucoup, beaucoup, beaucoup d'argent avec Mubadala.

Le fonds Lac d'argent 1 (Lac1), doté de 10 Md€, est censé investir dans des entreprises cotées, notamment au CAC40. Ces grands groupes se portent souvent très bien. Pourquoi faut-il alors leur donner la garantie de l'État, leur apporter le soutien de la puissance publique nationale et, surtout, les accompagner dans un fonds spécifique en collaboration avec un fonds souverain étranger ? Comment avez-vous pris la décision de lancer Lac1 ?

Une certaine transparence et une certaine communication ont entouré Lac1. En revanche, celle-ci s'est totalement arrêtée au moment du lancement de Lac2 : j'ai eu beau chercher, je n'ai rien trouvé sur internet – ma seule source d'information, car je n'ai pas d'agent secret dans vos services... J'aimerais donc bien savoir ce qu'il en est de Lac2, lancé en grande pompe par M. Macron : en effet, dans ces fonds de fonds, on retrouve toujours la présence d'Emmanuel Macron. Ma conviction est d'ailleurs faite en la matière, M. Macron se trouvant derrière de très nombreuses décisions concernant BPIFrance.

Un autre fonds, situé en Afrique, pose également problème. Il s'agit d'un fonds de fonds financé avec Mubadala et dont le nom est Partech Africa IFC co-investment Fund. Monté en 2021, ce fonds de fonds engage 350 M€. Quelle y est la part de BPIFrance ? On m'avait dit que vous ne siégiez pas au conseil d'administration de ce fonds de fonds, donc que vous ne saviez pas où l'argent public français était investi en Afrique. Je vous avais interrogé

sur des investissements en Centrafrique qui m'intéressaient beaucoup, mais vous n'aviez pas été en mesure de me répondre.

Ce sujet est important, parce qu'il met beaucoup de choses en lumière. Vous me démentirez peut-être, mais la mainmise et l'intervention directe du Président de la République dans le développement des liens avec le fonds souverain d'Abou Dhabi sont, à mes yeux, évidentes, alors que je travaille sur ce dossier depuis plusieurs années. Quand il s'agit de Mubadala, sont-ce le Président de la République ou ses conseillers économiques qui traitent directement avec vous pour prendre les décisions... et non le ministre chargé de l'économie et des finances ou quelque autre autorité ?

Pourquoi maintenez-vous ces investissements ? Le choix stratégique d'investir dans des groupes cotés qui se portent bien et n'ont pas besoin d'argent interroge, alors que cet argent pourrait soutenir l'industrie ou d'autres secteurs.

M. Nicolas Dufourcq. Vos questions m'offrent l'occasion de clarifier la relation avec Mubadala.

Celle-ci a commencé en 2017, trois ans avant le lancement du fonds Lac. Mubadala est une très belle maison d'investissement et qui, je suis désolé de le dire, ne correspond absolument pas au portrait que vous en dressez. Ce sont de très grands professionnels et de gros investisseurs dans le monde entier, reconnus comme des partenaires de confiance dans toute la profession financière. Par conséquent, il n'y a pas de doute sur l'avantage pour BPIFrance de co-investir avec cet établissement.

Tout d'abord, Lac2 n'existe pas : comme pour tous les fonds, il y a plusieurs générations. Nous sommes certes en train de lever un nouveau fonds, qui repose sur une thèse différente, mais c'est trop tôt pour en parler. Quant à Lac1, nous avons levé ce fonds de 5 Md€ pour donner plus de masse, de marges de manœuvre, de « poudre » (comme on dit dans notre profession) à la banque publique d'investissement, à un moment où il n'était pas question d'augmenter son capital.

Or nous étions très sensibles à la situation d'EssilorLuxottica. Cette entreprise est le produit de la fusion entre Essilor et Luxottica, dans une opération où la société italienne a pris 30 % du capital de l'ensemble et, *de facto*, le contrôle de la nouvelle structure, avec un déplacement du centre de gravité du groupe vers l'Italie. Nous aimons beaucoup les Italiens, mais Essilor est un actif industriel français, une source de fierté considérable et un groupe leader mondial. Il n'y avait pas eu d'offre publique d'achat (OPA), mais une prise de contrôle rampante. J'ai donc personnellement décidé – le Président de la République ne m'a strictement rien demandé et j'ai même dû emporter la conviction de Bruno Le Maire – de placer du capital dans EssilorLuxottica pour mettre un terme à cette sortie de France, dans l'ombre, d'un groupe gigantesque. Regardez le résultat : EssilorLuxottica installe son siège social à Paris, gare d'Austerlitz. Ce n'était pas gagné ! Pour cela, il a fallu mettre un très gros « ticket » dans EssilorLuxottica. Or je n'avais pas cet argent : BPIFrance ne dispose pas d'assez de fonds propres pour une telle opération. J'ai donc voulu lever un fonds pour investir dans EssilorLuxottica : nous avons ainsi levé Lac d'argent à 5 Md€, dans lequel Mubadala a apporté 1 Md€, BPIFrance la même somme, BNP Paribas 250 M€, AXA aussi et Total 200 M€. Toute la place de Paris, voulant avoir un fonds souverain coté, a contribué : grâce à cela, nous avons pu agir pour Essilor.

Lac d'argent a également investi dans Arkema, qui a fêté ses vingt ans cette semaine, parce qu'elle était attaquée par des activistes : Arkema menaçait de partir et nous a appelés au secours. Nous avons investi dans Alstom, qui a connu de grosses difficultés de trésorerie ; il fallait accompagner ce grand groupe industriel qui est massif et fondamental pour le pays. Nous avons investi dans Spie, entreprise d'ingénierie française fondamentale, qui était attaquée par des activistes. Le fonds Lac d'argent n'est pas là pour mettre de petits tickets paresseux : c'est un fonds de défense de la France, qui a bien fonctionné.

Mme Sophia Chikirou (LFI-NFP). C'est quoi, des « activistes » ?

M. Nicolas Dufourcq. Ce sont des fonds dont les méthodes d'attaque sont précisément celles que réproouve la commission d'enquête : ils acquièrent un peu de capital d'une société, puis ils commencent à diffuser des lettres publiques dans lesquelles ils accusent l'entreprise de ne pas avoir fait ceci ou cela. Ils la déstabilisent sur les marchés boursiers et auprès des analystes financiers. Ils font tomber le cours pour monter au capital et exiger d'entrer au conseil d'administration, où ils pourrissent l'atmosphère. Ce sont des fonds assez dangereux et principalement américains. Entre 2016 et 2018, période au cours de laquelle ils avaient beaucoup d'argent, les fonds activistes attaquaient les entreprises européennes une par une. À Paris, beaucoup ont considéré qu'il était bon que BPIFrance monte un fonds, le fonds Lac, pour contrer ces fonds activistes : cela a marché et les activistes ont perdu beaucoup d'argent, parce que leurs offensives ont été repoussées.

