

N° 2903

---

# ASSEMBLÉE NATIONALE

CONSTITUTION DU 4 OCTOBRE 1958

DIX-SEPTIÈME LÉGISLATURE

---

Enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 9 juin 2026.

## RAPPORT

FAIT

AU NOM DE LA COMMISSION D'ENQUÊTE <sup>(1)</sup>  
*sur la **prédation** des **capacités productives françaises**  
par les **fonds spéculatifs***

Président

M. EMMANUEL MANDON

Rapporteure

MME AURÉLIE TROUVÉ

Députés

—

**TOME I**

**RAPPORT**

---

Voir le numéro : **2080**.

---

(1) La composition de la commission d'enquête se trouve au verso.

*La commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs est composée de : Mme Émilie Bonnivard, M. Julien Brugerolles, M. Michel Castellani, M. Emmanuel Duplessy, Mme Alix Fruchon, M. Pierre Henriet, M. Philippe Latombe, M. Hervé de Lépinau, M. Aurélien Le Coq (jusqu'au 9 juin 2026), M. Gérard Leseul, M. Laurent Lhardit, M. Benjamin Lucas-Lundy (jusqu'au 9 juin 2026), M. Emmanuel Mandon, Mme Claire Marais-Beuil, Mme Elisa Martin, M. Thibaut Monnier, Mme Anna Pic, Mme Marie-Agnès Poussier-Winsback, Mme Sophie-Laurence Roy, M. Arnaud Saint-Martin (à compter du 9 juin 2026), M. Aurélien Saintoul, Mme Sabrina Sebaihi (à compter du 9 juin 2026), M. Arnaud Simion, M. Jean-Philippe Tanguy, Mme Aurélie Trouvé, M. Gérault Verny (à compter du 17 janvier 2026), M. Frédéric-Pierre Vos.*

## SOMMAIRE

	PAGES
<b>AVANT-PROPOS DU PRÉSIDENT</b> .....	9
<b>RECOMMANDATIONS DE LA RAPPORTEURE</b> .....	17
<b>INTRODUCTION</b> .....	23
<b>PREMIÈRE PARTIE : LE LBO OU LA DETTE COMME ARME DE PRÉDATION</b> .....	39
<b>I. L'ESSOR DES LBO : UN PHÉNOMÈNE MASSIF</b> .....	39
A. LA FRANCE, TERRAIN DE CHASSE FAVORI DES FONDS DE LBO SUR LE CONTINENT EUROPÉEN.....	39
B. LA MÉCANIQUE PRÉDATRICE DU LBO .....	41
1. Le levier de l'endettement .....	42
2. Le levier de la fiscalité.....	44
<b>II. LE LBO : UN OUTIL DE DÉSTABILISATION DES ENTREPRISES CIBLES</b> ..	45
A. UNE DETTE QUI GRÈVE LA CAPACITÉ D'INVESTISSEMENT DE L'ENTREPRISE CIBLE .....	45
1. Un constat scientifiquement établi.....	45
2. Les LBO successifs : un effet cliquet désastreux.....	47
B. LE RETOURNEMENT DE CONJONCTURE, RÉVÉLATEUR DES FRAGILITÉS INDUITES PAR LE LBO .....	49
C. KEM ONE : ILLUSTRATION DE LA FRAGILISATION D'UN LEADER FRANÇAIS DU SECTEUR DE LA CHIMIE PAR UNE OPÉRATION DE LBO...	50
1. Un acteur stratégique de la chimie française fragilisé par une succession de restructurations .....	51
2. Une opération de LBO qui accroît la vulnérabilité financière de l'entreprise.....	52
3. Une stratégie de croissance interrompue par la crise du secteur chimique européen : l'avenir incertain de Kem One .....	53
4. Quelques enseignements du cas Kem One .....	54

D. LES EFFETS SUR LES CONDITIONS DE TRAVAIL ET L'ÉCONOMIE LOCALE.....	56
1. Une dégradation des conditions de travail.....	57
2. Des effets en cascade sur l'économie locale et la souveraineté industrielle française .....	58
<b>III. LE SECTEUR DE LA SANTÉ, CIBLE PRIVILÉGIÉE DES FONDS PRÉDATEURS.....</b>	<b>59</b>
A. L'ACCAPAREMENT DES RESSOURCES DE LA SÉCURITÉ SOCIALE PAR LES FONDS : UN PHÉNOMÈNE EN PLEINE EXPANSION.....	60
B. UNE ANALYSE COMPARÉE DE PLUSIEURS SECTEURS DE LA SANTÉ : BIOLOGIE, RADIOLOGIE, OPHTALMOLOGIE ET VÉTÉRINAIRES .....	63
1. La biologie médicale : un secteur entièrement transformé par la financiarisation .	63
2. La radiologie : une financiarisation qui s'accélère .....	66
3. L'ophtalmologie : un terrain « idéal » pour les acteurs financiers .....	67
4. Les vétérinaires : la financiarisation de la santé de nos animaux .....	68
C. PLUSIEURS CAS EMBLÉMATIQUES DE LA FINANCIARISATION .....	71
1. Cerba Healthcare : la financiarisation de la biologie médicale et l'impasse des LBO successifs.....	72
2. Colisée : le LBO appliqué au secteur du grand âge.....	74
3. Ramsay Santé et Almaviva Santé : la consolidation financière de l'hospitalisation privée lucrative.....	75
<b>IV. LA NÉCESSAIRE REFORTE DU CADRE FISCAL ET RÉGLEMENTAIRE....</b>	<b>78</b>
A. REMETTRE À PLAT LES AVANTAGES FISCAUX DES LBO .....	79
1. Revoir la déductibilité fiscale des charges financières liées au LBO .....	79
2. Revoir la fiscalité des plus-values de long terme.....	82
B. RÉGULER LES OPÉRATIONS À FORT EFFET DE LEVIER .....	83
1. Renforcer les obligations de déclaration et de transparence applicables aux opérations de LBO .....	83
2. Contrôler les opérations à fort effet de levier .....	85
C. RENFORCER LES PRÉROGATIVES DES COMITÉS SOCIAUX ET ÉCONOMIQUES (CSE) .....	87
1. Doter les CSE d'un droit d'expertise renforcé sur les opérations de LBO.....	87
2. Renforcer le droit d'alerte des CSE .....	88
<b>DEUXIÈME PARTIE : LES ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ FACE AUX FONDS PRÉDATEURS .....</b>	<b>91</b>
<b>I. L'ACTIVITÉ DU RETOURNEMENT EN FRANCE.....</b>	<b>92</b>
A. UN ART DIFFICILE.....	92
B. ... QUI ATTIRE DES ACTEURS PEU SCRUPULEUX .....	94

<b>II. MUTARES, LE LIQUIDATEUR EN SÉRIE</b> .....	96
A. UN MODÈLE ÉCONOMIQUE JUTEUX .....	96
1. Des échecs à foison .....	96
2. ... Mais d'excellents résultats financiers .....	98
B. UNE MÉCANIQUE IMPLACABLE : COMMENT MUTARES DÉPOUILLE LES ENTREPRISES QU'ELLE RACHÈTE .....	99
1. La responsabilité initiale du cédant .....	99
a. La volonté d'un groupe de ne pas assumer un PSE ou les investissements nécessaires pour relancer l'entreprise .....	99
b. Le choix délibéré de Mutares comme repreneur .....	100
2. Les remontées de trésorerie .....	102
a. Le <i>bargain purchase</i> et les flux de trésorerie .....	102
b. Les frais de conseil et de gestion ( <i>management fees</i> ) .....	104
c. D'autres dépenses douteuses : les frais de conseil externes et les salaires des dirigeants ...	105
3. La chronique d'un désastre annoncé .....	106
a. Une vente des actifs .....	106
b. La dégradation inexorable des droits des travailleurs .....	107
c. Jusqu'au recours aux AGS .....	108
<b>III. EUROPLASMA : UN GROUPE INDUSTRIEL FINANÇÉ PAR UN FONDS VÉREUX, DEvenu INDISPENSABLE AUX POUVOIRS PUBLICS</b> .....	110
A. DERRIÈRE EUROPLASMA : L'OMBRE D'ALPHA BLUE OCEAN ET DES OCABSA .....	110
1. La présentation d'un groupe en grande difficulté .....	110
2. Un financement plus que douteux : l'emprise du fonds vautour Alpha Blue Ocean ....	111
a. « La Bourse de Paris n'est pas plus sûre [avec ABO] que les casinos de Macao » (Didier Testot) .....	111
b. Les Ocabsa : un dispositif ravageur à contrôler davantage .....	112
B. COMMENT L'ÉTAT EST DEvenu DÉPENDANT D'EUROPLASMA .....	116
1. Tous les signes d'une cavalerie caractérisée .....	117
2. Un État qui laisse faire et ferme les yeux .....	121
a. Le contrôle des investissements étrangers en France (IEF) .....	121
b. Des aides publiques multiples .....	122
c. Un État devenu dépendant d'Europlasma ? .....	122
3. La cession des activités de défense : une annonce invraisemblable à tout point de vue ...	125
<b>IV. RÉFORMER LA JUSTICE CONSULAIRE ET LE DROIT DES SOCIÉTÉS : UNE NÉCESSITÉ POUR MIEUX LUTTER CONTRE LES FONDS PRÉDATEURS</b> .....	126
A. PROTÉGER LES ENTREPRISES DES FONDS PRÉDATEURS AU MOMENT DE LEUR CESSIOn .....	126

1. Mieux protéger l'entreprise et les salariés au moment de la cession en procédure collective .....	126
a. Des salariés souvent mis devant le fait accompli .....	126
b. Le suivi des engagements des repreneurs : entre vide juridique et « arme nucléaire » inapplicable .....	128
2. Combler les « angles morts » des cessions d'entreprises <i>in bonis</i> : réformer les procédures amiables .....	129
a. Un cadre juridique taillé pour la restructuration de dettes, à renforcer pour sécuriser les cessions <i>in bonis</i> .....	129
b. Le scandale du droit des salariés dans les cessions <i>in bonis</i> : transparence nulle et participation impossible .....	131
c. La responsabilité du cédant : une jurisprudence qui organise l'impunité .....	132
3. L'absence d'informations solides sur le passé des repreneurs.....	133
<b>B. LIMITER LA CAPTATION DE VALEUR PAR LES FONDS ET LES REMONTÉES AGRESSIVES DE TRÉSORERIE.....</b>	<b>133</b>
1. Des outils existants insuffisamment puissants.....	134
a. Les instruments de sanction des remontées abusives ne suffisent pas.....	134
b. Le rôle affaibli des commissaires aux comptes.....	135
2. Encadrer davantage les remontées de trésorerie : des règles plus strictes pour un contrôle renforcé .....	136
a. Quatre signaux d'alerte que le droit ne sait pas encore saisir.....	136
b. De nouvelles règles à mettre en œuvre .....	137
c. Renforcer les droits des salariés pour détecter et signaler les pratiques prédatrices .....	139
3. Renforcer la formation des juges consulaires et lutter contre les conflits d'intérêts ....	140
4. Une exigence transversale : la conditionnalité des aides publiques .....	141

## **TROISIÈME PARTIE : REPRENONS LE CONTRÔLE DE NOS CAPACITÉS PRODUCTIVES .....**

143

### **I. LE DÉVELOPPEMENT ENCOURAGÉ DES FONDS D'INVESTISSEMENT SANS AUCUN CONTRÔLE .....**

143

#### **A. LE « TAPIS ROUGE » DÉROULÉ AUX FONDS D'INVESTISSEMENT.....**

143

##### 1. Attirer les capitaux coûte que coûte.....

143

###### a. La « boîte à outils » en faveur du capital-investissement .....

144

###### b. Des évolutions fiscales favorables au capital-investissement .....

145

##### 2. Un mouvement de pantouflage qui s'accélère .....

148

#### **B. DES FONDS D'INVESTISSEMENT EN ROUE LIBRE .....**

150

##### 1. Une connaissance des opérations conduites par les fonds d'investissement à renforcer .....

150

###### a. L'absence totale de pilotage des fonds .....

150

###### b. L'absence de données économiques .....

151

2. L'absence de contrôle macro-prudentiel de l'activité.....	153
a. Des règles sans efficacité ni effet sur les sociétés de gestion de droit étranger.....	153
b. L'absence de ratios prudentiels : une crise financière en perspective ? .....	153
<b>II. QUAND « IEF » RIME AVEC « IMPUISSANCE DE L'ÉTAT FRANÇAIS » : COMMENT L'ÉTAT LAISSE PASSER NOS CAPACITÉS PRODUCTIVES SOUS PAVILLON ÉTRANGER .....</b>	<b>157</b>
<b>A. LE CONTRÔLE DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE (IEF) : UNE PROTECTION INSUFFISANTE.....</b>	<b>157</b>
1. La montée en puissance du contrôle IEF .....	157
a. L'extension continue du champ d'application.....	157
b. Plus de 300 décisions rendues par an.....	160
2. Les limites structurelles du contrôle IEF .....	162
a. Un dispositif trop rigide .....	162
b. L'absence de contrôle a posteriori.....	163
<b>B. BIOGARAN ET LMB AEROSPACE : DEUX « PÉPITES » FRANÇAISES CÉDÉES À DES ACTEURS ANGLO-SAXONS AVEC LA VALIDATION DE BERCY.....</b>	<b>165</b>
1. Biogaran : la cession d'un fleuron pharmaceutique français à un fonds britannique.....	165
a. Les conditions de la cession de Biogaran à BC Partners .....	166
b. Les conditions imposées par l'État.....	167
c. Les questions soulevées par la cession de Biogaran.....	168
2. LMB Aerospace : quand un fonds français cède un maillon de notre défense nationale à un géant américain.....	170
a. La cession de LMB Aerospace à Loar Group .....	170
b. Les conditions imposées dans le cadre de la procédure IEF.....	172
c. Les questions soulevées par la cession de LMB Aerospace.....	174
<b>C. ATOS : L'HISTOIRE D'UN GROUPE AU CŒUR DE NOTRE SOUVERAINETÉ NUMÉRIQUE ET PASSÉ SOUS LE CONTRÔLE DE FONDS ANGLO-SAXONS .....</b>	<b>177</b>
1. La prise de contrôle d'Atos par des fonds spéculatifs .....	177
a. La chute d'Atos (2019-2024) .....	177
b. Le tournant : le plan de sauvegarde accéléré de 2024 .....	178
2. Une intervention de l'État circonscrite .....	179
a. L'action de préférence et la convention de sécurité.....	181
b. Une nationalisation tardive et partielle .....	182
3. Les limites et les fragilités de l'intervention de l'État .....	182
a. L'absence de contrôle IEF en 2024 .....	182
b. Les « angles morts » de l'action de préférence .....	184

c. Les faiblesses de la stratégie actuelle.....	186
4. La « vente à la découpe », résultat de la stratégie imposée par les fonds.....	187
<b>III. BPIFRANCE : UNE BANQUE PRIVÉE D'INVESTISSEMENT ? .....</b>	<b>188</b>
<b>A. L'ACTIVITÉ DE CAPITAL-INVESTISSEMENT DE BPIFRANCE.....</b>	<b>189</b>
1. La présentation de l'activité d'investissement de BPIFrance.....	190
2. Les objectifs de BPIFrance : développer les fonds privés, attirer les capitaux et faire du profit.....	191
<b>B. UNE BANQUE PUBLIQUE QUI COLLABORE AVEC DES FONDS D'INVESTISSEMENT SANS AUCUNE MAÎTRISE DE LEURS PRATIQUES .....</b>	<b>192</b>
1. L'investissement en direct : l'illusion du contrôle minoritaire.....	192
a. L'absence d'influence sur les stratégies opérationnelles .....	192
b. Des schémas financiers incontrôlés.....	193
c. Des investissements qui interrogent.....	195
2. L'activité de fonds de fonds : BPIFrance, investisseur passif et spectateur de décisions qui lui échappent. ....	195
<b>C. LES ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ : L'INACTION TOTALEMENT ASSUMÉE DE BPIFRANCE .....</b>	<b>197</b>
1. Des montants dérisoires investis dans les entreprises en difficulté .....	198
2. Les prétextes des contraintes réglementaires et financières qui cachent mal des présupposés idéologiques : laisser faire la « destruction créatrice » ! .....	198
3. Un soutien renforcé aux entreprises en difficulté est possible.....	200
<b>EXAMEN EN COMMISSION .....</b>	<b>203</b>
<b>ANNEXE 1 : CONTRIBUTIONS DES GROUPES POLITIQUES .....</b>	<b>211</b>
<b>ANNEXE 2 : CONTRIBUTIONS ÉCRITES REÇUES .....</b>	<b>217</b>
<b>ANNEXE 3 : LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES .....</b>	<b>219</b>
<b>ANNEXE 4 : PERSONNES RENCONTRÉES HORS DU CADRE DES AUDITIONS PLÉNIÈRES .....</b>	<b>227</b>
<b>ANNEXE 5 : CAS DE PRÉDATION PAR DES FONDS ANALYSES PAR LA COMMISSION D'ENQUÊTE.....</b>	<b>229</b>

## AVANT-PROPOS DU PRÉSIDENT

Ce rapport est le fruit d'observations délibérément convergentes issues d'auditions de représentants des organisations syndicales et professionnelles, du monde académique, des acteurs institutionnels, et nourries d'analyses relayées par les médias. Les travaux de la commission d'enquête ont permis de documenter chez certains fonds d'investissement des pratiques, des modes d'intervention et des schémas de gouvernance qu'ils font apparaître comme récurrents. La question est, bien sûr, de savoir jusqu'à quel point.