Il n'est pas certain que nous lancions un Lac2, car le besoin s'en fait moins sentir. En revanche, nous sommes fiers d'être un gros actionnaire de cette magnifique société qu'est EssilorLuxottica, l'une des plus grandes entreprises industrielles mondiales. Cette structure franco-italienne, centrée sur la France, possède une part de marché conséquente à l'échelle mondiale et représente une promesse pour l'Europe. Très peu d'entreprises européennes sont capables de devenir des plateformes digitales concurrentes des grandes plateformes américaines : ce groupe l'est avec la lunette connectée.

Lac d'argent est un fonds privé, dans lequel BPIFrance ne possède que 1 Md€ sur 5 Md€. C'est le comité d'investissement de Lac d'argent qui décide : en d'autres termes, je vous assure que l'État découvre dans la presse ce que nous avons fait et nous sommes totalement libres de nos décisions. L'investissement de 1 Md€ dans le fonds a été décidé par le conseil d'administration de BPIFrance, mais, une fois que la somme a été investie, confiance est faite à l'équipe de gestion de BPIFrance.

Mme Sophia Chikirou (LFI-NFP). M. Dufourcq vient de nous dire, devant la commission d'enquête, qu'il n'y a aucun contrôle politique, ni du Parlement ni de l'État, sur les choix d'investissement de BPIFrance. Le fonds Lac, doté de 1 M€ d'argent public (donc d'argent des Français), investit sans consulter personne. Vous avez là beaucoup de pouvoir !

M. Nicolas Dufourcq. C'est un fonds de fonds : quand nous investissons 1,7 Md€ dans des fonds, nous ne décidons en rien des investissements effectués par les sociétés de gestion dans l'économie française. C'est le principe même du fonds de fonds.

Partech Africa n'a jamais concrétisé de partenariat avec Mubadala pour l'Afrique. Nous avons un fonds de fonds pour l'Afrique (Averroès Africa), dont nous avons fêté les vingt-cinq ans la semaine dernière à Nairobi. Ce fonds, qui marche bien, a investi dans Partech Africa et il est le produit d'une longue histoire, ouverte par la Caisse des dépôts. Nous avons investi environ 300 M€ dans des fonds de capital-investissement africains :

exceptionnellement, la règle du « $\times 2$ » pour le retour en France ne s'y applique pas. Nous menons là une politique de développement, historiquement conduite par la Caisse des dépôts puis transférée à la banque publique d'investissement. J'ai souhaité la maintenir par conviction personnelle, car il faut absolument développer une infrastructure de fonds de capital-investissement en Afrique pour financer les entrepreneurs africains. Notre fonds ne coûte rien au contribuable, il rapporte même de l'argent. Les fonds de capital-investissement africains s'appuient sur de très bonnes équipes, qui obtiennent de bons taux de rendement.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. La moitié des financements de la banque publique d'investissement va vers des fonds de fonds, c'est-à-dire que cet argent finance des fonds d'investissement. Vous aviez déjà expliqué, lors de votre précédente audition, que telle était la règle de base des fonds d'investissement et que vous n'aviez pas le droit de vous immiscer dans la gestion des fonds.

Quelle peut alors bien être l'utilité de l'activité de fonds de fonds, qui représente la moitié des moyens de la banque publique, c'est-à-dire l'argent des Français comme vous le dites, sachant qu'il y a en plus du « fonds de fonds de fonds » ? Cette question se pose, puisque vous n'avez aucun pouvoir de décision ni aucune influence sur l'industrie des fonds d'investissement : vous ne pouvez pas faire choisir de soutenir le développement de telle ou telle entreprise, n'est-ce pas ?

M. Nicolas Dufourcq. Le fonds de fonds est un métier que vous trouvez dans tous les pays où la puissance publique a pris une place très importante. Il y a ainsi un gros fonds de fonds public en Grande-Bretagne, un très gros fonds de fonds public en Allemagne, un gros fonds en Italie (*Cassa depositi e prestiti*). Il y en a un dans tous les pays, car ce qui fait la puissance d'un pays, c'est son système bancaire, mais c'est aussi son système de fonds d'investissement.

Or il n'y a pas assez d'argent privé en Europe, ni du côté des compagnies d'assurance ni de celui des fonds de pension : les compagnies d'assurance sont tenues par la directive « Solvabilité II », qui les bloque ; quant aux fonds de pension, ils sont peu nombreux.

Les États européens ont donc été contraints de se projeter dans l'activité de fonds de fonds, notamment en capital-innovation. Ce n'est pas moi qui ai inventé ce métier-là : la Caisse des dépôts l'a progressivement développé à partir de 1995. Quand la banque publique d'investissement a été créée, la CDC lui a apporté son activité de fonds de fonds (CDC Entreprises).

Cela représente la moitié de nos investissements en fonds propres, ceux-ci se situant entre 3,5 Md€ et 4 Md€ par an. Mais BPIFrance fait beaucoup plus que cela : elle octroie 20 Md€ de crédits, elle apporte 20 Md€ de garanties et elle consacre, selon les années, entre 3 Md€ et 9 Md€ au financement de l'innovation.

Le résultat est bon. Ce sont dix mille entreprises françaises qui n'auraient jamais été financées en fonds propres s'il n'y avait pas eu un maillage de fonds d'investissement, y compris de tout petits que vous trouvez dans des villes comme Rodez ou La-Roche-sur-Yon : là, de petites équipes de gestion investissent en fonds propres dans les entreprises familiales du territoire. Elles n'existeraient pas si nous ne les financions pas.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Toujours sur l'activité de fonds de fonds et d'après les documents à notre disposition, la banque publique d'investissement investit dans de nombreux fonds spécialisés dans la *fintech*, c'est-à-dire l'ingénierie financière. À combien estimez-vous ces investissements ? En quoi servent-ils l'intérêt général ?

M. Nicolas Dufourcq. La *fintech*, c'est-à-dire la *tech* au service de la finance, renouvelle par l'innovation les métiers du secteur bancaire – de très beaux métiers, qui ne sont pas salissants. Ils se transforment complètement et se transformeront encore davantage avec l'intelligence artificielle. Des start-up développent des suites logicielles ou des plateformes dans le domaine de la finance.