L'argumentation du rapport, appuyée sur des images fortes, est construite sur une logique de dénonciation qui entend dresser un tableau clairement négatif, au-delà des descriptions techniques d'opérations financières et de restructurations d'actifs. On ne peut nier que les transformations dans la maîtrise et la composition du capital des entreprises dépeintes par le rapport n'affectent en effet des collectifs de travail, des salariés et des territoires. Elles confrontent de nombreuses personnes à des opérations mal ressenties de cession, de démantèlement ou de réorganisation de leur outil productif. A l'initiative de sa rapporteure, la commission a choisi de donner une tribune à ces travailleurs qui se sentent désarmés par des stratégies où les actifs réputés les plus rentables peuvent être isolés, valorisés ou cédés selon des critères dont la pertinence leur échappe, faute de formation mais aussi faute d'information. Les représentants des personnels qu'elle a entendus redoutent, et parfois ont éprouvé, que l'intervention d'un fonds d'investissement expose leur entreprise au risque d'un affaiblissement de sa cohérence économique.

Le rapport fait peser sur la réalité globale des fonds d'investissement une forte présomption négative. Son orientation tranche avec un autre récit économique : celui d'une réindustrialisation fondée sur les impératifs de souveraineté économique, de sécurisation des chaînes de valeur et de renforcement des capacités productives nationales. La thèse de la rapporteure est claire : les fonds d'investissement, quels qu'en soient la forme, la dénomination et le mode d'intervention, n'ont pas, et ne peuvent avoir, « par essence » – c'est son expression – d'autre critère d'action que la poursuite d'objectifs strictement financiers ; ils ne peuvent avoir égard aux caractéristiques économiques propres aux secteurs de production et de services dans lesquels ils placent leurs ressources et à la pérennité de leur développement.

Par sa simplicité et sa clarté mêmes, cette thèse invite à poser une question préalable de méthode : n'y a-t-il pas un risque d'exagération dans l'absolu de la critique ? Ne risque-t-on pas de confondre, à tort, la singularité de situations extrêmes, qu'il fallait dénoncer en les plaçant sous les yeux du public, avec le comportement ordinaire des gestionnaires de fonds ? Pour répondre complètement à cette question, il aurait fallu à tout le moins que la commission d'enquête disposât de plus de temps et de moyens.

Puisqu'il n'est pas possible de parvenir aux conclusions exhaustives qu'appelait l'objectif initial de la commission (« la prédation » alléguée des capacités productives), je souhaiterais élargir l'analyse au-delà de l'évaluation de l'opposition – constamment affirmée par le rapport – entre les intérêts financiers des fonds et les intérêts industriels des entreprises. Rappelons les objectifs généraux de notre politique industrielle : reconnaître et accompagner les transitions technologiques, environnementales et industrielles que supporte l'économie française ; à cette fin, soutenir le développement et la croissance des entreprises. Les besoins financiers correspondants sont considérables alors même que nos entreprises manquent cruellement de fonds propres. Pour parvenir à de tels objectifs, des instruments permettant un financement durable et stable sont nécessaires. C'est là qu'interviennent les fonds d'investissement.

Il est couramment affirmé que les fonds, par la variété de leurs sources de financement et par la souplesse de leur fonctionnement, sont mieux adaptés que le secteur bancaire pour soutenir des investissements qui accroissent la compétitivité des entreprises. Le « partage implicite des compétences » entre le secteur bancaire traditionnel et les nouveaux acteurs que sont les fonds d'investissement a fait l'objet de discussions au cours des travaux de la commission d'enquête. Les banques, à qui on fait souvent grief de leur manque de réactivité aux besoins financiers des entreprises, ont fait valoir, par la voix de leurs représentants officiels, que cette incapacité était la conséquence des règles prudentielles renforcées qui leur ont été imposées à la suite de la crise des *subprimes*. Le débat est ouvert. Convient-il d'assouplir davantage les exigences découlant de ces règles afin de favoriser un retour du financement de l'industrie par le crédit traditionnel ? On risque alors de fragiliser, au détriment des entreprises comme des ménages, les équilibres progressivement construits à la suite des crises financières passées. La revendication de « l'égalité de traitement » entre banques classiques et fonds d'investissement n'a pas vraiment de sens, car leurs conditions d'intervention auprès des entreprises ne sont pas les mêmes.

Est-ce à dire qu'aucun ajustement des règles qui sont applicables aux fonds ne paraîtrait nécessaire ? Je ne le pense pas. Mais il me semble que les aménagements à apporter doivent être équilibrés, recevables et compris par tous les acteurs intéressés à la marche des entreprises (gestionnaires des fonds, chefs d'entreprise, salariés) et proportionnés à l'objectif que l'on se propose : garantir un fonctionnement optimal des fonds d'investissement pour le financement durable d'une économie plus attractive.

Je voudrais ici m'arrêter sur une observation factuelle : avant tout jugement sur la qualité et l'efficacité de leur gestion, les fonds d'investissement sont souvent perçus, et au premier chef par les salariés, comme une réalité nouvelle, un brin ondoyante (parce que dynamique ?) et peu compréhensible selon les catégories actuelles. La complexité des mécanismes juridiques et financiers qu'ils utilisent n'est pas nouvelle et ne leur est pas propre. Mais aujourd'hui plus que jamais, on se méfie spontanément de ce que l'on ne comprend pas.

Le rapport prétend combler les vides de nos connaissances. Il dresse un tableau synthétique des catégories de fonds et de leurs méthodes d'intervention, dont il reprend et amplifie les éléments dans les études de cas qui suivent. Des procédures d'intervention sont mises en lumière, tout spécialement le LBO (*leverage buy out*) et les fonds de retournement. Quant aux OCABSA (obligations convertibles en actions avec bons de souscription d'actions), elles sont présentées comme les outils de la prédation. Derrière des anglicismes imposants, *management fees* et *management packages*, le rapport entend débusquer les moyens utilisés pour charger un peu plus la dette des entreprises envers les fonds qui les accaparent, soit à travers des frais de gestion, soit à travers la rémunération des dirigeants des fonds. Je renvoie au rapport pour toute explication technique complémentaire.

C'est là qu'intervient le principal problème posé par l'argumentation du rapport : d'après lui, les techniques et les moyens que je viens de rappeler sont nécessairement mis au service d'une intention négative, à savoir le pillage du patrimoine matériel et surtout financier des entreprises dont les fonds prendraient le contrôle pendant la période limitée nécessaire pour ponctionner leurs ressources. Avec évidemment des conséquences désastreuses pour l'emploi.

Ma qualité de président de la commission d'enquête m'a conduit à recevoir les observations d'un certain nombre de professionnels reconnus exerçant au sein de fonds d'investissement. Ils ont contesté le caractère radical de la critique de la rapporteure. Ils ont fait valoir que leur intérêt bien compris était d'accompagner les entreprises dont ils prenaient la charge : Ainsi, la situation de celles-ci étant consolidée ou rétablie, elles peuvent être cédées avec une plus-value correspondant à la rémunération du risque souvent considérable que les fonds d'investissement ont pris. Les gestionnaires de ces fonds seraient donc stupides s'ils se livraient à une « prédation » ruineuse pour la rentabilité finale de leurs investissements – et dommageable à leur réputation sur la place. Il n'est pas exact d'affirmer que l'emploi ne serait qu'une variable d'ajustement de leur profit. Quant au *leverage buy out*, aux *management fees* ou aux *management packages*, dont le rapport fait une description exclusivement critique, ce sont, d'après ces interlocuteurs, des outils permettant la réussite positive des opérations, (et qu'il faut utiliser dans cette perspective), et non pas de simples moyens de « prédation ». La question ne serait donc pas le principe de l'existence de ces techniques, mais la manière dont elles sont utilisées, et il peut exister des manières très honnêtes comme aussi très répréhensibles de les mettre en pratique.

Face à ces affirmations contradictoires, que dire ?

On sait bien que les trains qui arrivent à l'heure ne font pas la une des journaux; il en est de même des fonds qui ne font pas d'histoire et accomplissent quotidiennement leur tâche positive d'accompagnement, apportant un soutien effectif aux entreprises, notamment à celles qui se trouvent dans les situations de vulnérabilité évoquées par le rapport. Certains de ces fonds ont pu s'exprimer au cours des auditions.

On ne peut pas dire que le rapport leur fasse une grande place. La logique de dénonciation qui le sous-tend le conduit, par une pente naturelle, à ne parler que de fonds spéculatifs, prédateurs ou vautours.

Bien sûr de tels fonds existent aussi. Les experts entendus par la commission l'ont dit, les professionnels l'ont reconnu, le Gouvernement l'a confirmé. Les auditions de la commission ont permis de révéler au grand public l'existence de pratiques condamnables. On reste confondu, par exemple, devant l'attitude du président directeur général d'Eurolasma, dont les propos traduisent une tendance sans fard au mépris tant des salariés qui le subissent que des députés qui ont l'audace de lui poser des questions et qu'il brave effrontément. Les travaux de la commission donnent à penser que les reproches qu'on peut faire à Eurolasma vont au-delà de la question, en elle-même fondamentale, d'un manque absolu de considération. Il reviendra aux autorités compétentes, à qui un signalement a été fait par la rapporteure, et éventuellement à la justice, de dire le droit.

Au-delà des actions disciplinaires ou pénales, qui ne peuvent viser qu'un nombre très limité de fonds, il me semble possible d'avancer, en me fondant d'ailleurs sur des analyses ou des suggestions émanant des milieux professionnels intéressés, un certain nombre de propositions.

Il convient ici de souligner qu'un certain nombre de préoccupations exprimées au cours des auditions ou dans les contributions reçues par la commission d'enquête ne peuvent trouver de solution dans le cadre purement national mais doivent être abordées dans le cadre européen, ne serait-ce que pour tenir compte avec réalisme de la consistance des relations économiques et financières contemporaines.

Plusieurs acteurs auditionnés, y compris institutionnels, ont formulé des propositions visant à renforcer la transparence, la responsabilité et la prise en compte des enjeux industriels et sociaux. Ces pistes pourraient constituer les fondements d'un équilibre acceptable entre attractivité économique, compétitivité financière et protection de l'intérêt général et du droit des salariés.

Pour nous en tenir, dans un premier temps, aux dispositions que l'on peut prendre dans le cadre national, je voudrais d'abord souligner la difficulté persistante que l'on éprouve à se faire une idée précise de la réalité représentée par la dénomination générique de « fonds d'investissement ». Les représentants de la Banque de France ont relevé un manque de données agrégées vérifiées sur ces fonds d'investissement, leur importance, leurs champs d'action, leurs pratiques de gestion, et d'évaluations sur les résultats de leurs interventions. Il serait bon que les institutions compétentes remédient à ces lacunes. Les opérateurs honnêtes, les sociétés de gestion et les fonds mais aussi les établissements bancaires, ont tout à gagner à la transparence des informations.

Il y aurait lieu, également, de réfléchir à des mesures de réglementation permettant d'éviter les dérives de certains mécanismes caractéristiques des fonds

d'investissement, ou plutôt de certains d'entre eux, autour de la notion de risque raisonnable. Rendre effectif, par la limitation de la déductibilité fiscale des intérêts, le plafonnement à six fois l'EBITDA de l'endettement consécutif à un LBO peut être envisagé. On a dénoncé le gonflement abusif des frais d'expertise, que les magistrats peinent à apprécier; la définition d'un barème, envisagée par le président du tribunal des affaires économiques de Paris, pourrait apporter une solution pragmatique à ce problème.

Plus largement, pour répondre aux critiques portant sur le risque d'un « assèchement » de la trésorerie de l'entreprise par la holding qui en détient le capital, il pourrait être pertinent d'insérer à l'annexe au bilan de la filiale un tableau des flux de trésorerie entre celle-ci et la holding.

Le rôle des commissaires aux comptes me paraît devoir être renforcé, voire restauré dans les sociétés sous LBO. Je reprendrai sur ce point l'expression utilisée devant la commission : « repositionner un organe de contrôle indépendant ». L'ampleur et les détails de ce rétablissement sont ouverts au débat.

D'une façon générale, je voudrais remercier le conseil national de l'Ordre des Experts Comptables et la fédération des experts comptables et commissaires aux comptes de France de nous avoir adressé de substantielles contributions dont je souhaite que le contenu puisse être pris en compte dans une éventuelle législation.

Enfin, je constate que les travaux de la commission ont jeté une lumière globalement négative sur la pratique des obligations convertibles en actions avec bons de souscription d'actions (OCABSA). L'Autorité des marchés financiers a mis en garde de façon répétitive contre cette technique qui peut aboutir de fait à une spoliation des actionnaires sans apporter aucune garantie à la survie de l'entreprise et partant à l'emploi. M. Roland Lescure a déclaré devant la commission : « Je préférerais trouver une solution alternative ». Parmi les moyens permettant de contrecarrer l'utilisation néfaste de cette procédure, il pourrait être envisagé de supprimer les clauses qui empêchent les petits actionnaires initiaux de l'entreprise de participer à une nouvelle levée d'actions par ce biais.

Je suis favorable à une extension des informations destinées aux représentants du personnel et au renforcement de leur droit d'expertise, sans invoquer absolument, ni négliger tout à fait, ce qui ne serait pas réaliste, le secret des affaires.

Mais la solution aux problèmes posés par les interventions des fonds d'investissement ne saurait être exclusivement nationale, ne serait-ce que parce que certains des fonds ou sociétés intervenant en France ne sont que des filiales de sociétés européennes, allemandes ou néerlandaises en particulier.

À cet égard, il faut bien reconnaître que le rapport se borne à une attitude critique, soit pour dénoncer les lacunes alléguées du droit de l'Union européenne, soit pour faire des propositions dont il reconnaît simultanément l'incompatibilité avec l'état présent de ce droit. On n'y trouve pour autant aucune référence aux décisions récentes

des institutions européennes, et en particulier aux propositions présentées par la Commission européenne, le 4 décembre 2025, en vue d'une intégration croissante dans l'Union européenne des marchés de capitaux. Peut-être ce silence s'explique-t-il par le fait que les propositions européennes intègrent les fonds d'investissement dans une stratégie qui, « élargissant la gamme des financements disponibles » pour les entreprises, écarte de celles-ci la contrainte « d'accepter des conditions de financement défavorables ou déséquilibrées ». Elles se situent ainsi dans une perspective d'extension des capacités de financement des investissements stratégiques pour l'avenir de l'Europe, en lien avec la démarche proposée par le rapport Draghi. Pour ma part, j'adhère à cette démarche, et je me réjouis, dans le même sens, de voir la Commission travailler à une réforme des fonds de soutien à l'innovation et au capital-risque.

Je voudrais enfin terminer ces quelques remarques par des observations d'ordre général.

Certains considèrent que l'intervention des fonds, sous le contrôle des pouvoirs publics, devrait être réformée pour intégrer comme objectif prioritaire la préservation de l'emploi. Une telle orientation soulève néanmoins des questions de faisabilité économique et juridique dans le cadre d'une économie de marché. Lorsqu'une entreprise est confrontée à des difficultés résultant de choix stratégiques contestables, du retournement du marché ou de contraintes externes — telles que certaines évolutions réglementaires ou tarifaires —, jusqu'où la puissance publique doit-elle intervenir pour en atténuer les conséquences financières et sociales ? La question renvoie plus largement à l'articulation entre responsabilité économique des acteurs privés et solidarité collective.

La question se pose également pour BPIFrance. Le rapport fait à cette institution un double reproche. Il déplore d'abord que la banque soit insuffisamment sélective dans le choix des fonds dont elle décide de soutenir, d'une manière ou d'une autre, l'action, et en particulier, qu'elle participe ainsi, indirectement, aux offensives menées par certains fonds contre des professions réglementées. Par ailleurs, il dénonce le caractère résiduel de ses interventions en soutien aux entreprises en difficulté. Sur ce dernier point, force est de reconnaître que le soutien évoqué ne fait pas partie des missions assignées à BPIFrance. En revanche, depuis quinze ans, BPIFrance constitue un outil efficace de développement de filières économiques et de projets industriels, avec des conséquences positives pour l'emploi.

Les auditions ont également mis en lumière les interrogations suscitées par les mouvements entre la haute fonction publique et le secteur privé.

Au-delà des mises en cause publiques de situations personnelles, qui sont toujours pénibles, voire contestables, ces trajectoires, bien que marginales, peuvent donner dans certains cas une fâcheuse impression d'entre soi. Elles interrogent les mécanismes de prévention des conflits d'intérêts et les conditions dans lesquelles s'exerce la régulation des acteurs économiques. Cela vaut à tout le moins un débat.

Je voudrais terminer cet avant-propos en dégagant des perspectives d'avenir.

Dans un contexte marqué par l'intensification de la concurrence américaine et chinoise, de nombreuses initiatives (France 2030 entre-autre) sont prises ou annoncées par les pouvoirs publics pour stimuler le développement des entreprises et renforcer leur présence sur les marchés européens et mondiaux. Dans ce mouvement global au service de la croissance, quelle doit être la place des fonds d'investissement ? Il ne s'agit pas de les écarter comme le préconise en réalité le rapport, mais de définir les conditions dans lesquelles leur intervention peut contribuer durablement au développement productif.