Nous avons peu investi dans la *fintech*. Des règles de gouvernance s'appliquent : dans le domaine du *software*, les comités d'investissement sont libres d'investir dans ce type de sociétés ; si les fonds proviennent du plan France 2030, l'État est autour de la table pour décider ; s'il s'agit d'entreprises de *fintech* disposant d'une licence bancaire, l'autorisation du conseil d'administration de la BPI est nécessaire – cela remonte au sommet. Nous faisons cependant très peu d'investissements de ce type.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. L'année dernière, vous avez investi 1,7 Md€ dans des fonds d'investissement. En dix-sept ans, vous n'auriez investi en fonds propres que 220 M€ dans des entreprises en difficulté, alors que vous évoquez la nécessité de développer les entreprises industrielles. Confirmez-vous ces chiffres ?

M. Nicolas Dufourcq. Vous parlez des fonds de retournement. Depuis les débuts de la BPI, il y a dix-sept ans, nous avons en effet investi environ 250 M€ dans des équipes de retournement, parce qu'il n'y en a pas (ou très peu) et que c'est très risqué. Redresser une entreprise déjà malade nécessite un capital considérable. Pour le secteur privé (compagnies d'assurance, fonds de pension, familles, etc.), la rentabilité d'un tel investissement n'est pas très attirante par rapport à celle d'un investissement dans une entreprise en bonne santé (ou dans une entreprise de technologie qui connaît une très forte croissance). Par conséquent, le retournement est une thèse d'investissement qui n'attire pas grand monde.

Leurs investissements ont souvent « tué » les équipes qui s'étaient construites, entraînées vers le fond par la gravité des situations dans lesquelles les entreprises se trouvaient à leur arrivée. Certaines, valeureuses, ont émergé, comme Aldebaran Capital Partners et Arcole, mais elles sont rares : très peu d'hommes et de femmes en France ont envie de faire ce métier.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Rappelons les ordres de grandeur : l'année dernière, vous avez investi 1,7 Md€ dans des fonds d'investissement français et étrangers, dont vous soutenez le développement. En parallèle, des entreprises en difficulté, extrêmement importantes pour notre souveraineté industrielle, vous demandent quelques dizaines de millions d'euros pour se reconvertir, parfois avec d'intéressants projets de reprise par les salariés : Vencorex (chimie), Brandt, Polytechnyl (tout juste rachetée par le fonds américain Lone Star, avec un véritable pillage technologique) ou Lapeyre, il y a déjà quelques années.

À chaque fois, des industries et des usines se retrouvent aux mains de ces fonds d'investissement, parfois prédateurs, parce qu'on dit qu'il n'y a pas le choix. Mais vous organisez cette situation : d'un côté, la banque publique n'investit pas dans des entreprises en difficulté parce que ce ne serait pas assez rentable et, de l'autre, vous soutenez des fonds d'investissement. Vous comprenez bien qu'il y a, pour nous, un problème réel : comment ces

entreprises pourraient-elles se reconvertir avec un tel fonctionnement de la banque publique d'investissement ?

M. Nicolas Dufourcq. Nous avons des contraintes. D'abord, nous n'avons fondamentalement pas le droit d'investir dans des entreprises en difficulté : la Commission européenne considère un tel soutien comme une aide d'État, rendant nécessaire une autorisation de Bruxelles. Le Parlement a débattu de cette interdiction en décembre 2012, lors du vote de la loi : les entreprises en difficulté doivent passer par des fonds privés financés par la banque publique d'investissement, les fameux et peu nombreux « fonds de retournement ». En d'autres termes, l'investissement en direct dans une entreprise qui tombe en procédure judiciaire, donc considérée comme « non performante » selon le jargon de la profession bancaire, nous est interdit.

Parfois, on n'en est pas encore là et, tout d'un coup, la situation explose. Dans le cas de Brandt, il faut rétablir la vérité et la chronologie des faits : l'entreprise devait être reprise par M. Cédric Meston. Tout était prêt : la cérémonie de signature était organisée, le champagne était au frais... et puis, au tout dernier moment, il a décidé de ne pas y aller. On a alors appelé en urgence BPIFrance pendant le week-end : « *Il faut absolument que vous fassiez quelque chose, que vous financiez un projet coopératif !* » Mais cela ne marche pas ainsi, c'est l'argent des Français et cela vous impose d'être extrêmement professionnel : il est impossible de financer et de créer une entreprise coopérative en une semaine, vous ne faites pas un dossier d'investissement sur une improvisation... Quinze jours plus tard, le tribunal de commerce a décidé de placer l'entreprise en redressement judiciaire.

Nous ne sommes donc absolument pour rien dans cette affaire. À ce moment-là, j'étais sur place avec le sénateur François Bonneau, pour des rencontres d'entrepreneurs à Orléans. Quelle n'a pas été ma stupéfaction de voir comment les choses se passaient ! Je rends hommage à mes équipes, qui ont été sur le pont presque tous les jours, mais c'était impossible.

Pour Vencorex, je n'ai pas le souvenir qu'un dossier de fonds propres ait été instruit par la BPI. En revanche, un dossier de crédit est toujours en cours, mais nous attendons le tour de table.

Par ailleurs, nous avons beaucoup d'entreprises en difficulté dans notre portefeuille, parmi les dix mille qui forment l'actif sous-jacent du fonds de fonds et les trois mille sept cents dans lesquelles nous avons investi depuis la création de la BPI. Nous sommes présents pour elles, puisque nous avons investi quand elles allaient bien... et nous restons quand elles se mettent à aller mal, nous continuons de les soutenir, faisons ce que nous pouvons et essayons de trouver des solutions. C'est une part importante de notre activité.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Comme lors de votre première audition, vous dites que vous accompagnez les entreprises jusqu'à la fin. Comme vous vous y attendiez, j'aborderai donc le cas d'Eurolysine, leader européen de la production d'acides aminés pour animaux, qui fait face au désengagement de la banque publique, alors que les salariés attendaient une recapitalisation. Alors que vous êtes déjà à son capital, pourquoi refusez-vous de soutenir une entreprise qui en a besoin pour lutter contre une concurrence chinoise déloyale – il me semble que vous l'avez dit vous-même ? Comment justifiez-vous un tel retrait ?

M. Nicolas Dufourcq. Nous soutenons les entreprises jusqu'au jour où cela devient déraisonnable, comme dans le cas d'Eurolysine. Nous pouvons d'ailleurs être fiers de cette histoire : avec un remarquable entrepreneur, nous avons financé la start-up Metex (Metabolic Explorer) de production d'acides aminés et d'acides aminés complexes, à Carling, en Lorraine. Nous l'avons aidé à racheter les infrastructures de l'usine d'Amiens, qui appartenaient au fabricant japonais Ajinomoto. Nous remplissions pleinement notre rôle : BPIFrance, banque de l'industrie, finançait l'entrepreneur qui avait le courage d'aller dans cette direction, en finançant l'usine et son rachat.

À quoi avons-nous été confrontés ? À une prédation chinoise radicale, avec une offensive imprévue : pour tuer Metabolic Explorer, les Chinois baissent leurs prix de 40 %. Nous convainquons les autorités d'augmenter légèrement les barrières douanières. Les Chinois absorbent la hausse en baissant de nouveau leurs prix, comme si, à chaque fois que nous augmentons les tarifs douaniers, une sécurité sociale chinoise les finançait...

Dans ces conditions, nos pertes s'élèvent à plusieurs dizaines de millions d'euros par an. Nous constatons l'impasse. Nous trouvons un repreneur très respectable, le groupe Avril, qui nous dit : « *Nous allons faire ce qu'il faut, vous allez voir ce que vous allez voir, ça va marcher !* ». Il nous propose un *business plan*, nous investissons de nouveau un peu d'argent tout en restant très inquiets. Or que se passe-t-il au bout de dix-huit mois ? Alors que le groupe Avril nous avait promis des Ebitda positifs de 30 M€, ils sont, au contraire, de -30 M€... La prédation chinoise et le non-traitement de la question liée à la concurrence du marché du sucre brésilien mettent cette activité en très grande difficulté.

Je vous prends au mot : il s'agit d'argent public, nous avons déjà investi en subventions, en fonds propres et en crédit. Les équipes de la banque qui travaillent sur ce dossier, depuis maintenant une dizaine d'années, pensent que nous n'y arriverons pas et, sur la place, il n'y a pas meilleurs spécialistes des acides aminés que les investisseurs du fonds SPI, un fonds de France 2030. Dès lors, l'équipe de gestion et le comité auquel participe l'État (en l'occurrence, la direction générale des entreprises et les équipes de France 2030) considèrent qu'il ne faut pas poursuivre les investissements.

Il ne s'agit donc aucunement de la décision individuelle d'une personne égoïste, qui décréterait que c'est terminé, mais d'une décision courageuse, même si l'issue est extrêmement douloureuse pour nous : c'est la vie des affaires. Certaines entreprises se trouvent dans des impasses : nous sommes convaincus que si nous remettons une trentaine de millions d'euros dans Eurolysine, nous devrions de nouveau les provisionner le lendemain. Les Français le souhaitent-ils ? Non. Si vous voulez sauver Eurolysine, instaurez des tarifs douaniers de 200 % contre les Chinois. Là, vous êtes sûrs d'y parvenir.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous parlons ici de 30 M€ d'argent public. Or, sur la seule année 2025, vous avez investi 1,7 milliard d'euros dans des fonds qui financent eux-mêmes beaucoup d'entreprises étrangères – américaines, britanniques, israéliennes, suisses, etc., comme le montrent les documents à notre disposition. Vous dites que vous avez exigé de ces fonds qu'ils investissent un minimum en France (deux euros pour chaque euro que vous avez investi). Disposez-vous de garanties sur les effets concrets de vos investissements dans ces fonds – en matière d'emploi, d'impôts et d'investissements productifs et de long terme dans notre pays ? Quelles sont vos exigences sur ces sujets ?

M. Nicolas Dufourcq. Votre question me permet de rappeler certains points. Tout est très évalué, nous disposons d'une importante direction des études et d'un comité national

d'orientation auquel participent la représentation parlementaire (en l'occurrence, votre collègue Danielle Simonnet et des sénateurs), les partenaires sociaux, les représentants des entrepreneurs, etc. Il est donc avéré que l'activité de fonds de fonds, qui fait ruisseler le capital public vers des milliers de PME des territoires, crée beaucoup de valeur. Je n'ai aucun doute sur sa nécessité et le modèle français est envié à l'étranger.

Nous investissons dans des fonds étrangers en exigeant qu'ils investissent en France. Nous investissons également dans des fonds français de capital-innovation, auxquels nous permettons d'investir un peu à l'étranger s'ils le souhaitent : dans la profession du capital-risque, vous ne pouvez pas être performants si vous vous limitez à l'espace technologique français.

Il faut absolument pouvoir se comparer aux meilleures start-up européennes dans la manière de choisir ses investissements. Ces fonds investissent donc à l'étranger de 10 % à 20 % de leurs levées. Rappelons que, lorsqu'on investit dans Partech ou Alven, nous avons 15 % du fonds (contre 85 % d'argent privé) et personne ne sait quelle partie du fonds est investie à l'étranger. Professionnellement, c'est une bonne chose...

Mme Sophia Chikirou (LFI-NFP). L'argent n'a pas d'odeur ni de couleur...

M. Nicolas Dufourcq. Ce que je veux dire, c'est que le retour pour la France est massif.

Mme Sophia Chikirou (LFI-NFP). Dans le même sens que la rapporteure, je souhaite vous interroger sur un pays et un fonds de capital-risque particuliers : le fonds israélien Jerusalem Venture Partners (JVP), créé avec la banque publique en 2022 et actif dans des secteurs qui nous amènent à nous interroger comme la cybersécurité, la santé numérique, la *fintech* et les technologies de défense duales.

L'une des nouvelles missions de la BPI est d'investir dans le secteur militaro-industriel – c'est-à-dire la recherche, l'innovation de défense duale, etc. Or les dirigeants d'Israël sont mis en cause par la Cour pénale internationale pour crimes contre l'humanité et crimes de guerre. Plusieurs organisations non gouvernementales, des rapporteurs de l'ONU ainsi que de très nombreuses personnes et pays dénoncent le génocide commis en ce moment même à Gaza, l'occupation, etc.

Dans la liste de ses investissements, on découvre que la BPI y a créé un fonds, qui investit dans les secteurs de la défense et de l'innovation de défense. Or vous savez parfaitement qu'en Israël, les entreprises privées sont très liées au régime, bien davantage qu'en France.

J'ai bien compris à toutes vos réponses que, dans ses choix d'investissement, la BPI ne se soucie pas beaucoup des dimensions qui relèvent de l'éthique, de la morale, du devoir de vigilance ou de la responsabilité sociale et environnementale.