A mon avis, la définition de ces conditions doit prendre pour base la notion de « risque raisonnable » : permettre la prise de risque indispensable à l'investissement, à l'innovation et à la transformation industrielle, tout en prévenant les pratiques susceptibles d'affaiblir les entreprises, l'emploi ou les capacités productives nationales.

L'économie française, comme l'ensemble de l'économie européenne, a besoin de capitaux massifs pour accompagner les transitions technologiques, énergétiques et industrielles. Or, les capacités de financement traditionnelles, en particulier le crédit bancaire, ne suffisent plus à elles seules à répondre à l'ampleur des investissements nécessaires. A cet égard, les 6.600 Milliards d'euros accumulés par les épargnants français, sans grand impact positif sur l'économie française, ne laisse pas d'interroger. La question est de savoir comment mobiliser ces capitaux au service d'une stratégie industrielle de long terme, de la préservation de l'emploi et de la souveraineté industrielle. Il s'agit bien, pour notre politique économique, de construire un cadre équilibré, conciliant efficacité économique, transparence et responsabilité. Il s'agit moins de choisir entre l'attractivité financière et la protection de l'intérêt général que de les articuler.

Au demeurant, plusieurs analyses récentes soulignent que l'Europe souffre moins d'un manque d'épargne que d'un déficit de capitaux privés effectivement mobilisés pour financer l'innovation, la technologie et la croissance des entreprises à grande échelle. La difficulté n'est donc pas seulement nationale.

L'ambition du développement industriel constitue donc l'un des principaux défis économiques de la France et de l'Union européenne pour la décennie à venir. Il ne saurait être envisagé d'interdire ou de dissuader l'intervention des fonds d'investissement en France.

La solution raisonnable, qu'inspire le réalisme économique, consiste à adopter un schéma de régulation avec pragmatisme et utilité. Puissent les débats de la Commission contribuer à définir les termes de cette solution.



## RECOMMANDATIONS DE LA RAPPORTEURE

**Recommandation n° 1** : Reconnaître aux Ordres des professions libérales réglementées le droit d'obtenir communication du pacte d'actionnaires préalablement à toute décision d'agrément ou de reconnaissance de la poursuite d'activité, lorsqu'un fonds entre au capital d'une structure exerçant une profession libérale réglementée, afin de garantir le respect des règles déontologiques et la bonne conduite de l'exercice professionnel.

**Recommandation n° 2** : Élaborer une cartographie détaillée et régulièrement actualisée par la Cnam des structures du secteur de la santé détenues par des fonds d'investissement.

**Recommandation n° 3** : Encadrer drastiquement les loyers intragroupe dans les établissements de santé et les Ehpad afin d'empêcher la captation de ressources publiques par des montages immobiliers internes.

**Recommandation n° 4** : Supprimer la déductibilité fiscale des charges financières liées à la dette des opérations de LBO ou, à défaut, durcir les conditions de déductibilité fiscale de ces charges, en mobilisant plusieurs leviers complémentaires : abaissement du seuil de minimis, différenciation du ratio maximal de déductibilité selon la cyclicité du secteur d'activité, suppression de la déductibilité au-delà d'un multiple d'endettement ou lorsque le coût effectif de la dette dépasse un seuil élevé.

**Recommandation n° 5** : Conditionner le bénéfice de la fiscalité avantageuse des plus-values à long terme à une durée de détention minimale de dix ans pour les fonds de LBO.

**Recommandation n° 6** : Obliger tout fonds d'investissement, qu'il soit agréé en France ou non, réalisant une opération de LBO sur une entreprise établie sur le territoire français à transmettre périodiquement à l'Autorité des marchés financiers, dont les missions et les moyens seraient renforcés, le détail de cette opération.

**Recommandation n° 7** : Instaurer un régime d'autorisation préalable des grandes opérations de LBO en France, en particulier celles intervenant dans les secteurs stratégiques (défense, industrie, etc.) ou financés principalement par la solidarité nationale (santé, grand âge, petite enfance, etc.).

**Recommandation n° 8** : Doter les comités sociaux et économiques (CSE) des entreprises cibles d'un droit d'expertise renforcé sur les opérations de LBO et de refinancement, dont le coût serait intégralement supporté par l'entreprise.

**Recommandation n° 9** : Renforcer le droit d'alerte des CSE afin d'obliger l'employeur à communiquer l'ensemble des informations nécessaires à la compréhension du montage LBO et afin de permettre au CSE de saisir les autorités (ministère de l'économie, Banque de France, AMF) en cas de risque manifeste pour la pérennité de l'entreprise.

**Recommandation n° 10** : Interdire les Ocabsa (et autres instruments similaires). À défaut, durcir les conditions de recours aux Ocabsa (et aux autres instruments similaires) : encadrement de la décote, limitation du montant des émissions, encadrement des commissions d'engagement ou de tirage, etc. Imposer l'agrément de prestataire de service d'investissement (PSI) aux fonds qui accordent ces financements.

**Recommandation n° 11** : Établir une hiérarchie des critères de sélection en procédure collective en pondérant davantage la pérennité de l'activité et le maintien de l'emploi, renforcer les moyens de l'État pour soutenir activement les salariés dans leur projet de reprise de l'entreprise, et mettre en œuvre un « droit de préférence salariale » dans le cadre de la reprise d'une entreprise en procédure collective.

**Recommandation n° 12** : Instaurer un commissaire à l'exécution du plan de cession dont le suivi est centré sur les engagements économiques et sociaux du repreneur. Instaurer un mécanisme de suivi contraignant des engagements des repreneurs en permettant au tribunal de prononcer des sanctions vis-à-vis du repreneur en cas d'écart significatif par rapport au plan de cession.

**Recommandation n° 13** : Réformer les procédures amiables :

- en renforçant les pouvoirs d'appréciation du juge en lui permettant de refuser l'homologation de l'accord de cession s'il considère qu'une autre offre de reprise était plus à même de garantir la pérennité de l'entreprise ;
- en séparant obligatoirement le mandat de conciliation du mandat à l'exécution de l'accord ;
- en dotant le mandataire à l'exécution du pouvoir formel de saisir le tribunal lorsqu'il constate que le repreneur compromet la pérennité de l'entreprise et donner au tribunal un pouvoir d'injonction vis-à-vis de l'entreprise.

**Recommandation n° 14** : Instaurer à terme un droit de veto des salariés en cas de cession d'une entreprise *in bonis* qui ne respecte pas l'intérêt social et économique de l'entreprise. À défaut, informer les représentants des salariés des CSE de l'existence d'une procédure ayant pour objectif d'organiser la cession de l'entreprise, les consulter avant l'audience d'homologation, imposer la présentation exhaustive des offres alternatives et du plan d'affaires homologué. Garantir

l'information et la consultation des représentants de tous les salariés des sociétés du groupe lors de la cession in bonis de la holding de groupe.

**Recommandation n° 15** : Faciliter l'engagement de la responsabilité civile du cédant qui procède à une cession malgré des alertes formelles sur l'absence de viabilité du projet du repreneur.

**Recommandation n° 16** : Renforcer le filtrage des repreneurs en créant un registre national des plans de cession homologués.

**Recommandation n° 17** : Imposer un commissaire aux comptes dans toute société française appartenant à un groupe dont l'actionnaire est un fonds d'investissement.

**Recommandation n° 18** : Lutter contre les remontées agressives de trésorerie :

– en encadrant strictement les prestations de services ou de conseil facturée par la holding à une filiale (barèmes, plafond en pourcentage maximum du chiffre d'affaires) ;

– en limitant la distribution de dividendes à la suite de la reprise d'une entreprise en difficulté, pendant une certaine durée ;

– en subordonnant toute reprise d'entreprise, homologuée par le tribunal de commerce, à des engagements stricts permettant de limiter les remontées de trésorerie et garantissant la pérennité de ces engagements (5 à 7 ans au minimum).

**Recommandation n° 19** : Réguler les flux intragroupe en imposant la production d'un rapport annuel spécifique adressé au CSE et au président du tribunal de commerce et en encadrant plus strictement la rémunération de ces prêts.

**Recommandation n° 20** : Soumettre les conventions réglementées à l'avis conforme du CSE. Étendre le droit d'alerte économique du CSE aux flux intragroupe, renforcer ses droits d'information sur les pratiques des fonds.

**Recommandation n° 21** : Renforcer la formation des juges consulaires aux montages financiers des fonds d'investissement et aux mécanismes de la prédation financière, et systématiser les signalements au Parquet dès lors qu'un flux financier anormal est identifié.

**Recommandation n° 22** : Conditionner systématiquement l'ensemble des aides publiques accordées dans le cadre d'une reprise au respect d'engagements vérifiables en matière d'emploi, d'investissement et de limitation des remontées de trésorerie. Sanctionner tout manquement par un remboursement immédiat des aides perçues, majoré d'une pénalité.

**Recommandation n° 23** : Abroger le régime « Arthuis » institué par la loi de finances pour 2009 en faveur des gains de carried interest et les soumettre au barème progressif de l'impôt sur le revenu selon les règles applicables aux traitements et salaires.

**Recommandation n° 24** : Abroger l'allègement, introduit par la loi de finances pour 2026, de la fiscalité des management packages des dirigeants d'entreprises en cas de LBO successifs.

**Recommandation n° 25** : Imposer aux fonds d'investissement de rendre compte des effets économiques et sociaux des stratégies qu'ils déploient au sein des entreprises qu'ils détiennent et confier à la Banque de France une mission permanente d'observation des effets économiques des fonds (emploi, croissance, innovation, risque de défaillance, etc.).

**Recommandation n° 26** : Soumettre à la directive AIFMD les sociétés de gestion d'actifs extra-européennes.

**Recommandation n° 27** : Imposer aux sociétés de gestion les mêmes ratios prudentiels qui s'appliquent au secteur bancaire (levier, liquidité, fonds propres) et développer les outils de contrôle macroprudentiel des acteurs non bancaires.

**Recommandation n° 28** : Mieux évaluer l'exposition des banques françaises aux fonds de dette privée et encadrer l'activité de financement des fonds de dette privée par les banques.

**Recommandation n° 29** : Étendre le périmètre du contrôle IEF aux secteurs industriels présentant un caractère stratégique, notamment la sidérurgie, la production d'acier, la métallurgie, la chimie, dans le cadre d'un filtrage modulable et gradué.

**Recommandation n° 30** : Conditionner tout investissement étranger en France dépassant un seuil défini par décret, quel que soit le secteur d'activité, à une notification préalable au ministère de l'Économie.

**Recommandation n° 31** : Prévoir une clause générale permettant à l'État de déclencher à tout moment un contrôle sur des opérations ayant acquis a posteriori un caractère sensible au regard des intérêts de la Nation, que l'activité figure ou non sur la liste des secteurs stratégiques.

**Recommandation n° 32** : En cas de rachat par un investisseur étranger d'une entreprise présentant un caractère stratégique, mettre en place systématiquement un accord économique liant l'investisseur et l'État, qui prévoit des engagements en matière de maintien de l'emploi et de la production en France ou bien d'achat auprès de sous-traitants français portant sur une durée minimale de cinq ans.

**Recommandation n° 33** : Lorsque l'État soutient, même indirectement via BPIFrance ou l'APE, un fonds d'investissement dans le rachat d'actifs de la base industrielle et technologique de défense (BITD), prévoir des clauses contractuelles explicites encadrant les conditions de revente, notamment en imposant une priorité formelle de cession à des acteurs français ou, à défaut, européens, un délai minimal

de détention et un droit de préemption de l'État en cas d'absence d'offre européenne crédible.

**Recommandation n° 34** : Adapter le cadre du contrôle IEF et revoir la notion d'action de concert applicable aux situations de restructuration financière impliquant des entreprises stratégiques.

**Recommandation n° 35** : Nationaliser les activités stratégiques d'Atos, en priorité les activités de systèmes de missions critiques (MCS) et de cybersécurité.

**Recommandation n° 36** : Fixer publiquement les plafonds de valorisation des entreprises cibles et les ratios d'endettement maximums acceptés par BPIFrance en tant que co-investisseur d'un fonds dans l'acquisition d'une entreprise.

**Recommandation n° 37** : Conditionner le co-investissement direct de BPIFrance avec des fonds partenaires au respect de règles financières et fiscales renforcées (domiciliation de la holding d'acquisition en France, interdiction de s'endetter pour verser des dividendes, etc.)

**Recommandation n° 38** : Réduire drastiquement la part des capitaux investis au titre de l'activité fonds de fonds et donner la capacité à BPIFrance de disposer d'un droit de contrôle sur la gestion des investissements par les fonds dans lesquels elle investit.

**Recommandation n° 39** : Publier la liste des fonds dans laquelle BPIFrance investit ainsi que la thèse d'investissement du fonds.

**Recommandation n° 40** : Revoir les missions légales de BPIFrance et sa doctrine d'investissement pour explicitement reconnaître le financement des entreprises industrielles en reconversion comme une mission d'intérêt général et y dédier des ressources propres et pérennes, proportionnées aux besoins.

**Recommandation n° 41** : Créer un véritable fonds public de soutien aux entreprises en difficulté adossé à une planification industrielle et écologique. Faire de BPIFrance une banque publique et démocratique centrée sur l'économie des besoins.



## INTRODUCTION

En France, chaque jour, entre cent et cent cinquante entreprises changent de propriétaire. Longtemps, ces transmissions relevaient d'une logique industrielle : une affaire familiale transmise à une nouvelle génération, une acquisition par un groupe du même secteur, une reprise par un concurrent ou un partenaire historique.

Désormais, de plus en plus souvent, le nouvel acquéreur n'est ni un industriel, ni un entrepreneur. Il ne produit ni acier, ni médicaments, ni biens de consommation, ni services. C'est un fonds d'investissement.

En quelques années, ces acteurs financiers se sont imposés au cœur de l'économie productive française, façonnant silencieusement le destin de secteurs stratégiques, d'emplois industriels et de services essentiels.

Plusieurs milliers de sociétés sont aujourd'hui détenues par des fonds d'investissement <sup>(1)</sup> dont la seule boussole est le profit, et dont le passage laisse trop souvent des emplois détruits, des dettes alourdies et des outils de production à l'abandon.

Cette forme de prédation de nos capacités productives n'est pas nouvelle : elle prospère en France depuis plusieurs années, comme en témoignent de nombreux rachats avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO) <sup>(2)</sup> : le fonds américain KKR est devenu actionnaire majoritaire du groupe de cliniques privées Elsan, aux côtés d'autres fonds comme CVC Capital Partners et Ardian ; Apollo Global Management a acquis Verallia et Kem One, l'un des principaux producteurs européens de PVC et de soude, aujourd'hui en grande difficulté ; le fonds suédois EQT a acheté l'un des plus grands réseaux de laboratoires d'analyses médicales (Cerba Healthcare), dont la dette doit désormais être restructurée, le groupe de maisons de retraite Colisée ainsi que Saur ; le groupe Vivarte (La Halle, Naf Naf, André) avait, quant à lui, été victime de LBO successifs avant d'être placé en liquidation judiciaire en 2021. Des entreprises stratégiques passent aux mains de fonds étrangers sans garantie durable sur la préservation des intérêts nationaux : le fonds américain Clayton, Dubilier & Rice (CD&R) a acquis Opella, le fabricant du Doliprane, tandis que le fonds britannique BC Partners a acheté Biogaran, le premier fabricant de génériques en France. Des fonds français vendent des actifs stratégiques à des entreprises étrangères, comme Tikehau Capital qui a revendu au début de l'année 2026 LMB Aerospace à Loar Group.

Les fonds d'investissement ont fini par se déployer dans tous les secteurs de la vie économique jusqu'à presque toutes les professions réglementées : les

---

(1) Dans la suite du rapport, la notion de « fonds [d'investissement] » sera généralement employée, par simplification, pour désigner une société de gestion de portefeuille (communément appelée « société de gestion d'actifs »), à l'exception de quelques fonds qui ne sont pas des sociétés de gestion.

(2) Voir infra.

campings, les cabinets de vétérinaire, les cabinets de radiologie et les pharmacies, les cabinets d'experts-comptables ou de géomètres. Même les clubs de sport sont concernés : près de la moitié des clubs de Ligue 1 de football sont concernés par des participations de fonds d'investissement. Plus un seul secteur n'est épargné.

Certains de ces fonds ciblent même les entreprises en difficulté, en vampirisant la trésorerie et en vendant les actifs, tout en bénéficiant d'aides publiques généreuses. La holding industrielle allemande Mutares SA, s'est fait connaître avec le rachat, entre autres, de Lapeyre, Valti, Walor, TeamTex, Grosbill, Pixmania, Artmadis, MMTB, *etc.* Un autre fonds allemand, Aurélius, a sévi en reprenant Office Dépôt pour un euro symbolique en 2017 en siphonnant des dizaines de millions d'euros de la trésorerie de l'entreprise par des méthodes similaires. Le britannique Greybull a mis la main sur NovAsco (ex-Ascometal) avant sa liquidation. Europlasma, un groupe industriel financé par le fonds Alpha Blue Ocean (ABO) connu pour systématiquement ruiner les actionnaires des entreprises dont il fait l'acquisition, a racheté notamment les Forges de Tarbes, Valdunes et Fonderie de Bretagne.

Le fonds belge Syntagma a racheté Erasteel, leader mondial de la métallurgie des aciers rapides, dont le site de Commentry connaît une restructuration très lourde. Le fonds américain Lone Star a acquis récemment les brevets, la marque Technyl et les activités de recherche et développement de Polytechnyl sans protéger les emplois. Trois *hedge funds* anglo-saxons (Melqart Asset Management, D. E. Shaw & Co., Tresidor Investment Management) ont pris une part déterminante au capital d'Atos, l'une des plus grandes sociétés de services du numérique au niveau mondial.