M. le vice-président Gérard Leseul. Madame Chikirou, cela n'a pas été dit dans ces termes. Posez donc votre question.

Mme Sophia Chikirou (LFI-NFP). Je l'interprète comme je veux. Dans le cadre de ce fonds spécifique de capital-risque, quel contrôle, quelles diligences éthiques, quel devoir de vigilance exercez-vous pour éviter que la France ne contribue à financer de la recherche, de l'armement et des méthodes de cybersécurité, de surveillance, de contrôle et d'élimination *via*

des drones et pour éviter qu'elle ne participe à ce qui pourrait se révéler être un crime contre l'humanité, qui sera peut-être un jour jugé ?

M. Nicolas Dufourcq. Nous n'avons pas du tout créé le fonds Jerusalem Venture Partners : c'est l'une des plus anciennes sociétés de gestion de capital-risque israélienne.

Quand nos affaires de capital-risque ont démarré en 2013-2014, tous les projecteurs mondiaux se tournaient vers deux écosystèmes, celui de la Californie et celui d'Israël. Nous sommes allés en Israël pour comprendre comment ils avaient monté leurs fonds de fonds et un écosystème de capital-risque aussi puissant : à l'échelle de ce petit pays, l'impressionnante quantité de start-up digitales de rang mondial, en général rachetées par des groupes américains, est absolument hors normes. Quelque chose de l'ordre d'une « recette secrète » nous intéressait.

Nous avons donc décidé d'investir en fonds de fonds dans une société de gestion israélienne, avec l'obligation pour celle-ci d'investir en France – le fameux « × 2 » déjà évoqué. Nous nous sommes fixés sur JVP, mais c'était bien avant la guerre. Ses performances nous ont beaucoup déçus et nous avons donc arrêté de le financer : nos affaires israéliennes sont donc terminées.

Mme Sophia Chikirou (LFI-NFP). Depuis quand ?

M. Nicolas Dufourcq. Lorsque JVP est parti en tournée pour lever son fonds successeur, il y a environ trois ans, nous n'avons pas donné suite. Nous avons encore un peu d'argent dans le précédent fonds, mais il est en extinction.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'en viens maintenant à la question des paradis fiscaux et judiciaires, déjà abordée par ma collègue Élisabeth Martin. Les engagements de la banque publique d'investissement se concentrent sur de grands acteurs de fonds d'investissement, que je ne nommerai pas ici afin de respecter la confidentialité de la vie des affaires. Ces acteurs utilisent fréquemment des structures au Luxembourg ou dans d'autres paradis fiscaux et judiciaires.

L'État considère-t-il comme normal que l'argent public soutienne ce type de sociétés, qui pratiquent l'optimisation fiscale internationale ? Prenez-vous des précautions et vérifiez-vous, avant de prendre une participation dans une holding, qu'elle ne se trouve pas au Luxembourg ou dans un paradis fiscal ? Exigez-vous que les holdings créées par les fonds d'investissement auxquels vous participez et dans lesquelles vous co-investissez soient domiciliées en France ?

Lors de la dernière audition, nous avons abordé le cas de Verallia, sans obtenir toutes les réponses. La banque publique d'investissement avait co-investi dans ce groupe avec le fonds américain géant Apollo. Grâce à un montage fiscal au Luxembourg, par l'intermédiaire d'une holding créée pour l'occasion, impliquant le transfert de centaines de millions d'euros aux îles Caïmans, révélé lors d'une audition, le taux d'imposition pour l'État français n'était que de 0,007 %. Je vous avais demandé si vous étiez au courant de ces montages lorsque vous avez décidé de co-investir dans Verallia avec le fonds américain Apollo et vous m'aviez répondu que vous alliez vérifier. La banque publique d'investissement a-t-elle reçu des dividendes grâce à cette optimisation fiscale ?

M. Nicolas Dufourcq. Un mot sur le commentaire général de madame Chikirou, selon laquelle les considérations morales glisseraient sur nos plumes comme l'eau sur les ailes d'un canard : ce n'est pas vrai du tout. Je m'arrêterai là sur ce point.

S'agissant de l'optimisation fiscale, nous sommes extrêmement vigilants quant à la domiciliation des entités dans lesquelles nous investissons. Nous veillons à ne pas participer à des opérations fiscales agressives ou à des montages visant l'évasion fiscale. Comme Dieu est dans les détails, nous faisons appel à des avocats et à des fiscalistes lorsque nous avons des doutes, afin de clarifier la structuration fiscale et légale de l'opération et de démontrer la non-volonté d'évasion.

Dans tous les documents que nous vous avons envoyés, vous ne trouverez aucun investissement dans une structure des îles Caïmans ou des îles Vierges britanniques, à l'exception d'un investissement microscopique, en juillet 2017, dans Copious Technologies : dans le cadre d'une levée de fonds de 1 M€ réalisée aux côtés de *business angels*, nous avons investi 200 000 euros dans cette société de technologie ; honnêtement, c'est dérisoire. En 2019-2020, lorsque nous avons effectué les vérifications sur Tracfin, les îles Caïmans ne faisaient pas encore partie des destinations interdites ; elles ne le sont devenues que plus tard. Si vous cherchez dans l'amas touffu de nos investissements, vous n'en trouverez pas dans des entreprises qui y sont domiciliées.

Nous avons investi dans Verallia avant qu'elle ne soit cotée en Bourse (moment où Apollo en est sorti) et d'actionnaires de la holding, nous sommes ensuite devenus actionnaires de la société cotée. Les deux premières années, lorsque Apollo était encore au capital, la société Horizon Parent Holding était une structure luxembourgeoise dans laquelle nous avons investi. Mais Verallia n'a distribué aucun dividende au cours des trois années qui ont précédé son introduction en Bourse : il n'y a donc pas eu de dividendes remontant à la holding luxembourgeoise, ce qui est plutôt rassurant. Lorsqu'elle a enfin eu la capacité de verser des dividendes, c'est-à-dire après son introduction en Bourse, nous n'étions plus investis dans la holding, mais directement dans l'entreprise, qui avait son siège social en France.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous interroge sur le dispositif financier, qui a abouti à un taux d'imposition de 0,007 % d'après les informations dont nous disposons. Une holding est créée au Luxembourg, c'est-à-dire que les sous de la BPI et ceux d'Apollo, un fonds d'investissement américain, le plus grand au monde, se retrouvent dans une holding au Luxembourg. Personne n'est assez naïf pour penser qu'il s'agit d'un hasard. Cela permet évidemment de faire de l'optimisation fiscale, de l'évasion fiscale en somme, et de payer seulement 0,007 % d'impôts à l'État français.

Je pose une question plus générale, puisque vous ne démentez pas les affirmations précédentes : la banque publique d'investissement peut-elle s'engager à éviter dorénavant ce type de montages et de cofinancements – des holdings situées dans des juridictions où les impôts sont beaucoup plus faibles qu'en France ?

M. Nicolas Dufourcq. Je le répète fermement : nos équipes doivent faire la démonstration de la non-volonté d'évasion fiscale lorsqu'on nous propose des architectures complexes. Nous payons des avocats et, lorsque nous avons un doute (c'est-à-dire si le projet a été monté « à l'envers » pour faire de l'évasion fiscale), nous n'investissons pas.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Regrettez-vous qu'un montage fiscal auquel vous avez participé, avec une holding au Luxembourg, ait conduit à un taux d'imposition de 0,007 % ? Je ne vous parle pas de l'histoire de Verallia.

M. Nicolas Dufourcq. La question ne se pose pas en ces termes. Saint-Gobain vend Verallia et tout le monde, en France, souhaite que quelqu'un se place aux côtés d'Apollo pour contrôler le dispositif. On va alors chercher la BPI... mais elle ne va pas changer le *deal*, conclu avec Apollo. Nous entrons chez Verallia, à la demande de la CGT, pour qu'il y ait une présence française protectrice, un tiers de confiance, et il se trouve que nous le faisons dans le cadre du montage déjà prévu entre Saint-Gobain et Apollo, qui a duré deux ans. Ensuite, la cotation en fait une entreprise de plein exercice, tout à fait classique. *In fine*, le résultat est satisfaisant : aucun poste n'a été supprimé et la France compte toujours 2 500 salariés dans le verre, alors que tous les pays européens ont licencié massivement.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous dites donc que BPIFrance, dont l'argent appartient aux Français, pourra reproduire ce type de montage.

M. Nicolas Dufourcq. Je vous le répète : dans tous les cas, on fera auparavant la démonstration de la non-volonté de pratiquer l'évasion fiscale. Si on a le moindre doute, on n'investira pas, même si on reçoit un *oukase* nous enjoignant d'investir.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'en viens à la question du « pantouflage » et à la proximité avec certains fonds d'investissement. Cette question importante a émergé au fil de nos auditions, au cours desquelles ont été évoqués de nombreux cas de pantouflage entre les plus hauts décideurs publics et les fonds d'investissement.

Le cas de M. Bruno Bézard est emblématique. Il occupait l'un des postes les plus éminents de la haute administration française, celui de directeur général du Trésor au sein du ministère de l'économie. Il était donc l'un des « pilotes » de l'économie française, du point de vue de l'État. En 2016, il a quitté ce poste pour rejoindre le fonds d'investissement franco-chinois Cathay Capital. À cette époque, vous étiez déjà à la tête de la banque publique d'investissement, qui finance abondamment cette société de gestion.

Après 2016, avez-vous entretenu des liens professionnels avec M. Bruno Bézard ? Celui-ci est-il en lien avec les équipes de BPIFrance ?

M. Nicolas Dufourcq. Vous parlez de « pantouflage », mais nous sommes dans une société ouverte : vous ne pouvez pas demander aux gens d'être incarcérés dans une ligne de vie et de n'en changer jamais. C'est comme si vous disiez que les salariés des fonds d'investissement ne pourront jamais travailler dans l'administration française ni changer de vie. N'est-il pas essentiel de pouvoir changer de vie en France ?

La seule question à poser est la suivante : est-ce qu'il y a eu un conflit d'intérêts ? S'il n'y en a pas, ce n'est pas du pantouflage. Dans le cas de M. Bruno Bézard, il n'y avait pas de conflit d'intérêts : ce n'est donc pas du pantouflage, mais sa pure liberté.

Je connais bien Bruno, car nous sommes de la promotion « Michel-de-Montaigne » (1986-1988) de l'École nationale d'administration – promotion dont il est sorti « major », ce qui lui a permis de choisir un poste au Trésor. Quand il s'est posé la question d'entrer chez Cathay Capital, il m'a demandé ce que j'en pensais et je lui ai répondu qu'après tant d'années au service de l'État en tant que directeur général des impôts, directeur général de la

comptabilité publique, patron de l'Agence des participations de l'État (APE) et directeur général du Trésor... que pouvait-il faire de plus ? Rien. Et je lui ai dit qu'aller dans le privé, en particulier dans un fonds d'investissement très entrepreneurial comme Cathay Capital, c'était très bien.

Pourquoi était-il intéressé par Cathay Capital ? Bruno adore la Chine, un pays qu'il connaît par cœur, il est bilingue et il a été attaché financier à l'ambassade de France à Pékin. C'est pour cela que je l'ai encouragé à y aller. Est-ce qu'il y avait un conflit d'intérêts ? Non, puisqu'à aucun moment il n'a été amené à prendre des décisions susceptibles, notamment, d'influencer la banque publique d'investissement dans son choix d'investir dans Cathay Capital.

Est-ce que nous avons des relations avec lui ? Oui, puisqu'il est associé de cette société que nous finançons et qui est elle-même co-investisseur, avec BPIFrance, dans certaines entreprises comme Diot-Siaci. Il n'y a rien de mal à cela.

Ce sont les conflits d'intérêts qu'il faut traquer et la Haute Autorité pour la transparence de la vie publique (HATVP) le fait très bien.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous avons souhaité aborder ce sujet parce qu'outre ce cas particulier d'un ancien directeur général du Trésor désormais associé du fonds d'investissement Cathay Capital (sans doute parce qu'il a été un très haut responsable de l'administration...), dont la rémunération se chiffre en centaines de milliers d'euros alors même que ce fonds est abondamment financé par BPIFrance, la pratique est systémique.

On retrouve énormément d'anciens hauts fonctionnaires de Bercy, mais aussi d'anciens directeurs de cabinet de ministres et d'anciens ministres eux-mêmes (M. François Fillon chez Tikehau, Mme Nathalie Kosciusko-Morizet, MM. Xavier Musca, Cédric O, etc.). J'ai eu ce débat avec l'ancien ministre Bruno Le Maire, lors de son audition. Vous comprenez bien que cette dimension systémique soulève des interrogations chez nos compatriotes et en choque beaucoup. Il faut en tenir compte.

Passons à un autre sujet. Lorsque nous avons évoqué les cabinets d'experts-comptables, vous avez dit qu'il ne fallait pas laisser les fonds américains s'en saisir, mais plutôt favoriser des fonds d'investissement français, qui seraient sans doute plus vertueux. À ce sujet, deux visions s'opposent : soit on « fait la course » avec les Américains pour financiariser au maximum l'économie, soit on considère que ces professions doivent demeurer non financiarisées et indépendantes.