Cette liste, non exhaustive, donne un aperçu de l'ampleur du phénomène qui est au cœur des travaux de cette commission d'enquête. Il faut ajouter à cela la menace très concrète et très sérieuse d'une crise financière mondiale liée à ces fonds d'investissement et à leur activité de crédit privé.

Si les parlementaires sont souvent amenés à réagir dans l'urgence, aux côtés des salariés confrontés aux difficultés économiques générées par l'activité des fonds, aucun travail parlementaire d'ensemble n'avait jusqu'alors été conduit sur les activités des fonds d'investissement qui rachètent une à une nos entreprises. Le sujet peut sembler très technique de prime abord ; ses conséquences, elles, sont bien concrètes et intéressent directement des millions de nos concitoyens. Il était temps de remédier à cette lacune.

Les travaux de cette commission d'enquête auront montré que c'est tout un système qui permet à ces fonds de prospérer : les politiques et le fonctionnement du ministère de l'économie, de la justice commerciale et des tribunaux de commerce, de la banque publique d'investissement... Ces fonds prospèrent sur les failles de l'État – et, parfois, sur de véritables complaisances.

Faute de politique pour reprendre et convertir les entreprises en difficulté, pour financer à la hauteur des besoins les entreprises et pour désarmer les fonds prédateurs, notre économie est trop souvent livrée à cette finance prédatrice. Ceci doit interpeller directement les parlementaires.

Après avoir présenté les principaux acteurs de ce phénomène, cette introduction rappellera comment la France est devenue la destination privilégiée des fonds d'investissement sur le continent européen.

## I. LES ACTEURS FINANCIERS DE LA PRÉDATION DES CAPACITÉS PRODUCTIVES FRANÇAISES

Avant de circonscrire l'objet des travaux de la commission d'enquête, il convient de dresser une cartographie des acteurs financiers.

### A. DIVERSITÉ ET RÔLE DES FONDS D'INVESTISSEMENT

Le financement de l'économie est porté essentiellement par les banques. Mais d'autres acteurs financiers participent au financement des entreprises : on parle en comptabilité d'intermédiation financière non-bancaire (IFNB) ou, plus communément de « *shadow banking* », compris ici au sens large <sup>(1)</sup>.

Au sein du *shadow banking*, on retrouve essentiellement les fonds d'investissement <sup>(2)</sup>, dont le rôle est de collecter et d'investir l'épargne, de personnes publiques ou privées, pour en optimiser le rendement.

#### 1. Les différents types de fonds d'investissement

Plusieurs critères permettent de distinguer les fonds d'investissement :

– le *caractère ouvert ou non au grand public*. Un fonds d'investissement peut collecter de l'épargne auprès d'acteurs institutionnels (banques, compagnies d'assurance et mutuelles, fonds de pension, *etc.*). Certains fonds gèrent l'épargne de particuliers très fortunés (*family office*). Les fonds peuvent ainsi être « réservés » lorsque le « ticket » d'entrée pour investir dans le fonds de réserve, en raison de son montant, à une clientèle limitée et des investisseurs avertis. Inversement, un fonds peut mutualiser l'épargne d'un grand nombre de particuliers. Les fonds largement

---

(1) La notion de *shadow banking* est comprise ici en un sens large : tous les acteurs du financement de l'économie qui ne sont pas des banques et, par conséquent, ne sont pas soumis à la réglementation bancaire (compagnies d'assurance, fonds de pension, sociétés de gestion, *etc.*). Au sens strict, le *shadow banking* peut désigner précisément les acteurs qui exercent des fonctions bancaires (transformation de maturité, transformation de liquidité, création de levier) sans être soumis à la régulation bancaire. En ce sens strict, tous les fonds d'investissement n'entrent pas dans cette catégorie – les fonds actions sans levier, par exemple, n'en font pas partie.

(2) À côté des fonds d'investissement, d'autres acteurs relèvent également de l'IFNB : sociétés d'affacturage, assureurs financiers, crédit-bailleurs, courtiers, négociants, *etc.*

ouverts au public obéissent à des règles plus strictes et sont davantage contrôlés par les autorités de régulation ;

– la *classe d’actifs*. De façon schématique, un fonds peut investir dans un titre de dette (obligation d’entreprise ou obligation d’État), dans le capital d’une entreprise (action), ou dans un actif réel (infrastructure, immobilier). Des actifs financiers plus complexes, notamment sur les marchés financiers, existent. Les fonds peuvent être spécialisés dans un type d’actifs. Par exemple, en France, les organismes de placement collectif immobilier (OPCI) ou les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) sont des formes juridiques de fonds accessibles aux particuliers, gérés par des sociétés de gestion de portefeuille et dédiés à l’acquisition de biens immobiliers ;

– le *rapport aux marchés financiers*. Les fonds d’investissement peuvent financer des actifs échangeables ou non sur les marchés financiers. Lorsqu’un fonds finance des entreprises non cotées (*i.e.* une entreprise dont l’actif n’est pas échangeable sur le marché), on parle alors de dette privée (*private debt*) ou de capital-investissement (*private equity*). Dans le cas du capital-investissement, le fonds est actionnaire de l’entreprise. En dette privée, le fonds est créancier de l’entreprise ;

– la *stratégie de l’investisseur*. Dans son choix d’investissement, l’investisseur doit viser un certain niveau de rentabilité. Plus la cible de rentabilité est élevée, plus l’investissement sera risqué : on parle de « couple rendement/risque ». Un *hedge fund*, qu’on appelle généralement « fonds spéculatif », vise ainsi un haut niveau de rendement avec des stratégies financières complexes et un haut niveau de risque. L’investisseur doit également prendre en compte le *degré de liquidité de l’actif* (la capacité de vendre plus ou moins rapidement l’actif, caractéristique qui rejoint souvent celle du rapport aux marchés financiers : les actifs échangeables sur les marchés financiers sont plus liquides que les actifs de fonds de dette privée ou de capital-investissement) tout comme l’*horizon d’investissement* (court, moyen ou long termes). Certains investisseurs ont besoin de pouvoir récupérer rapidement et à tout moment les capitaux investis, quand d’autres peuvent immobiliser des fonds pendant quinze à vingt ans (fonds d’infrastructure) ;

– le *rôle dans la gouvernance des entreprises*. Lorsqu’un fonds acquiert des actions d’une entreprise, il peut avoir une logique d’investisseur passif ou au contraire s’impliquer pleinement dans la gouvernance des entreprises. C’est, par exemple, le cas des fonds « activistes » qui prennent des participations minoritaires dans des entreprises cotées et cherchent à imposer des changements à la direction de l’entreprise.

Du point de vue juridique, le droit européen distingue deux formes réglementaires :

– les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPVCM) régis par la directive 2009/65/CE, destinés aux particuliers et soumis à des règles strictes. Ces organismes investissent principalement dans des actifs liquides et échangeables sur les marchés financiers ;

– les fonds d’investissement alternatifs (FIA) régis par la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d’investissement alternatifs (*Alternative Investment Fund Managers*), dite directive « AIFM », qui forment un ensemble hétérogène de fonds, réservés en principe à des professionnels ou des investisseurs avertis (mais peuvent aussi être ouverts aux épargnants).

En France, différentes catégories juridiques de fonds existent, dont peut citer quelques exemples : SICAV, FCP, FCPR, FCPI, SLP, OFS, FIVG, *etc.* Ces différentes formes de fonds se distinguent par l’existence ou non de la personnalité morale, la réglementation européenne (OPVCM ou FIA) applicable et la politique d’investissement (types d’actifs, stratégie, niveau de risque) mise en œuvre.

## **2. Le fonctionnement d’un fonds d’investissement**

Le langage commun assimile souvent deux entités distinctes en droit : le fonds d’investissement et la société de gestion.

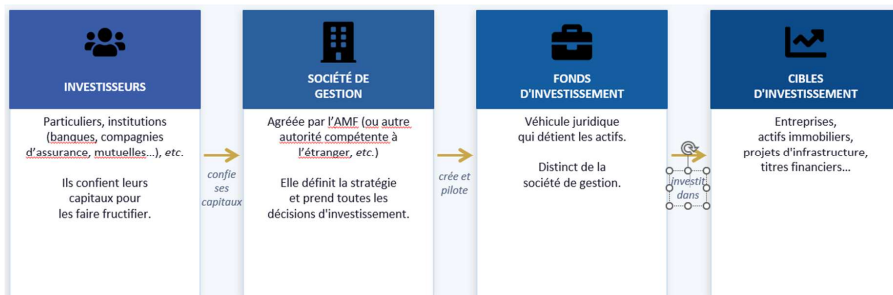
La société de gestion est la personne morale qui exerce, à titre principal, l’activité de gestion de portefeuille pour compte de tiers, qui consiste à gérer les capitaux confiés par des investisseurs selon une stratégie d’investissement déterminée. Elle est régulée par l’article L. 532-9 du code monétaire et financier. La société de gestion est obligatoirement agréée par l’Autorité des marchés financiers (AMF) si elle est établie en France et soumise à des obligations de bonne gestion (prévention des conflits d’intérêts, bonne gouvernance, transparence des informations transmises aux investisseurs), des obligations financières (obligations de fonds propres, par exemple) et de *reporting*.

Concrètement, la société de gestion crée et administre un ou plusieurs fonds d’investissement (au sens strict), qui constituent les véhicules juridiques et financiers au travers desquels les capitaux sont investis dans des actifs. Au sens strict, le fonds d’investissement ne se confond donc pas avec la société de gestion : le premier correspond au véhicule d’investissement détenu par les investisseurs, tandis que la seconde en assure la gestion et prend les décisions d’investissement conformément à la stratégie définie. Les principales sociétés de gestion françaises (Ardian, Eurazeo, Tikehau Capital, *etc.*) gèrent à la fois des fonds de capital-investissement et des fonds de dette privée. D’autres sociétés comme PAI Partners sont spécialisées (en capital-investissement, dans ce cas d’espèce).

Lorsqu’un fonds d’investissement prend le contrôle d’une entreprise, il ne devient pas directement actionnaire de l’entreprise. Il crée généralement une ou

plusieurs holdings (parfois en cascade) en cascade dont la dernière détient directement les participations dans l'entreprise cible.

### FONCTIONNEMENT D'UNE SOCIÉTÉ DE GESTION



#### Le rôle de l'Autorité des marchés financiers vis-à-vis des sociétés de gestion

Autorité publique indépendante, l'Autorité des marchés financiers (AMF) est chargée de veiller à la protection de l'épargne investie en produits financiers, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés. Dans le secteur spécifique de la gestion d'actifs, l'AMF est compétente :

- sur les agréments et le suivi des sociétés de gestion de portefeuille françaises habilitées à gérer des fonds, ainsi que sur les fonds français (OPCVM et FIA) ;
- sur la supervision de la commercialisation en France de fonds étrangers.

L'AMF n'est pas compétente pour la supervision des gestionnaires étrangers.

S'agissant des sociétés de gestion de portefeuille (SGP), la commission des sanctions de l'AMF peut prononcer des sanctions pécuniaires et disciplinaires allant jusqu'à cent millions d'euros ou dix fois l'avantage induit par les manquements aux obligations professionnelles et 10 % du chiffre d'affaires. Elle peut prononcer un avertissement, un blâme, une interdiction temporaire ou définitive d'exercer une activité.

Des sanctions peuvent également être prononcées contre les dirigeants.

### 3. La spécificité du capital-investissement

Parmi les fonds d'investissement, les fonds de capital-investissement (*private equity*) gérés par de grandes sociétés de gestion de portefeuille françaises ou étrangères se sont beaucoup développés ces dernières années (voir *infra*). Les fonds de capital-investissement, traditionnellement réservés aux investisseurs institutionnels (banques, assurances, caisses de retraite, fonds souverains) s'ouvrent de plus en plus à des épargnants particuliers, des entrepreneurs ou des *family offices*. Ils permettent d'investir dans le capital des entreprises non cotées en bourse pour financer leur démarrage (capital-risque), leur croissance (capital-développement),

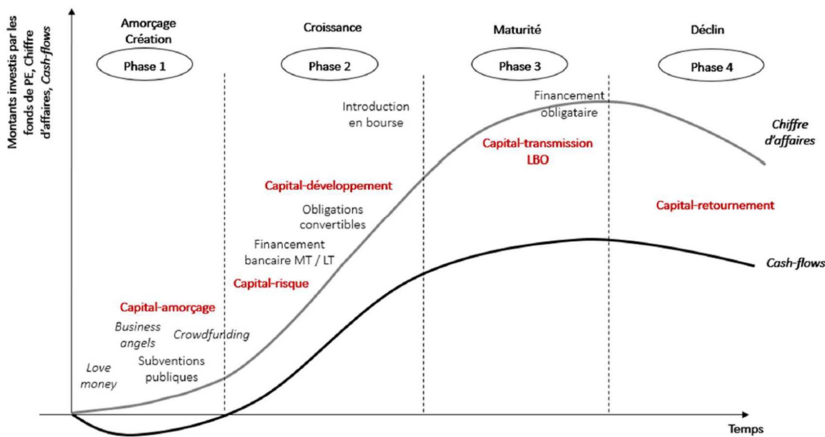
leur transmission (capital-transmission) ou leur redressement (capital-retournement) en cas de difficultés.

Ces fonds investissent donc dans une logique de détention et de transformation de l'entreprise, sur un horizon de moyen terme (entre trois et sept ans en moyenne).

**PRINCIPALES CATÉGORIES DE FONDS DE PRIVATE EQUITY**

Catégorie	Cible	Stade/Objectif	Profil de risque
Capital-risque	Start-up et jeunes entreprises à fort potentiel (tech, biotech, etc.)	Démarrage, développement de l'entreprise	Élevé
Capital-développement	Entreprises matures en croissance accélérée, souvent rentables	Expansion (marchés, acquisitions, R&D)	Modéré à élevé
Capital-transmission (LBO)	Entreprises établies et rentables	Rachat majoritaire ou total, souvent avec effet de levier (dette)	Modéré
Capital-retournement	Entreprises en difficulté financière ou opérationnelle	Restructuration / redressement, puis revente ou relance	Élevé

**MODES DE FINANCEMENT SELON LE CYCLE DE VIE DE L'ENTREPRISE**



Source : Réponses écrites de M. Nicolas Bédu.

Le taux de retour sur investissement (TRI) du private equity, atteint en France plus de 10 % en moyenne avec des rendements cibles souvent affichés entre 15 et 20 %.

TAUX DE RETOUR SUR INVESTISSEMENT (TRI) MOYEN DES FONDS DE PRIVATE EQUITY

TRI annuel	Sur 10 ans	Depuis 1986
Venture & Growth <sup>(1)</sup>	8,6 %	6,6 %
Capital-développement	10,2 %	9,0 %
Capital-transmission	14,5 %	13,6 %
Fond généraliste	10,2 %	9,3 %
Infrastructure*	12,2 %	11,5 %
Capital-investissement	<b>12,4 %</b>	<b>11,3 %</b>

Source : France Invest.

\* Un fonds d'infrastructure investit dans des actifs présentant des revenus stables et prévisibles, régulés par la puissance publique parce qu'essentiels à la vie économique et sociale : autoroutes, aéroports, infrastructures d'énergie, réseaux d'eau, etc.

**B. L'OBJET DE LA COMMISSION D'ENQUÊTE : LES « FONDS PRÉDATEURS »**

La commission d'enquête s'est intéressée, de manière générale, aux activités des fonds d'investissement <sup>(2)</sup>. Par essence, ces fonds ont d'abord pour objectif de servir le rendement le plus élevé possible à leurs investisseurs, ce qu'une société de gestion auditionnée par la commission d'enquête a pudiquement appelé les « *exigences fiduciaires* » des investisseurs <sup>(3)</sup>. Or ces exigences sont souvent inconciliables avec l'intérêt social et économique de l'entreprise.

**Tout fonds d'investissement, par l'objectif de rentabilité qui le définit, peut avoir une stratégie prédatrice, c'est-à-dire une stratégie visant à extraire des entreprises qu'il acquiert une valeur déraisonnable, ce qui conduit à les affaiblir structurellement. Cette prédation peut amener l'entreprise, dans un premier temps, à changer son modèle économique (hausse des prix de vente, réduction des effectifs, cession d'actifs, baisse des investissements) et à dégrader les conditions de travail pour les salariés.**

Cette prédation peut dégrader la situation de l'entreprise au point de conduire à devoir restructurer sa dette, licencier des salariés, procéder à une « vente à la découpe » voire liquider purement et simplement cette entreprise.

---

(1) « *Venture and growth* » est une catégorie anglo-saxonne qui renvoie au capital-risque et au soutien au développement d'entreprises devenues rentables qui croissent rapidement, notamment dans le domaine des nouvelles technologies.

(2) Comme indiqué plus haut, la notion de fonds d'investissement désigne les sociétés de gestion de portefeuille. Compte tenu du champ d'investigation retenu par la commission d'enquête, la rapporteure a privilégié l'emploi de la notion de « fonds prédateurs » à celle, plus restrictive, de « fonds spéculatifs » entendus par la plupart des praticiens au sens de hedge funds.

(3) Compte rendu n° 37 du 23 avril 2026.