Tout au long des travaux de cette commission d'enquête, nous avons été contactés par différentes professions indépendantes, dont nous avons auditionné certains représentants : les géomètres, les experts-comptables, les commissaires aux comptes, les radiologues, les cancérologues, les ophtalmologues, les dentistes, les vétérinaires... la liste est longue. Tous les représentants de ces professions nous ont dit que la financiarisation posait un énorme problème, notamment d'indépendance. Ainsi, lors de son audition, M. Emmanuel Gauzy, président de la Fédération des experts-comptables et commissaires aux comptes de France nous a dit ceci : *« Nous l'avons observé dans d'autres professions : l'arrivée de fonds au capital d'une structure de profession réglementée transforme silencieusement le métier. Le professionnel signe toujours des actes, mais ses choix de gestion, parfois même de mission, ne lui appartiennent plus réellement. »* Tous nous ont raconté cette réalité, du géomètre au cancérologue. Or, en février 2026, BPIFrance a, par exemple, investi avec le Crédit agricole

dans le cabinet d'expertise comptable Anderlaine. C'est précisément un cas typique d'accaparement d'un cabinet d'expert-comptable par des fonds d'investissement.

Jugez-vous que l'intervention de BPIFrance dans des professions réglementées, tenant à leur indépendance, est justifiée, alors même que de nombreux représentants de ces professions nous alertent sur les risques pesant sur leur indépendance et la qualité de leurs services ? Du point de vue de l'intérêt général, quelle plus-value peut-on attendre d'un tel investissement, qui pousse à l'accaparement de ces cabinets par des grands fonds d'investissement ?

M. Nicolas Dufourcq. Je ne crois pas que nous parviendrons à nous réconcilier dans ce débat de fond, consistant à savoir comment on est puissant – ou pas...

En matière d'expertise comptable, tout le monde considère que les jeux sont désormais faits entre PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young et un troisième grand cabinet et que « la messe est dite », parce que ces grands groupes américains ont réussi à structurer leur profession et à devenir des puissances mondiales. Ils ont désormais accès à l'ensemble de nos données, sont présents au cœur même de nos processus et connaissent nos protocoles absolument par cœur, dans l'intimité la plus profonde de nos entreprises.

Je ne m'y fais pas, comme je ne me fais pas à l'idée qu'il n'y ait que des groupes anglo-saxons dans le domaine du courtage d'assurances.

Ce sont les raisons pour lesquelles, quand je vois un entrepreneur qui décide de consolider une profession – l'expertise comptable, par exemple, comme cela a été le cas de M. R. Mazars, – quand je vois l'entreprise Diot-Siaci se dresser pour créer un courtier en assurance à l'échelle européenne, je considère que c'est le rôle de BPIFrance de les accompagner.

J'entends les inquiétudes que vous évoquez, mais, il ne faut pas se le cacher, elles sont aussi corporatistes. Nous sommes une nation de soixante-dix millions d'habitants dans un monde ouvert, attaquée de tous côtés par d'autres puissances. Nous devons jouer le jeu de la puissance : on ne peut pas continuer de penser qu'en restant atomisés en de multiples petites professions défendues par des codes et des règlements, on va résister à la marée de ceux qui veulent nous envahir... Nous avons besoin d'acteurs de puissance et BPIFrance est fondamentalement productrice de puissance.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Certains ordres professionnels refusent cette financiarisation : celui des commissaires aux comptes par exemple, mais aussi les jeunes générations de cancérologues et de radiologues, qui sont justement en train de s'organiser pour résister à l'accaparement par des fonds d'investissement. Leurs cabinets fonctionnent très bien et leurs patients eux-mêmes se rendent compte qu'ils y sont mieux soignés. Nous avons effectivement deux visions différentes de l'économie.

BPIFrance a-t-elle fait d'autres investissements dans des entreprises exerçant une profession réglementée ?

M. Nicolas Dufourcq. Nous avons investi dans un groupe de pharmacies (Hygie). C'est un très bel ensemble entrepreneurial, qui détient notamment la marque Pharmacie Lafayette. Nous avons investi directement dans un groupe de radiologues, dont le nom m'échappe, ainsi que dans Laborizon, un groupe de laborantins.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Et en investissements sous-jacents ?

M. Nicolas Dufourcq. Cela figure dans les documents que nous vous avons transmis.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je voudrais revenir sur le financement de fonds d'investissement. Nous venons d'apprendre par la presse que les salariés de Tikehau, estimant avoir été maltraités par leur employeur, ont envoyé un signalement à BPIFrance.

Rappelons que Tikehau est censé être le fleuron des fonds d'investissement français. Pourriez-vous préciser le rôle de BPIFrance dans le contrôle des pratiques des fonds qu'elle finance abondamment, comme Tikehau, ou avec lesquels elle co-investit – c'est encore le cas de Tikehau ? Appliquez-vous des critères relatifs aux pratiques sociales, salariales et managériales des fonds d'investissement que vous soutenez ? L'alerte donnée par les salariés de Tikehau montre que ce type de garde-fou est nécessaire.

M. Nicolas Dufourcq. La réponse est affirmative. Nous faisons tout ce que nous pouvons pour bien comprendre comment fonctionnent les équipes. Si vous regardez nos dossiers d'investissement, tout y est très normé : nos enquêtes comportent un chapitre appliquant les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance de façon assez poussée. On appelle cela les *due diligences* : pour investir dans un fonds, entre trois et quatre mois de travail sont nécessaires. Nous consultons de nombreuses références extérieures, pour savoir comment les gens considèrent les investisseurs, comment les choses se passent, etc.

Grâce aux lanceurs d'alerte (*whistleblowing*), on découvre, lorsque des troubles surviennent subitement dans le fonctionnement des équipes, que quelque chose s'est mal passé. Ce qui s'est passé chez Tikehau aura inévitablement des conséquences sur les questions que nous leur poserons.

Mme Sophia Chikirou (LFI-NFP). Vous avez dit, il y a quelques minutes, que BPIFrance avait investi dans une entreprise biomédicale : c'était en 2016 et la BPI a revendu ses parts à Biogroup en 2020. Vous citez des exemples qui ne sont plus d'actualité. Sans doute ne pouvez-vous pas vous souvenir de tous les investissements effectués par BPIFrance, mais celui-là est très ancien : cela fait six ans que BPIFrance n'est plus au capital de cette entreprise. Il faudra certainement vérifier la situation des entreprises que vous avez citées.