Comme le rappelait la proposition de résolution à l'origine de la création de la présente commission d'enquête <sup>(1)</sup>, de nombreuses entreprises sont aujourd'hui touchées, dans des secteurs multiples : industrie militaire et aéronautique, industrie pharmaceutique et laboratoires de biologie, industrie de la métallurgie, de l'automobile et de l'énergie, agroalimentaire, professions réglementées (expertise comptable, radiologie, vétérinaires, pharmacies, biologie médicale, *etc.*).

### **1. Les objectifs de la commission d'enquête**

Dans ce contexte et conformément à la proposition de résolution, la commission d'enquête a poursuivi plusieurs objectifs :

– analyser la nature et l'ampleur de l'activité des fonds d'investissement et ses conséquences sur les capacités productives des entreprises en France, notamment en matière de production et d'emploi ;

– évaluer les risques qui en résultent sur les capacités productives en France, la préservation des emplois et notre souveraineté économique ;

– déterminer la part prise par les acteurs publics et privés (ministres, chefs d'entreprises, juges consulaires et administrateurs judiciaires, BPIFrance) dans la conduite de ces activités et les responsabilités qui pourraient en découler ;

– identifier et évaluer les mécanismes existants visant à la régulation de l'activité des fonds d'investissement (par exemple, le contrôle des investissements étrangers en France), et ceux qui devraient être mis en œuvre pour lutter contre les comportements prédateurs.

### **2. Les fonds dans le viseur de la commission d'enquête**

Parmi la diversité des fonds d'investissement, la commission s'est penchée plus particulièrement sur certains types de fonds :

– les fonds de capital-transmission, également appelés « fonds de LBO », que gèrent des sociétés de gestion comme EQT, Apollo Global Management, BC Partners ou encore Tikehau Capital.

Ces fonds recourent à une part d'endettement (en plus d'une part de fonds propres) pour racheter des entreprises matures et rentables. L'opération, potentiellement très profitable, est risquée : les profits de l'entreprise rachetée doivent être suffisants pour rembourser non seulement le capital emprunté, mais aussi les intérêts d'emprunt et les divers frais annexes (frais de structuration, commissions, *etc.*) supportés par la holding qui a acquis l'entreprise pour le compte du fonds.

---

*(1) Proposition de résolution n° 2980 tendant à la création d'une commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs, enregistrée à la présidence de l'Assemblée nationale le 17 novembre 2025.*

L'opération en LBO peut conduire le fonds d'investissement à faire pression de façon significative sur l'entreprise pour maximiser ses profits et réduire ses coûts au détriment de l'intérêt économique et social de long terme de cette entreprise. La recherche d'un profit maximal lors de la revente de l'entreprise, au bout de quelques années, peut aussi conduire à céder des actifs stratégiques à des acteurs étrangers ;

– les acteurs du retournement : les *fonds de retournement* en y assimilant des holdings industrielles comme le groupe Mutares au cœur de la deuxième partie, qui n'est pas une société de gestion de portefeuille mais présente un mode d'investissement comparable sous certains aspects à celui des fonds de *private equity* (acquisition de l'entreprise, gouvernance active, durée d'investissement limitée) et des *family offices* (le fonds Alpha Blue Ocean), qui proposent des financements dilutifs pour des entreprises en difficulté.

**Ces fonds prédateurs prennent alors la forme de « fonds vautours » qui profitent de proies fragiles en exploitant la trésorerie de ces entreprises par différents instruments (frais de conseil, frais de gestion, intérêts de prêts intragroupe, remontées de dividendes injustifiées) ou en ponctionnant les actionnaires sans véritable volonté de redresser durablement ces entreprises.**

Le cas d'Atos, étudié en troisième partie du rapport, est particulier, puisqu'il conduit à se pencher sur des créanciers (fonds d'investissement et banques) devenus actionnaires du groupe à la suite de la procédure de sauvegarde accélérée. Parmi les principaux créanciers-actionnaires d'Atos, on retrouve trois *hedge funds* <sup>(1)</sup> anglo-saxons (Melqart Asset Management, D. E. Shaw & Co., Tresidor Investment Management) qui détiennent, avec la banque néerlandaise ING, plus de 25 % du capital d'Atos à ce jour ;

– d'autres fonds aux caractéristiques très problématiques comme les fonds activistes, les *hedge funds* ou certains fonds spécialisés dans la « *distressed debt* » <sup>(2)</sup> auraient également pu faire l'objet d'une attention particulière, mais la commission a choisi d'approfondir le sujet des fonds de *private equity* et des acteurs du retournement, plutôt que de développer une vision exhaustive qui n'aurait pas permis de conduire l'analyse précise des phénomènes les plus remarquables.

## II. LA FRANCE, ELDORADO DE LA « NOUVELLE FINANCE » EN EUROPE ?

Historiquement, les entreprises françaises se financent principalement auprès des banques.

---

(1) Pour une critique étayée des effets économiques et sociaux de long terme des hedge funds sur les entreprises, voir notamment : R. Durand (HEC Paris) et M. R. DesJardine (Pennsylvania State University), "Disentangling the effects of hedge fund activism on firm financial and social performance", *Strategic Management Journal*, vol. 41(6), 2020, p. 1054-1082.

(2) Les fonds de dette « distressed » rachètent des créances décotées d'entreprises en difficulté sur le marché secondaire, avec pour stratégie soit le trading (revente à profit après redressement du cours), soit le « loan-to-own » (conversion de la dette en capital pour prendre le contrôle de l'entreprise).

On observe toutefois la montée en puissance continue des fonds d'investissement dans le financement de l'économie française. Pour votre rapporteure, les fonds d'investissement incarnent ce qu'elle appelle une « nouvelle finance », par opposition aux acteurs financiers traditionnels que sont les banques et les assurances.

## A. LE DÉVELOPPEMENT DE LA DÉSINTERMÉDIATION FINANCIÈRE

Pendant des décennies, le système bancaire a constitué le pilier quasi-exclusif du financement des entreprises françaises. Ce modèle dit « intermédié », dans lequel les banques jouent le rôle d'intermédiaires entre épargnants et entreprises, est particulièrement développé en France et, plus largement, en Europe continentale, à la différence de pays comme les États-Unis ou le Royaume-Uni, où les marchés financiers occupent une place historiquement plus importante.

### 1. Un phénomène relativement récent

La crise financière de 2007-2008 a constitué un tournant décisif dans ce paysage. En réponse aux défaillances bancaires massives révélées par la crise des *subprimes*, les régulateurs internationaux ont renforcé les exigences prudentielles imposées aux établissements bancaires. Les accords de « Bâle III », dont la mise en œuvre progressive s'est étendue des années 2010 aux années 2020, ont renforcé les obligations prudentielles des banques ; elles ont dû renforcer leurs ratios de fonds propres, limiter leur levier et constituer des « coussins » de liquidités. Cette nouvelle contrainte réglementaire a conduit les banques traditionnelles à réduire certaines expositions aux risques, notamment sur les financements de moyen ou long terme pour les PME et les entreprises en restructuration. Comme l'a confirmé la Banque de France dans ses réponses écrites, « *les recherches existantes ont montré qu'une contraction du crédit bancaire incite à une substitution vers l'emprunt auprès des institutions financières non bancaires* <sup>(1)</sup>, *contribuant à l'essor de l'intermédiation financière non bancaire* <sup>(2)</sup> ».

Ce mouvement de désintermédiation a ouvert un espace considérable pour les acteurs non bancaires, d'autant que ces acteurs sont peu régulés (*cf.* partie III du présent rapport) et qu'il n'y a pas d'instrument public de financement des entreprises réellement effectif. Selon les données du Conseil de stabilité financière, les actifs de l'intermédiation financière non bancaire représentaient environ 257 000 milliards de dollars en 2024, soit plus de la moitié des actifs financiers mondiaux.

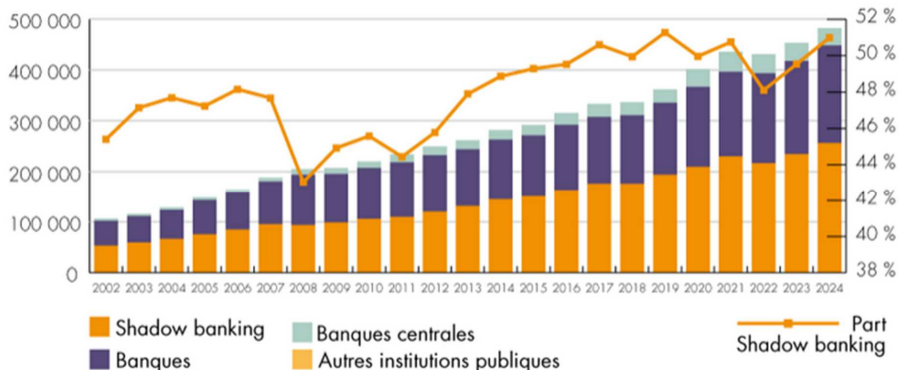
---

(1) Gopal, Manasa and Philipp Schnabl, "The rise of finance companies and fintech lenders in small business lending," *The Review of Financial Studies*, 2022, 35 (11), 4859-4901.

(2) Begenau, Juliane and Tim Landvoigt, "Financial regulation in a quantitative model of the modern banking system," *The Review of Economic Studies*, 2022, 89 (4), 1748-1784.

## TOTAL DES ACTIFS FINANCIERS ET PART DU SHADOW BANKING DANS LE MONDE (2002-2024)

(montants exprimés en milliards de dollars américains)



Source : *La Finance pour tous*, à partir des données du Conseil de stabilité financière (FSB).

Les fonds d'investissement ne sont pas soumis aux contraintes prudentielles qui pèsent sur les banques. Ils ont ainsi pu se positionner sur des segments délaissés par le secteur bancaire traditionnel : financement des PME en croissance, refinancement des entreprises en difficulté, transmission d'entreprises familiales, etc. Ils ont ainsi capté une part croissante du flux de financement de l'économie réelle.

### 2. Un phénomène à géométrie variable

**L'exposition de l'économie française aux acteurs du *shadow banking* varie considérablement selon la taille des entreprises.** Traditionnellement, les petites et moyennes entreprises (PME) et les entreprises de taille intermédiaire (ETI), qui constituent le cœur du tissu productif national, se finançaient quasi-exclusivement par dette bancaire et ne bénéficient que marginalement des marchés financiers.

Comme le professeur Nicolas Bédou l'a rappelé dans une réponse écrite, « *le financement est très majoritairement bancaire. Les PME (catégorie d'entreprise ciblée par les fonds capital-investissement ou private equity) se financent quasiment exclusivement par endettement. Le financement de marché (actions et obligations) est réservé à une part infime d'entreprises.* »

C'est précisément cette fragilité structurelle des PME et ETI, tributaires du crédit bancaire et donc vulnérables en cas de resserrement des conditions de financement, qui les expose aux interventions des fonds de capital-investissement, qui représentent une part prépondérante de ce *shadow banking*.

## B. LE DÉVELOPPEMENT DU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN FRANCE

Le capital-investissement a connu une croissance spectaculaire au cours de ces dernières années en France, suivant une tendance mondiale.

### 1. L'ampleur du phénomène : des chiffres qui donnent le vertige

Les données de France Invest, fédération professionnelle du secteur qui rassemble plus de quatre cent soixante-dix sociétés de gestion ainsi que deux cents sociétés de conseil <sup>(1)</sup>, permettent de mesurer le poids considérable que représentent désormais les fonds d'investissement dans l'économie française. Le journaliste Mathias Thépot a ainsi rappelé quelques éléments chiffrés lors de son audition devant la commission d'enquête : « *France Invest, la fédération du secteur, revendique 2,5 millions d'emplois* <sup>(2)</sup> *dans des entreprises sous gestion de fonds, soit 25 % de plus qu'en 2019. Cela représente plus de dix mille entreprises* <sup>(3)</sup>, *soit 38 % de plus qu'en 2018. En termes d'emploi, cela correspond à environ 13 % de l'emploi salarié dans le secteur privé, hors agriculture. C'est donc un secteur qui pèse aujourd'hui.* » <sup>(4)</sup>. Dans le détail, les trois quarts des entreprises accompagnées sont des PME, 23 % des entreprises de taille intermédiaire (ETI) et 1 % des grandes entreprises.

Au 31 décembre 2024, **le montant total des capitaux sous gestion des adhérents de France Invest (sociétés de gestion françaises et filiales de sociétés de gestion étrangères ayant une implantation en France) s'élevait à près de 300 milliards d'euros dans le cadre de leur activité de capital-investissement**, sur un total de 490 milliards d'euros <sup>(5)</sup>. **Ces chiffres sont à mettre en perspective avec les montants investis dans l'économie, qui se sont élevés à plus de 137 milliards d'euros sur la période 2019-2024 pour le capital-investissement hors infrastructures** <sup>(6)</sup> **par les adhérents de France Invest**, essentiellement dans les biens et services industriels ou de consommation, le médical, la pharmaceutique et les *biotechs* ou encore le numérique. Comme en témoigne le graphique ci-dessous, les investissements ont connu une nette progression à partir de 2019, malgré un recul ponctuel en 2020 lié à la crise sanitaire.

---

(1) France Invest rappelle sur son site internet qu'elle comptait seulement 30 membres ayant investi l'équivalent de 140 millions d'euros dans 300 entreprises en 1984, contre 450 membres ayant investi 45 milliards d'euros dans plus de 3 000 entreprises en 2024.

(2) En France et à l'étranger au 31 décembre 2024.

(3) Dont 8 427 ayant leur siège social en France, sur un total de 11 142 entreprises.

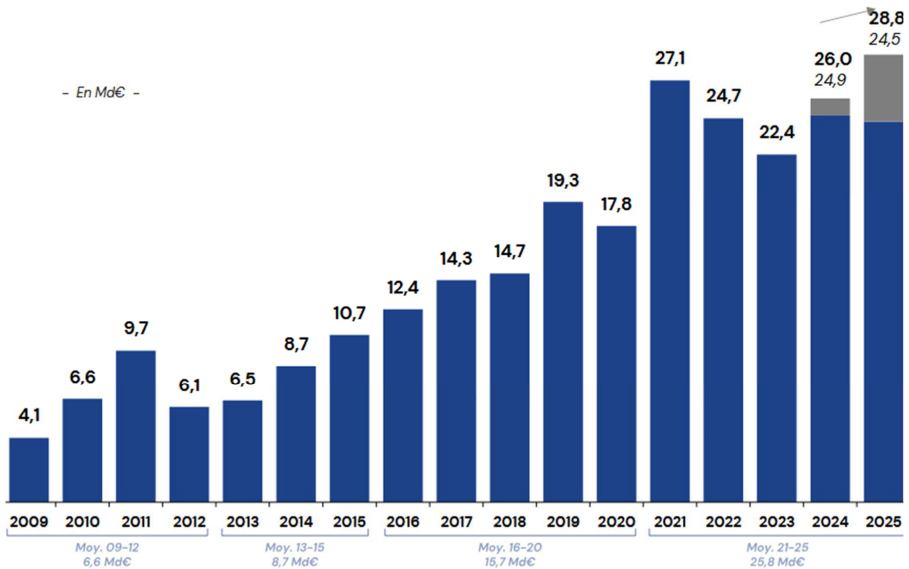
(4) Compte rendu de l'audition du 29 janvier 2026. Pour plus de détails, voir France Invest/EY, « [Impact économique et social du capital-investissement français à fin 2024](#) », 22e édition, décembre 2025.

(5) Réponses écrites de France Invest. L'écart s'explique par le montant des capitaux d'infrastructure sous gestion (115 milliards d'euros) et le montant de la dette privée (76 milliards d'euros). Les capitaux sous gestion correspondent aux montants totaux investis au 31 décembre 2024 (valorisés au coût historique, c'est-à-dire à la valeur d'investissement initiale) et les montants des capitaux engagés par les souscripteurs des fonds mais encore non investis par les fonds. France Invest ne dispose pas de données exhaustives sur les montants sous gestion des acteurs de droit étranger.

(6) Sur la période 2020-2024, près de 47 milliards d'euros ont été investis dans les infrastructures par les adhérents de France Invest.

De plus, France Invest estime à plus de 30 milliards d'euros le montant des investissements réalisés par les sociétés de gestion de droit étranger en France à la fin 2024.

### ÉVOLUTION DES INVESTISSEMENTS (CAPITAL-INVESTISSEMENT HORS FONDS D'INFRASTRUCTURE)



Source : France Invest / Grant Thornton, [Activité des acteurs du capital-investissement français 2025](#), mars 2026 <sup>(1)</sup>.

**Les informations disponibles demeurent parcellaires.** Elles sous-estiment la réalité du marché : les fonds domiciliés hors de France, notamment anglo-saxons, interviennent significativement en France sans être soumis aux mêmes obligations de *reporting*, ce qui rend toute cartographie exhaustive difficile à établir.

## 2. La France d'Emmanuel Macron : « *The place to be* » pour le capital-investissement

La France occupe désormais le premier rang européen, hors Royaume-Uni, en matière d'investissements et de levées de fonds en capital-investissement, selon les données publiées par France Invest. Les opérations à effet de levier (LBO) constituent la colonne vertébrale de ce marché. La France est ainsi le territoire européen le plus exposé aux stratégies de capital-transmission à effet de levier, avec toutes les vulnérabilités que cela emporte pour la souveraineté économique nationale et la pérennité de nos capacités productives.

Ce positionnement, qui pourrait de prime abord être lu comme le seul reflet d'un dynamisme économique, est en réalité le produit d'une politique délibérée

(1) Étude réalisée à partir des réponses de 353 membres de France Invest.

mise en œuvre depuis 2017 et l'arrivée au pouvoir d'Emmanuel Macron, qui n'a jamais caché sa proximité avec les milieux financiers <sup>(1)</sup>.

La Banque de France identifie, parmi les grands fonds actifs en France, les géants américains (KKR, Carlyle Group, Apollo Global Management, Bain Capital, Oaktree Capital), les acteurs britanniques (CVC Capital Partners, Bridgepoint), les acteurs européens (EQT en Suède, Partners Group en Suisse) et les acteurs français (Ardian, Eurazeo, PAI Partners, Astorg, BPIFrance Investissement, Tikehau Capital) <sup>(2)</sup>. Cette stratégie assumée par les différents ministres chargés de l'économie et, en particulier, M. Bruno Le Maire, auditionné par la commission d'enquête, a pris la forme de mesures réglementaires et fiscales très avantageuses et d'un soutien non dissimulé de BPIFrance aux fonds de capital-investissement. Elle a ainsi contribué à faire de la France un terrain privilégié d'expansion du capital-investissement, au prix d'une dépendance accrue de pans entiers de l'économie nationale à des logiques de rentabilité financière de court terme.

\*

Le présent rapport entend faire la lumière sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds d'investissement. Une première partie analyse les effets des opérations de LBO sur nos entreprises. Nombre d'entre elles se trouvent aujourd'hui financièrement asphyxiées par le poids de l'endettement contracté dans le cadre de ces montages. À l'instar du secteur de la santé, des pans entiers de notre économie apparaissent fragilisés par les stratégies déployées par certains fonds de LBO.

La deuxième partie est consacrée à la reprise d'entreprises en difficulté par des acteurs spécialisés dans le retournement. Le rapport revient notamment sur plusieurs dossiers examinés par la commission d'enquête : Lapeyre, cédé en 2021 par le groupe Saint-Gobain à Mutares ; les Forges de Tarbes ou encore la Fonderie de Bretagne, reprises à la barre des tribunaux de commerce par Europlasma, entreprise financée par Alpha Blue Ocean, fonds opérant notamment depuis les Bahamas et Dubaï. Cette partie interroge également le rôle et les limites de la justice commerciale dans le traitement de ces opérations.

La troisième partie analyse la manière dont les pouvoirs publics ont favorisé, au travers d'une succession de mesures fiscales et réglementaires, l'essor de cette « *nouvelle finance* ». Alors même que les capacités de contrôle des régulateurs demeurent limitées, le dispositif de contrôle des investissements étrangers en France (IEF), malgré son renforcement récent, ne paraît pas aujourd'hui en mesure d'enrayer la dynamique de cession d'actifs stratégiques ou de fleurons nationaux à des fonds étrangers.

Dans ce contexte, la stratégie d'investissement de BPIFrance soulève de nombreuses interrogations et conduit à ouvrir une réflexion plus large sur la création

---

(1) Voir la partie 3 du rapport.

(2) Réponses écrites de la Banque de France.

d'un véritable fonds souverain destiné à protéger nos entreprises en difficulté ainsi que nos secteurs stratégiques.

La thèse de votre rapporteure est donc simple : **les fonds d'investissement ne doivent plus pouvoir agir en toute impunité au détriment de l'intérêt général, de la pérennité des entreprises, de la souveraineté industrielle de la France et des droits des salariés. Un encadrement beaucoup plus strict de leurs pratiques est nécessaire pour, à terme, désarmer ces fonds vautours et réduire la place qu'ils occupent dans le financement de l'activité économique. Pour cela, la puissance publique doit permettre l'émergence d'alternatives.**

Pour contrôler et encadrer les pratiques des fonds d'investissement, **cinq idées fondamentales seront défendues :**

**a) la libre circulation des capitaux, sanctuarisée par les traités européens, ne peut plus être l'alpha et l'oméga des politiques économiques.** Contrôler les fonds, c'est d'abord contrôler l'origine et la nature des investissements en France, que les acteurs soient français ou étrangers ;

**b) les fonds d'investissement doivent rendre des comptes, par une régulation largement renforcée de leur activité à tous les niveaux ;**

**c) le rendement du capital doit être diminué :** les fonds d'investissement doivent accepter d'être beaucoup plus prudents dans leurs investissements, de limiter l'effet de levier et d'être soumis à une fiscalité plus juste ;

**d) le droit des sociétés doit être revu pour demander des comptes aux détenteurs des entreprises et encadrer drastiquement les remontées de trésorerie ;**

**e) il faut empêcher la reprise des entreprises par des fonds vautours.** Si cela doit conduire à des plans sociaux, alors ceux-ci devront être beaucoup plus protecteurs pour les salariés. Avec la mise en place de bons instruments publics, **les salariés devront pouvoir reprendre le pouvoir sur leurs entreprises.** Enfin, **la puissance publique devra développer des alternatives pour le financement des entreprises en reconversion : ce sera l'objectif d'un nouveau pôle public bancaire, associé à une refondation de la banque publique d'investissement.**

Le présent rapport contient plus de quarante recommandations. Certaines de ces recommandations pourront être mises en œuvre rapidement, dès l'automne 2026, dans le cadre des débats budgétaires. D'autres appellent un revirement de la politique économique et parfois, l'engagement simultané d'un rapport de forces au sein de l'Union européenne. Ces débats de fond devront être tranchés lors des prochaines élections présidentielles qui, seules, pourront donner lieu à la bifurcation productive nécessaire.

\*

\* \*

## **PREMIÈRE PARTIE : LE LBO OU LA DETTE COMME ARME DE PRÉDATION**

Parmi les multiples instruments mobilisés par les fonds d'investissement pour prendre le contrôle d'entreprises françaises, le rachat avec effet de levier (LBO) occupe une place absolument centrale. Ces opérations ne constituent pas de simples montages financiers : **elles organisent méthodiquement le transfert de richesse des entreprises vers leurs actionnaires, en faisant peser sur les salariés le coût d'une dette qu'ils n'ont pas contractée. Les LBO, dans leur forme actuelle, constituent l'un des principaux vecteurs de la prédation des capacités productives françaises.**

La première partie du présent rapport examine successivement l'ampleur d'un phénomène massif (I), les canaux par lesquels le LBO déstabilise les entreprises ciblées (II), la prise pour cible privilégiée d'un secteur dont les ressources proviennent quasi exclusivement de la solidarité nationale, à savoir celui de la santé (III), et, enfin, la nécessité de revoir un cadre fiscal et réglementaire qui est aujourd'hui singulièrement favorable aux montages LBO (IV).

### **I. L'ESSOR DES LBO : UN PHÉNOMÈNE MASSIF**

Le développement du LBO en France et en Europe au cours des trois dernières décennies constitue l'une des transformations les plus profondes du capitalisme contemporain. Né aux États-Unis dans les années quatre-vingt, ce mode d'acquisition s'est imposé en France comme une technique de prédilection des fonds dits de « capital-transmission », jusqu'à devenir l'une des principales formes de prise de contrôle d'entreprises de taille intermédiaire (ETI) et de grandes entreprises.

#### **A. LA FRANCE, TERRAIN DE CHASSE FAVORI DES FONDS DE LBO SUR LE CONTINENT EUROPÉEN**

L'essor des LBO résulte d'une conjonction de facteurs macroéconomiques, monétaires et réglementaires que M. Christophe Nijdam, expert reconnu pour ses travaux sur la régulation financière, a précisé et documentée devant la commission. Au début des années 2000, le dégonflement de la bulle Internet entraîne d'importantes pertes pour les investisseurs institutionnels sur le segment du capital-risque. Ces investisseurs reportent alors massivement leurs allocations vers le capital-transmission, perçu comme moins risqué et bénéficiant de « l'effet mécanique de la dette » dans les performances financières affichées.

À cette première impulsion, s'ajoutent les conséquences durables de la crise financière de 2007-2008.

Les politiques monétaires non conventionnelles menées par les banques centrales (injections massives de liquidités, assouplissements quantitatifs successifs) font tomber les taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas. Les fonds d'investissement peuvent alors financer la dette de leurs cibles à des conditions extraordinairement favorables, tandis que les investisseurs institutionnels, en quête de rendement, se ruent sur cette classe d'actifs. Comme l'a souligné Christophe Nijdam devant la commission : « *Pour comprendre la genèse macrofinancière et monétaire de la croissance des LBO, il faut revenir aux années 2002-2003 et au dégonflement de la bulle internet. (...) Toutefois, les masses disponibles pour les gérants de fonds d'investissement ont été telles que les opportunités d'investissement se sont révélées insuffisantes face à ce trop-plein d'argent. Cela a déclenché une frénésie de LBO, qui a abouti à une hausse des prix d'acquisition des entreprises-cibles.* »<sup>(1)</sup>

Les chiffres confirment l'ampleur du phénomène. Alors qu'en 2000, le secteur du capital-investissement<sup>(2)</sup> n'initiait qu'une opération de fusion-acquisition sur trente-trois (3 %), sa part oscille désormais entre une opération sur cinq et une sur six en nombre, soit 15 % à 20 % du marché des fusions-acquisitions, et atteint « *souvent plus de 30 %* » en valeur<sup>(3)</sup>. **Le mouvement s'est singulièrement accéléré dans les années post-2008 et a atteint son apogée pendant la période d'argent quasi gratuit qui s'est achevée en 2022.**

À l'échelle européenne, la montée en puissance des LBO est encore plus impressionnante : selon les données reprises par la Banque de France, les LBO représentent désormais **73 % des actifs sous gestion des fonds de capital-investissement en Europe**, contre 50 % aux États-Unis et 46 % au niveau mondial en 2022, soit 850 milliards de dollars d'actifs sous gestion en Europe (contre 2016 milliards de dollars aux États-Unis et 3 300 milliards à l'échelle mondiale)<sup>(4)</sup>. Loin d'être un instrument marginal de la finance internationale, le LBO en constitue désormais le débouché central.

La France figure parmi les marchés les plus actifs de cette industrie en Europe. Elle est « *l'un des marchés les plus actifs d'Europe derrière le Royaume-Uni et avec l'Allemagne* »<sup>(5)</sup>. Selon un article du *Financial Times* cité par M. Nijdam, **4 675 opérations de LBO ont été réalisées en France depuis 2015**, contre 2 786 en Allemagne et 1 749 en

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 12 février 2026.*

(2) *Une fusion-acquisition désigne l'ensemble des opérations par lesquelles des entreprises se rapprochent, se regroupent ou prennent le contrôle les unes des autres.*

(3) *Contribution écrite de Christophe Nijdam.*

(4) *Réponses écrites de la Banque de France, à partir de l'étude de Lucile Collet, « Les rachats à effet de levier : montages financiers risqués ou opportunités de développement pour les entreprises ? », Bulletin de la Banque de France, n° 260/4, septembre-octobre 2025.*

(5) *Réponses écrites de la Banque de France.*

Italie<sup>(1)</sup>. Ce constat est confirmé par les données de France Invest, qui représente le secteur du capital-investissement. La France est le premier pays de l'Union européenne en montants investis et en nombre d'entreprises rachetées.

**La France concentre 25 % des montants investis entre 2007 et 2024**, contre 20 % pour l'Allemagne et 12 % pour l'Italie, **et 37 % du nombre d'entreprises accompagnées en moyenne annuelle sur la même période** (15 % pour l'Allemagne et 9 % pour l'Italie)<sup>(2)</sup>. Sauf à de rares exceptions, la France a toujours été le pays avec l'activité d'investissement la plus importante sur son territoire.

Cette activité importante auprès des entreprises françaises s'explique notamment par une industrie du capital-investissement particulièrement développée. Les sociétés françaises de capital-investissement représentent 38 % des montants investis **entre 2007 et 2024** et 48 % du nombre d'opérations réalisées par les acteurs européens sur leur marché intérieur et à l'international<sup>(3)</sup>. Sur cette période, **ce sont près de quatre cents entreprises qui ont fait l'objet d'un LBO par un fonds français chaque année** d'après France Invest.

Ces chiffres restent toutefois partiels et trompeurs : ils ne tiennent pas compte des montants investis en France par des fonds étrangers, alors que le marché du LBO français est, selon la Banque de France, « *très internationalisé, avec la présence de nombreux fonds domiciliés ailleurs en Europe ou hors Europe au Royaume-Uni ou aux États-Unis* »<sup>(4)</sup>. **La France est ainsi devenue le principal terrain de chasse sur le continent européen d'une industrie du LBO marquée par une forte activité des fonds étrangers, dont l'horizon temporel et les exigences de rendement sont structurellement incompatibles avec les besoins de pérennité de notre tissu productif.**

## B. LA MÉCANIQUE PRÉDATRICE DU LBO

Comprendre la portée prédatrice de certaines opérations de LBO suppose d'en saisir précisément le mécanisme. **Le LBO n'est pas un simple instrument d'acquisition : c'est une architecture juridico-financière dont chaque étage est calibré pour maximiser le rendement des investisseurs au détriment des salariés de l'entreprise rachetée.**

---

(1) Contribution de Christophe Nijdam, à partir d'un [article](#) du Financial Times du 5 décembre 2025.

(2) Réponses écrites de France Invest, qui souligne que la France se distingue de l'Allemagne par son industrie financière, qui est la plus importante de l'UE. L'économie allemande repose davantage sur un capitalisme majoritairement familial au travers du Mittelstand, avec une approche plus conservatrice de l'endettement.

(3) Ibid.

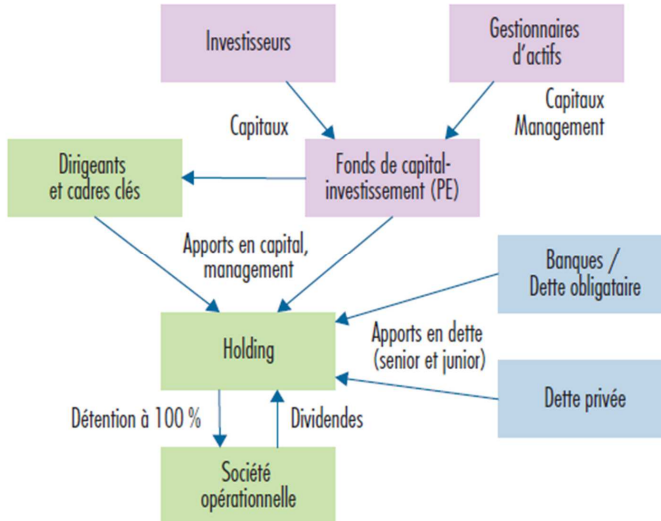
(4) Ibid.

## 1. Le levier de l'endettement

Le LBO est une opération par laquelle un fonds d'investissement prend le contrôle d'une entreprise, dite « cible », en finançant très majoritairement son acquisition par un endettement. Le fonds crée, à cet effet, une société holding qui acquiert la cible. Une fois l'opération réalisée, cette holding rembourse le prêt par les flux de trésorerie issus de l'activité opérationnelle de l'entreprise acquise.

Comme le résume M. Nicolas Bédu, maître de conférences à l'université de Montpellier, « dans un LBO, c'est l'entreprise-cible qui rembourse la dette à partir de son activité opérationnelle : l'entreprise paye elle-même son rachat »<sup>(1)</sup>. Ce mécanisme garantit aux investisseurs des taux de rendement élevés lorsque les conditions sont favorables, après que certaines transformations ont été mises en œuvre dans l'entreprise-cible (voir encadré ci-après) ; elle expose en revanche l'entreprise-cible, ses salariés et la collectivité tout entière à des risques considérables lorsque la conjoncture se retourne. Par ailleurs, le fonds d'investissement n'a pas vocation à rester au capital de l'entreprise rachetée : par définition, un LBO est « un mariage avec promesse de divorce » pour reprendre l'expression de M. Nicolas Bédu.

### ORGANISATION D'UNE OPÉRATION DE RACHAT AVEC EFFET DE LEVIER (LBO)



Source : Lucile Collet, « Les rachats à effet de levier : montages financiers risqués ou opportunités de développement pour les entreprises ? », Bulletin de la Banque de France, n° 260/4, septembre-octobre 2025.

(1) Réponse écrite de Nicolas Bédu, maître de conférences à l'université de Montpellier.

L'investisseur ne mobilise donc qu'une fraction limitée du prix d'acquisition en fonds propres : c'est le principe de l'« effet de levier », qui démultiplie la rentabilité financière des capitaux apportés.

### **Exemple d'une opération de rachat avec effet de levier (LBO)**

Le professeur Ludovic Phalippou (Université d'Oxford) a synthétisé le mécanisme des LBO en prenant un exemple éclairant et à des fins de pure illustration (il ne décrit pas une opération réelle et n'implique aucune intention, passée ou présente, de cession du groupe Pierre Fabre).

En partant d'un Ebitda <sup>(1)</sup> ajusté de l'ordre de 400 millions d'euros, la valeur d'une entreprise comme Pierre Fabre pourrait être estimée à environ 4 milliards d'euros, sur la base d'un multiple de dix fois l'Ebitda, couramment observé dans le secteur pharmaceutique. Dans un schéma de LBO classique, un fonds d'investissement crée une société holding qui emprunte environ 2,4 milliards d'euros auprès d'établissements de crédit et lève 1,6 milliard d'euros de fonds propres auprès de ses investisseurs. Ces ressources combinées permettent d'acquérir l'entreprise cible pour 4 milliards d'euros, soit près de trois fois le montant des fonds propres engagés.