BPIFrance est critiquée parce qu'elle servirait d'instrument un peu opaque à une politique macroniste visant à renforcer l'attractivité pour les investissements étrangers. Le problème, ce n'est pas d'attirer des investisseurs étrangers, c'est de savoir où on les attire et pour quoi faire. Ce que nous reprochons à la politique que vous contribuez à mettre en œuvre avec BPIFrance, c'est justement d'attirer vers nos entreprises des investisseurs dont on ne contrôle pas les décisions ; ce sont aussi les investissements que nous faisons à l'étranger. Vous le dites vous-même : l'objectif, c'est le taux de rentabilité. Bien que vous exerciez une forme de devoir de vigilance, on aura compris qu'il n'est pas une priorité et les Français doivent savoir que la banque publique d'investissement, supposée être une sorte de fonds souverain français, ne s'applique pas à elle-même les règles qu'elle prétend défendre.

M. Nicolas Dufourcq. Si les Français suivent nos travaux, cela me permet de leur dire, droit dans les yeux, qu'il n'y a pas d'inquiétude à avoir et qu'il n'y a rien d'opaque – vous venez d'ailleurs de le prouver en vérifiant mes propos en quelques minutes : BPIFrance est absolument transparente.

Dans le cadre de Choose France, la politique d'attractivité consiste à attirer des capitaux étrangers dont nous connaissons très bien la destination – il n'y a rien d'opaque non plus. Typiquement, nous savons où nous plaçons les capitaux de Mubadala : dans Alstom, dans Arkema et dans Essilor.

BPIFrance a pour valeurs l'optimisme, la volonté, la simplicité et la proximité et pour « *baseline* », c'est-à-dire pour principe de référence, « Servir l'avenir ». Je puis vous assurer que, tous les matins, nous nous levons pour retourner toutes les pierres possibles afin que tous les entrepreneurs français puissent réussir.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Ma dernière question prolonge celle de ma collègue Sophia Chikirou, qui s'interroge sur l'utilité de l'argent français mobilisé au sein de BPIFrance. En 2023, aux côtés du fonds Tower Brook, vous avez investi dans l'entreprise Epsa, une société de conseil financier et de gestion. Sur son site internet, elle dit vouloir soutenir « *la performance financière des entreprises par l'optimisation de l'ensemble de [leurs] charges sociales et fiscales* ». Tout le monde aura compris ce que signifie « l'optimisation » des charges fiscales...

Assumez-vous d'investir une partie des moyens de BPIFrance dans une entreprise consacrée à l'optimisation fiscale et sociale ? Pensez-vous vraiment que cela serve l'intérêt général ?

M. Nicolas Dufourcq. Je ne veux pas entrer dans une polémique. Epsa est un entrepreneur extraordinaire dans le domaine de l'accompagnement et du conseil aux entreprises, qui a créé un réseau national de grande qualité. Il a beaucoup développé son offre de conseil en achat d'énergie, qui est devenue une « verticale » fondamentale de son activité. Je n'étais pas présent lorsque le comité d'investissement a pris la décision d'investir dans cette entreprise, mais je pense que c'est cette activité qui a attiré l'attention des équipes de gestion.

Le cœur de métier d'Epsa est le contrôle de gestion, c'est-à-dire l'optimisation des coûts et aucunement l'optimisation fiscale.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. La citation que j'ai lue figure sur la première page du site internet de cette entreprise, qui dit vouloir soutenir la performance financière des entreprises par l'optimisation de toutes les charges sociales et fiscales. Ça m'a l'air assez important dans sa mission.

Vous ne m'avez pas répondu : le soutien de BPIFrance à ce type d'entreprise sert-il l'intérêt général ?

M. Nicolas Dufourcq. Ne soyons pas hypocrites : un entrepreneur ne peut pas se permettre de mal gérer ses charges sociales et de ne pas les optimiser, d'autant qu'elles sont de plus en plus complexes. Regardez le nombre de lignes figurant sur un bulletin de salaire !

Honnêtement, cela ne me choque pas : ayant moi-même été directeur général adjoint d'une grande multinationale française, je peux vous dire qu'on passe tout en revue pour produire de la performance. L'optimisation fiscale, c'est autre chose...

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous assumez donc d'avoir investi dans une entreprise dont la mission consiste à faire en sorte que ses clients paient le moins possible de charges sociales et fiscales, comme vous les appelez. En réalité, cela consiste à faire en sorte

qu'une entreprise paye le moins possible d'impôts et de cotisations sociales sur les salaires. Ne soyons pas naïfs, c'est ça que signifie l'optimisation sociale et fiscale...

M. Nicolas Dufourcq. Cela signifie ce que vous voulez que cela signifie... J'ai dirigé de nombreuses entreprises : il est indispensable, vital même, d'optimiser les coûts tout le temps, sinon vous succombez. Optimiser des coûts très complexes, ce n'est pas honteux.

Tous les clients d'Epsa payent quantité d'impôts. Peut-être en payaient-ils même trop ? Peut-être vous-même en payez-vous trop ? Peut-être en paye-je trop moi-même, puisque je n'optimise rien, faute de temps. Qu'une entreprise fasse ce qu'il faut pour essayer de limiter cette partie de ces charges, ce n'est ni choquant, ni sale.

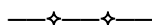
Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous faites de nombreux choix quant à l'utilisation de l'argent des Français mobilisé par BPIFrance, dont le montant n'est pas illimité – vous l'avez vous-même rappelé.

De nombreuses entreprises en difficulté vous demandent de l'aide et ne l'obtiennent pas, alors que vous assumez d'investir cet argent dans une entreprise dont la mission première consiste à aider d'autres entreprises à payer le moins possible de cotisations sociales et d'impôts. C'est bien ce que vous me dites ?

M. Nicolas Dufourcq. Si je vous réponds, vous allez me poser la question une quatrième fois, une cinquième fois... À ce sujet, nous ne sommes pas réconciliables.

M. Gérard Leseul, président. Je vous remercie d'avoir pris le temps de nous apporter vos réponses. Vous pourrez compléter nos échanges par l'envoi d'éventuels éléments supplémentaires.

La séance s'achève à dix-huit heures trente.



Membres présents ou excusés

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

Réunion du jeudi 21 mai 2026 à 16 h. 35

Présents. – M. Gérard Leseul, Mme Élisabeth Martin, Mme Aurélie Trouvé.

Excusés. – M. Emmanuel Mandon.

Assistaient également à la réunion. – Mme Sophia Chikirou.