L'objectif du fonds est de céder l'entreprise au terme de quelques années, après y avoir opéré des transformations susceptibles d'en accroître la valeur. Dans un cas comme celui de Pierre Fabre, ces transformations pourraient inclure des décisions de transfert du siège social de Castres à Paris ainsi que l'arrêt de dépenses jugées non essentielles par un investisseur financier, telles que le sponsoring du club de rugby local, représentant une économie potentielle d'une dizaine de millions d'euros par an. Un déménagement de certaines fonctions centrales pourrait générer des économies supplémentaires de plusieurs dizaines de millions d'euros annuels.

En supposant une croissance modérée de l'activité, l'Ebitda pourrait atteindre environ 500 millions d'euros trois ans plus tard. À multiple comparable, la valeur de l'entreprise s'établirait alors autour de 5 milliards d'euros, voire 6 milliards en cas de cession à un acquéreur industriel international bénéficiant de synergies. Dans cette dernière hypothèse, après remboursement de la dette de 2,4 milliards d'euros, il resterait environ 3,6 milliards d'euros pour les actionnaires du fonds. L'investissement initial de 1,6 milliard d'euros aurait ainsi été plus que doublé en quelques années. Ce gain provient pour l'essentiel de l'effet de levier : c'est l'entreprise acquise qui rembourse la dette, mais c'est le fonds qui en capte intégralement les bénéfices.

À ces effets s'ajoutent des avantages fiscaux significatifs. Les intérêts de la dette, environ 240 millions d'euros par an sur 2,4 milliards à un taux de 10 %, sont déductibles du résultat imposable, ce qui peut réduire très fortement, voire annuler, l'impôt sur les sociétés acquitté par l'entreprise en France.

La nouvelle structure financière n'est pas sans conséquences. La charge de la dette pèse directement sur la trésorerie de l'entreprise, la rendant plus vulnérable aux chocs macroéconomiques : hausse des taux d'intérêt, retournement du marché ou choc sectoriel spécifique. En cas de défaillance financière, le fonds perd, certes, ses fonds propres investis, mais les conséquences économiques et sociales sont bien plus larges, que ce soit pour les salariés, les sous-traitants, les territoires concernés ou les finances publiques.

La structure d'endettement n'est pas neutre. La dette d'acquisition se compose typiquement « *de prêts contractés auprès de banques (dette usuellement dite “senior”), de fonds de dette privée, ainsi que de la dette obligataire (dette usuellement dite “junior”) »* <sup>(2)</sup>. La hiérarchisation de cette dette en plusieurs tranches permet aux fonds de rémunérer différents profils d'investisseurs et, surtout, de gonfler le levier global de l'opération en multipliant les sources de financement.

## 2. Le levier de la fiscalité

Au-delà du levier financier, le LBO repose aussi sur un levier fiscal. Cet effet de levier fiscal constitue une véritable subvention publique aux opérations de LBO : c'est le contribuable français qui finance, par le manque à gagner d'impôt sur les sociétés, une partie du coût de l'endettement utilisé pour racheter ses propres entreprises.

En effet, en France, **les charges financières nettes** <sup>(3)</sup> **d'une holding de rachat sont déductibles de l'impôt sur les sociétés dans la limite du montant le plus élevé entre 3 millions d'euros et 30 % de l'Ebitda fiscal du groupe d'intégration** <sup>(4)</sup>. Lorsque la holding détient au moins 95 % du capital de la cible et opte pour le régime d'intégration fiscale <sup>(5)</sup>, elle peut compenser ses charges financières avec les bénéfices de la cible, mais reste soumise à ces mêmes plafonds.

De plus, une clause de sauvegarde <sup>(6)</sup> permet de déduire 75 % des charges financières nettes n'ayant pas été admises en déduction au titre des plafonds précités, à condition que la holding appartienne à un groupe consolidé par intégration globale au sens comptable et que son ratio fonds propres/actifs soit au moins égal à celui du groupe consolidé. Cette clause permet en pratique à une filiale suffisamment bien capitalisée par rapport à l'ensemble du groupe de déduire une grande partie des intérêts que le plafond général lui aurait interdit de déduire.

---

(1) L'acronyme « Ebitda » (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) correspond au bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements. Indicateur financier d'origine anglo-saxonne, il est proche, dans son principe, de l'excédent brut d'exploitation (EBE), indicateur comptable défini par les normes françaises, mais son périmètre peut varier selon les retraitements opérés par les entreprises ou les investisseurs.

(2) Lucile Collet, « Les rachats à effet de levier : montages financiers risqués ou opportunités de développement pour les entreprises ? », Bulletin de la Banque de France, n° 260/4, septembre-octobre 2025.

(3) Solde entre les charges financières supportées par une entreprise, notamment les intérêts dus au titre de ses emprunts, et les produits financiers qu'elle perçoit. Elles constituent l'assiette de référence retenue pour l'application du mécanisme de plafonnement de la déductibilité fiscale des charges financières.

(4) Article 212 bis du code général des impôts, issu de la transposition de la directive Atad.

(5) Mécanisme prévu à l'article 223 A du code général des impôts permettant à une société-mère détenant directement ou indirectement au moins 95 % du capital de ses filiales françaises de se constituer seule redevable de l'impôt sur les sociétés dû par l'ensemble du groupe. Ce régime permet de compenser les bénéfices et les déficits des sociétés membres afin de déterminer un résultat d'ensemble imposable au niveau du groupe.

(6) Article 212 bis (VI) du code général des impôts.

Aux deux leviers précités (endettement et optimisation fiscale) s'ajoute généralement la localisation d'une partie du montage dans des juridictions à fiscalité privilégiée, notamment le Luxembourg.

Ainsi le rachat de Kem One par Apollo a-t-il été structuré autour d'une holding dénommée Lune Holdings SARL, basée au Luxembourg (voir *infra*). **Les structures pyramidales de holdings, dont une partie est délocalisée dans les paradis fiscaux, opacifient considérablement la lisibilité financière des groupes pour les salariés, les pouvoirs publics et même les organismes de régulation.**

## II. LE LBO : UN OUTIL DE DÉSTABILISATION DES ENTREPRISES CIBLES

Les arguments en faveur des LBO soulignent les vertus disciplinaires de la dette et le rôle de levier de croissance que le capital-investissement pourrait jouer. Toutefois, force est de constater que la pratique observée en France au cours des quinze dernières années raconte une autre histoire. Il s'agit, selon M. Christophe Nijdam, « *de principes [d'orthodoxie] de simple bon sens qui, malheureusement, ne sont plus observés compte tenu des pousse-au-crime que constituent l'afflux de capitaux à investir et la rémunération des différents intermédiaires qui travaillent avec l'argent des autres.* »<sup>(1)</sup>. Le LBO, dans la majorité des cas étudiés par la commission, fragilise durablement les entreprises rachetées : il grève leur capacité d'investissement et d'innovation, accroît leur risque de défaillance, dégrade les conditions de travail des salariés et menace, dans certaines situations critiques, la souveraineté industrielle de notre pays.

Cette section examine successivement les effets des LBO sur la capacité d'investissement des entreprises cibles, le retournement de conjoncture comme révélateur de fragilités structurelles, illustré par le cas de la société Kem One, et les conséquences sur les conditions de travail et l'économie locale.

### A. UNE DETTE QUI GRÈVE LA CAPACITÉ D'INVESTISSEMENT DE L'ENTREPRISE CIBLE

Le premier effet objectivable d'un LBO sur une entreprise cible est l'accroissement, souvent spectaculaire, de son endettement.

#### 1. Un constat scientifiquement établi

Ce constat n'est pas idéologique : il est scientifiquement établi par les travaux les plus rigoureux récemment menés sur le sujet, à commencer par l'étude de

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 12 février 2026.*

Mme Lucile Collet, économiste à la direction de la stabilité financière de la Banque de France, publiée en octobre 2025 dans le *Bulletin de la Banque de France* (n° 260/4) <sup>(1)</sup>.

Les résultats de cette étude sont sans appel.

Un an après le LBO, le taux d'endettement bancaire des entreprises ciblées est en moyenne 35 % plus élevé que celui de leurs pairs. Surtout, **la probabilité de défaut estimée par les banques est, un an après le LBO, en moyenne 44 % plus élevée que celle d'entreprises comparables n'ayant pas fait l'objet d'une telle opération.** Selon les estimations rapportées par l'auteure, s'appuyant sur une étude publiée en 2021, cette hausse se traduit également par une augmentation de la probabilité de faillite de l'ordre de 18 %.

Mme L. Collet conclut explicitement à une « *dégradation de la santé financière* » des entreprises ciblées et appelle à la « *vigilance des prêteurs et des régulateurs dans le contexte actuel de taux d'intérêt plus élevés* » <sup>(2)</sup>. La Banque de France elle-même, dans ses réponses écrites à la présente commission d'enquête, reprend ces conclusions et confirme que les opérations de LBO « *peuvent conduire à négliger le développement et la résilience de l'entreprise rachetée au profit de la création de valeur nécessaire au remboursement de la dette levée, et de l'exigence de rentabilité des investisseurs du fonds. La nécessité de générer des liquidités pour faire face à la charge de la dette peut représenter une contrainte difficilement compatible avec la réalisation des investissements nécessaires au développement et à la pérennité de l'entreprise en question* » <sup>(3)</sup>.

Cette dégradation n'est pas anodine : elle se traduit, dans la trajectoire concrète de l'entreprise, par une éviction systématique des investissements productifs au profit du service de la dette. Comme l'explique M. Nijdam, « **le LBO asphyxie l'entreprise si le multiple d'endettement est trop élevé. La cible supporte in fine le poids de sa propre acquisition via la dette.** » <sup>(4)</sup>

Le professeur Nicolas Bédu confirme cet effet d'éviction : « *Le raisonnement montre que les flux de trésorerie affectés au remboursement de la dette constituent autant d'argent qui n'est pas investi dans le développement des capacités productives*

---

(1) Lucile Collet, « *Les rachats à effet de levier : montages financiers risqués ou opportunités de développement pour les entreprises ?* », Bulletin de la Banque de France, n° 260/4, septembre-octobre 2025. Cette étude a été réalisée à partir d'un échantillon de 720 entreprises (en majorité françaises, italiennes et allemandes) dont 383 ayant fait l'objet d'une opération de LBO entre septembre 2018 et juillet 2023, sans critère de taille ou de secteur. La sélection des entreprises n'est pas liée à leur survie au cours de la période, ce qui réduit les risques de biais dans l'échantillon.

(2) L. Collet, op. cit., p. 1.

(3) Réponses écrites de la Banque de France.

(4) Réponses écrites de Christophe Nijdam.

de l'entreprise-cible »<sup>(1)</sup>. Tout euro absorbé par les charges financières est, mécaniquement, un euro qui ne va pas à la modernisation de l'outil productif, à la formation des salariés, à la recherche, au développement ou à la sécurité industrielle. La logique du LBO est, à cet égard, en tension structurelle avec les exigences de l'investissement de long terme.

## 2. Les LBO successifs : un effet cliquet désastreux

Plusieurs personnes auditionnées par la commission d'enquête ont mis en exergue le rôle particulièrement préjudiciable joué par les **LBO successifs**, c'est-à-dire les reventes d'une même entreprise d'un fonds à l'autre, sans qu'elle revienne à un actionnariat industriel pérenne.

Selon M. Nijdam, « **les LBO successifs ou à répétition sont devenus la colonne vertébrale du marché des sorties de LBO, avec une part qui fluctue mais se maintient bien au-delà de 50 % des opérations en Europe** »<sup>(2)</sup>. Cette pratique constitue l'un des principaux marqueurs d'une dérive de l'industrie. Les LBO en série se sont imposés « *comme la solution de facilité* », le fait qu'ils ont « *pris le pas sur les cessions industrielles est symptomatique* »<sup>(3)</sup>.

Le mécanisme est implacable : pour rémunérer leurs investisseurs sur la base de taux de rentabilité interne (TRI) de plus en plus élevés, les fonds doivent « sortir » de plus en plus vite (« *asset flipping* », ou revente rapide d'actifs) ... et donc revendre à un autre fonds de LBO plutôt qu'à un industriel ou via une introduction en bourse, qui supposeraient une véritable préparation industrielle de la cible. M. Nijdam a expliqué le mécanisme en termes saisissants devant la commission : « *Il faut avoir à l'esprit que les gérants de fonds de LBO lèvent leurs futurs fonds en se fondant sur le taux de rentabilité interne (TRI) de leurs dernières opérations. Cette contrainte révèle la faiblesse inhérente au mécanisme financier du TRI : le réinvestissement à taux identique n'étant pas soutenable sur une longue période, les investisseurs sont conduits à sortir rapidement. Pour qu'un fonds double sa mise initiale, le TRI doit être de 15 % par an pour une sortie au bout de cinq ans, de 26 % à trois ans et de 41 % à deux ans. Autrement dit, quand le fonds a surpayé à l'entrée, il doit sortir de plus en plus vite pour fabriquer des TRI élevés : c'est ce qu'on appelle l'asset flipping.* »<sup>(4)</sup>

Les LBO successifs ne se contentent pas de raccourcir l'horizon de détention. Ils transmettent et amplifient la dette au fil des opérations.

---

(1) Compte rendu de l'audition du 22 janvier 2026.

(2) Contribution écrite de M. Christophe Nijdam, audition du 12 février 2026.

(3) Compte rendu de l'audition du 12 février 2026.

(4) Compte rendu de l'audition du 12 février 2026.

Comme le souligne le professeur Bédu : « *Les LBO secondaires, tertiaires, etc. et les opérations qui visent les entreprises familiales sont les pratiques les plus risquées. Dans le premier cas, les LBO successifs se réalisent avec des niveaux croissants d'endettement du fait de valorisations de revente élevées et de dettes qui se transmettent entre les fonds (cas de cibles sous LBO revendues à un autre fonds de LBO sans que la première dette ait été remboursée).* » <sup>(1)</sup>

À chaque opération, l'entreprise voit donc son endettement augmenter, mais c'est aussi son **coût de transaction** qui se renchérit. Comme l'a rappelé M. Nijdam, les frais de structuration des LBO et leur coût de financement représentent, à chaque opération, de l'ordre de « 2 % à 2,5 % de la valeur d'entreprise pour les frais de montage du LBO, auquel s'ajoute[nt] entre 2 % et 2,5 % du montant de la dette LBO levée pour les frais de financement » <sup>(2)</sup>. Pour une entreprise valorisée 4,5 milliards d'euros, comme Cerba en 2021 (cf. *infra*), cela représente plusieurs centaines de millions d'euros de coûts de transaction qui doivent, *in fine*, être supportés par l'activité opérationnelle de la cible.

M. Nijdam a souligné, dans une formule qui résume l'économie politique du phénomène : « *Si la cible fait l'objet de LBO successifs, elle doit également supporter in fine les frais de montage de chacun des LBO, affaiblissant sa santé financière au profit de l'aréopage des intervenants-conseils au seul bénéfice des investisseurs-sortants, et sans retour sur l'activité intrinsèque de l'entreprise* » <sup>(3)</sup>. **C'est tout l'écosystème du LBO (banques d'affaires, cabinets d'avocats, cabinets d'audit et conseils en fusions-acquisitions) qui « prélève sa dîme » sur le tissu productif français.**

M. Loïc Le Noc, secrétaire national à la protection sociale de la CFDT, a parfaitement résumé devant la commission les conséquences pratiques de ces LBO successifs sur les entreprises et leurs salariés : « *Les multiples de valorisation utilisés sont devenus tellement déraisonnables que je ne vois pas comment ces fonds pourront s'en sortir. Le risque est réel qu'ils ne trouvent personne pour racheter très cher des structures déjà fortement pressées. Cerba connaît aujourd'hui son sixième ou septième LBO* <sup>(4)</sup>. *Le poids de la dette augmentant à chaque fois un peu plus, il arrive un moment où il devient humainement et technologiquement impossible de créer suffisamment de ressources. Nous risquons ainsi de subir un certain nombre d'« accidents industriels » :*

---

(1) Réponse écrite de Nicolas Bédu, audition du 22 janvier 2026.

(2) Contribution écrite de Christophe Nijdam, audition du 12 février 2026.

(3) Réponse écrite de Christophe Nijdam.

(4) Le cas de Cerba Healthcare, l'un des plus grands réseaux de laboratoires d'analyse médicale, fait l'objet de développements ultérieurs dans ce rapport.

*les porteurs de dette peuvent, du jour au lendemain, décider d'arrêter les financements. »* <sup>(1)</sup>

Les LBO en série ne créent aucune valeur productive durable : ils transfèrent méthodiquement la valeur de l'entreprise vers une succession d'investisseurs financiers, en l'accablant à chaque étape d'un endettement supplémentaire.

## **B. LE RETOURNEMENT DE CONJONCTURE, RÉVÉLATEUR DES FRAGILITÉS INDUITES PAR LE LBO**

Tant que la conjoncture financière reste favorable (taux d'intérêt bas, valorisations en hausse, etc.), les opérations de LBO peuvent donner l'apparence du succès, en faisant disparaître leurs fragilités structurelles dans la marée montante des prix d'actifs. Ce sont les retournements conjoncturels qui révèlent crûment les vulnérabilités créées par ces montages. La période 2022-2025, caractérisée par une remontée brutale des taux d'intérêt et une dégradation simultanée des conditions économiques de plusieurs secteurs, a fonctionné comme un véritable révélateur.

M. Mathias Thépot, journaliste à *Mediapart*, a résumé cette dynamique : « *Le second problème survient lorsque la conjoncture se dégrade, ce qui est le cas actuellement. Entre 2015 et 2022, des politiques monétaires accommodantes ont inondé les marchés de liquidités et la dette ne coûtait presque rien (...). Aujourd'hui, avec la remontée des taux d'intérêt, l'argent coûte plus cher et il est beaucoup plus coûteux de rembourser une dette. Nous nous retrouvons donc avec un certain nombre d'entreprises malades de leur dette.* » <sup>(2)</sup>

**Cette mécanique a été aggravée, dans la période récente, par l'apparition de comportements collectifs « malsains »** <sup>(3)</sup>. Des fonds qui ne peuvent plus céder leurs cibles avec plus-value adoptent des stratégies dites de « *pretend-and-extend* » <sup>(4)</sup>, avec l'accord de banques prêteuses qui acceptent de rééchelonner les créances LBO douteuses, et de « *continuation funds* » qui consistent, pour un fonds de capital-investissement, à se vendre à lui-même une participation invendable, en levant un

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

(2) *Compte rendu de l'audition du 29 janvier 2026.*

(3) *Contribution écrite de Christophe Nijdam, citant un article du Financial Times du 30 décembre 2025.*

(4) *La stratégie dite de « pretend-and-extend », que l'on pourrait traduire par « faire semblant et prolonger », consiste pour les banques prêteuses à renouveler des prêts dont elles savent la qualité dégradée, plutôt que d'exiger leur remboursement et de forcer le fonds à céder la participation à prix cassé, ce qui obligerait à constater officiellement la perte.*

nouveau fonds auprès de nouveaux investisseurs pour racheter les actifs détenus par un fonds plus ancien <sup>(1)</sup>.

La commission d'enquête note que ces pratiques de revente à des fonds de continuation, qui s'apparentent à des manœuvres de dissimulation de moins-values latentes, prennent, dans le secteur du LBO, une ampleur préoccupante. Selon le *Financial Times* cité par M. Nijdam, environ 20 % des ventes du *private equity* en 2025 auraient relevé de cette pratique, contre 12 % à 13 % l'année précédente : « *Les sociétés de capital-investissement se sont vendues à elles-mêmes à un rythme record en 2025, recourant à une tactique controversée pour conserver leurs actifs alors que les gestionnaires peinaient à trouver des acheteurs ou à coter leurs investissements.* » Ce type de pratique est même questionné par des fonds de pension qui s'inquiètent du fait que, dans ce type de transactions, la même société se trouve à la fois du côté vendeur et du côté acheteur, ce qui est susceptible de créer des conflits d'intérêts.

### **C. KEM ONE : ILLUSTRATION DE LA FRAGILISATION D'UN LEADER FRANÇAIS DU SECTEUR DE LA CHIMIE PAR UNE OPÉRATION DE LBO**

Le cas le plus emblématique de retournement de conjoncture étudié par la commission est celui de Kem One, principal producteur français de PVC et de soude, racheté en 2021 par le fonds américain Apollo dans le cadre d'une opération de LBO. Conduite à un moment où la conjoncture chimique européenne paraissait porteuse, elle s'est rapidement transformée en illustration paradigmatique des fragilités induites par le LBO.

Comptant plus de mille trois cents salariés, Kem One dispose de plusieurs sites industriels en France et fournit notamment les secteurs de la construction, de l'automobile et des infrastructures.

Après que la commission d'enquête a auditionné, le 16 avril 2026, le responsable pour l'Europe des opérations en capital-investissement d'Apollo, votre rapporteure s'est rendue à Lyon, le 24 avril 2026, pour rencontrer à la fois la direction de Kem One et les représentants du personnel.

---

(1) La pratique des continuation funds consiste, pour un fonds qui ne parvient pas à trouver d'acquéreur externe à un prix satisfaisant, à lever un nouveau fonds auprès de nouveaux investisseurs afin de racheter les actifs détenus par ses anciens fonds arrivés à échéance, se retrouvant ainsi simultanément vendeur et acheteur.

### **Apollo Global Management**

Apollo Global Management est l'un des tout premiers gestionnaires mondiaux d'actifs alternatifs, aux côtés de Blackstone et de Brookfield. Fondé en 1990 à New York, Apollo se distingue par un modèle hybride qui combine une plateforme de capital-investissement traditionnelle et une activité de services de retraite adossée à Athènes, compagnie d'assurance-vie intégrée en 2022. Cette architecture lui permet de mobiliser des capitaux dits « perpétuels », qui s'ajoutent aux fonds à durée limitée classiques et constituent l'un des moteurs de sa croissance.

À fin 2025, Apollo détenait, au total, près de 938 milliards de dollars d'actifs sous gestion, dont environ 749 milliards relevant de sa plateforme de crédit – qui constitue le cœur de son modèle. Au 31 mars 2026, Apollo a franchi le seuil symbolique de mille milliards de dollars d'actifs sous gestion, devenant ainsi l'un des rares gestionnaires alternatifs à avoir atteint ce palier.

Comptant plus de 6 100 collaborateurs à travers le monde, Apollo est l'un des pionniers et des acteurs dominants du crédit privé à l'échelle mondiale. Le fonds est actif en France, tant dans des opérations d'acquisition emblématiques – Grand Frais (Prosol), Kem One, Constellium, Verallia, Vallourec – que dans des financements privés accordés à de grands groupes français tels qu'Air France-KLM, EDF ou TotalEnergies.

*Source : Apollo.*

## **1. Un acteur stratégique de la chimie française fragilisé par une succession de restructurations**

La société Kem One est issue de la cession, en 2012, du pôle vinylique du groupe Arkema à l'homme d'affaires Gary Klesch, pour un euro symbolique. Cette reprise s'est rapidement soldée par un échec industriel et financier, le financement nécessaire à la poursuite de l'activité n'ayant pas été assuré. Kem One s'est alors trouvée dans l'incapacité de régler ses fournisseurs dès le début de l'année 2013. L'entreprise a alors été placée en redressement judiciaire en mars 2013.

Le maintien de l'activité a été permis grâce à la mobilisation des pouvoirs publics et de plusieurs acteurs industriels majeurs. Fin 2013, Kem One a finalement été reprise par M. Alain de Krassny. Entre 2014 et 2021, l'entreprise a connu une phase de redressement marquée par une amélioration des conditions de marché, un important programme d'investissements industriels et le lancement de projets stratégiques autofinancés.

C'est dans ce contexte de retour à la rentabilité qu'Apollo Global Management a acquis Kem One fin 2021. L'opération intervient alors que les résultats de l'entreprise sont élevés et que les perspectives de croissance apparaissent favorables.

La stratégie alors affichée par le nouvel actionnaire consiste à accélérer les investissements industriels et à engager une politique de croissance externe.

Toutefois, le déclenchement de la guerre en Ukraine en 2022 et la crise énergétique européenne ont profondément modifié les perspectives du secteur. Dès 2023, le marché européen du PVC connaît une dégradation rapide dans un contexte de baisse de la demande, de hausse des coûts de l'énergie et de concurrence accrue des importations à bas prix en provenance notamment des États-Unis, d'Égypte et d'Asie.

Les représentants du personnel de Kem One soulignent que l'arrivée d'Apollo avait suscité, dès l'origine, de fortes inquiétudes au regard des précédentes opérations menées par le fonds dans l'industrie française, notamment chez Ascometal et Verallia, où des restructurations sociales importantes avaient été constatées. Selon la CGT, le changement d'actionnaire s'est accompagné d'une transformation profonde de la culture de l'entreprise, marquée par un fort *turnover* managérial et par le départ de nombreux salariés, qui ne se reconnaissent plus dans l'identité de l'entreprise et ont le sentiment d'être passés d'une logique industrielle à une logique essentiellement financière.

## **2. Une opération de LBO qui accroît la vulnérabilité financière de l'entreprise**

Le rachat de Kem One par Apollo repose sur une opération classique de LBO. L'opération a été structurée autour d'un apport de 250 millions d'euros en fonds propres par Apollo et de 450 millions d'euros de dette obligataire portée par la holding de reprise (Lune Holdings SARL). À cette dette de holding s'est ajoutée une dette portée directement par Kem One SAS, qui atteint aujourd'hui 275 millions d'euros <sup>(1)</sup>, contre seulement 10 millions d'euros au moment du rachat fin 2021.

Selon la direction de Kem One, cette structuration apparaissait soutenable en 2021 au regard des performances financières alors atteintes, l'Ebitda dépassant alors environ 300 millions d'euros. Toutefois, cette appréciation reposait sur des hypothèses de marché devenues rapidement obsolètes à la suite du retournement conjoncturel de 2022-2023.

Le fonctionnement du LBO conduit, par nature, à faire peser sur l'entreprise productive la nécessité permanente de générer des flux de trésorerie suffisants afin d'assurer le service de la dette. Ainsi, un prêt intragroupe de 420 millions d'euros entre la holding Lune Holdings et Kem One a entraîné le versement d'environ 26 millions d'euros d'intérêts annuels à la holding par Kem One, auxquels se sont ajoutés 15 millions d'euros par an liés au remboursement d'une dette complémentaire contractée début 2025.

---

(1) Ce sont donc 725 millions d'euros de dette qui pèsent directement ou indirectement (via la holding) sur Kem One.

Le paiement des intérêts a finalement dû être suspendu en novembre 2025, compte tenu de la situation financière de l'entreprise.

La logique du LBO impose une forte contrainte financière à l'entreprise. Dans ce type de montage, bien que la dette ait été contractée au niveau de la holding d'acquisition, c'est bien souvent l'entreprise industrielle elle-même qui supporte économiquement les conséquences du levier financier, ses flux de trésorerie étant mobilisés pour assurer le service de la dette du LBO.

Les représentants du personnel de Kem One dénoncent un mécanisme de « financiarisation » de l'entreprise, dans lequel l'endettement sert avant tout l'opération d'acquisition elle-même. Ils estiment qu'un tel niveau d'endettement n'est pas soutenable durablement pour une entreprise de cette nature, qui nécessite des investissements importants pour rester compétitive et sûre. En l'espèce, la CGT et FO soulignent que les besoins d'investissement demeurent significatifs sur plusieurs sites industriels. Dans ce contexte, **le poids de la dette retarde ou limite les investissements nécessaires à la pérennité de l'outil industriel ainsi qu'au maintien de conditions de sécurité satisfaisantes**, dont la dégradation a été signalée à votre rapporteur par les représentants des salariés<sup>(1)</sup>.

Cette situation met en lumière une contradiction inhérente à certains montages de capital-investissement : **les investissements industriels peuvent être soutenus à court terme par l'endettement, mais au prix d'une fragilisation structurelle de l'entreprise lorsque survient un retournement de cycle. L'entreprise doit alors simultanément financer ses investissements, absorber la dégradation de ses marges et assurer le service de sa dette.**

### **3. Une stratégie de croissance interrompue par la crise du secteur chimique européen : l'avenir incertain de Kem One**

La stratégie initialement portée par Apollo reposait sur deux axes : l'accélération des investissements stratégiques et la réalisation d'opérations de croissance externe destinées à accroître la valeur de l'entreprise avant revente. Si plusieurs investissements structurants ont bien été engagés par Kem One, notamment la conversion du site de Fos-sur-Mer à l'électrolyse, Apollo n'a pas apporté de nouveaux fonds propres pour soutenir les investissements de Kem One après le rachat de l'entreprise. Les projets de croissance externe ont, quant à eux, été abandonnés à la suite du retournement des marchés en 2023.

---

(1) La direction de Kem One indique néanmoins que les investissements industriels ont augmenté depuis le rachat par Apollo grâce au recours accru à l'endettement et à la mobilisation de financements complémentaires. Les dépenses d'investissement ont atteint en moyenne 143 millions d'euros par an entre 2022 et 2025, contre 77 millions d'euros sur la période 2014-2021 et environ 40 millions d'euros sous Arkema.

Kem One entre désormais dans une nouvelle phase avec la recherche d'un nouvel actionnaire, Apollo ayant vocation à céder sa participation à court ou moyen terme.

Or, dans le contexte actuel, la dette de 450 millions d'euros associée au LBO apparaît aujourd'hui fortement décotée sur le marché obligataire d'après les représentants syndicaux, ce qui met Kem One en difficulté pour trouver de nouveaux financements. Cette situation fragilise les perspectives de cession du groupe. Une telle configuration favorise généralement l'intervention de fonds spécialisés dans la dette dite « *distressed* », parfois qualifiés de « fonds vautours » (*cf. infra*).

#### 4. Quelques enseignements du cas Kem One

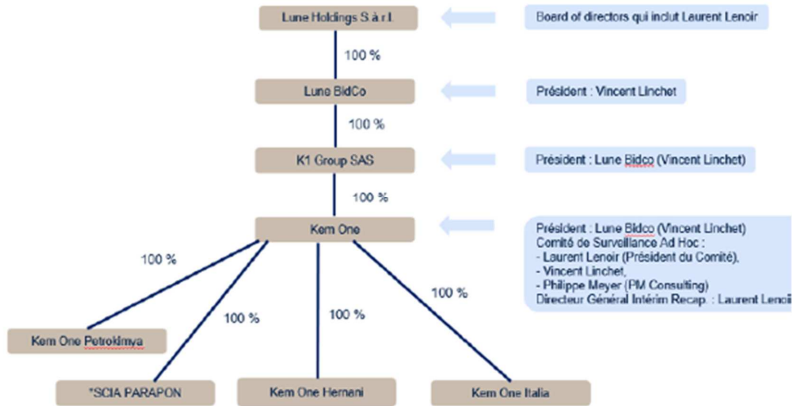
Le cas de Kem One met en lumière les limites du cadre actuel de gouvernance des entreprises faisant l'objet d'opérations de LBO.

La gouvernance du groupe est aujourd'hui structurée autour de plusieurs sociétés holdings (voir schéma ci-après) : la société Lune BidCo SAS, basée en France, constitue la holding animatrice du groupe et concentre le comité exécutif, tandis que K1 Group agit comme holding intermédiaire détenant l'intégralité du capital de Kem One SAS, société opérationnelle exploitant les sites industriels français. Les décisions structurantes sont validées par un conseil d'administration composé de six membres, au niveau de Lune Holdings SARL, qui est basée au Luxembourg.

Cette organisation témoigne d'une centralisation importante des décisions stratégiques et financières au niveau des structures de holding, qui empêche les représentants du personnel d'avoir accès à de nombreuses informations importantes sur Kem One. Le comité exécutif situé au niveau de Lune BidCo définit et met en œuvre la stratégie du groupe et pilote l'activité opérationnelle, tandis que les décisions majeures (orientations stratégiques, budget annuel, acquisitions, cessions ou investissements structurants) relèvent du conseil d'administration situé au niveau de la holding luxembourgeoise.

Les représentants des salariés indiquent disposer d'informations relativement détaillées sur les grandes orientations industrielles. Mais **les informations sont beaucoup plus limitées sur les aspects financiers essentiels** : niveau réel d'endettement consolidé, articulation des holdings, flux intragroupe, contraintes liées au service de la dette ou conséquences concrètes des choix financiers sur les capacités d'investissement futures.

### ORGANISATION DU GROUPE KEM ONE



Source : Force ouvrière Kem One.

Par ailleurs, **les instances représentatives du personnel restent largement consultatives.**

M. Didier Chaix, représentant pour la CGT, indiquait ainsi, lors de son audition devant la commission d'enquête : « *On nous présente des business plans et, chez Kem One, nous ne sommes pas en défaut d'informations, du moins sur la stratégie ; sur l'aspect financier, c'est moins vrai. Mais, en fin de compte, ils font comme ils veulent : quand nous ne sommes pas d'accord, nous ne pouvons que faire des déclarations et voter contre les propositions, mais rien ne les empêche d'avancer.*

*L'État a un rôle important à jouer en donnant un pouvoir bien plus que consultatif aux élus.* »<sup>(1)</sup>. Ainsi, en pratique, les représentants des salariés ne disposent d'aucun moyen pour remettre en question des opérations susceptibles de fragiliser durablement l'entreprise.

Le cas de Kem One interroge également la soutenabilité des montages financiers associés aux opérations de LBO, lorsqu'ils concernent des entreprises industrielles exposées à des cycles économiques et géopolitiques particulièrement instables. En cas de retournement de marché, la dette devient un facteur aggravant des difficultés industrielles, en réduisant les marges de manœuvre financières et en renforçant la pression sur la trésorerie. **Notre rapporteur plaide donc pour un strict encadrement des montages LBO et formule plusieurs propositions en ce sens. Elles font l'objet de développements ultérieurs dans cette partie du rapport.**

(1) Compte rendu de l'audition du 29 janvier 2026.

### **Polytechnyl : le risque d'un « effet domino »**

La situation de Kem One doit être analysée dans le contexte de la fragilisation du secteur français de la chimie. Le 27 avril 2026, le tribunal des activités économiques de Lyon a pris acte de la cession de Polytechnyl, entreprise chimique implantée à Saint-Fons et à Valence, au fonds américain Lone Star pour 10 millions d'euros. L'offre du fonds américain, qui exclut la poursuite de l'activité industrielle, couvre uniquement les brevets, la marque Technyl (valorisée par Lone Star à 10 millions d'euros) et les activités commerciales et de recherche et développement. Seuls 72 salariés sur 547 resteront en poste.

Comme a pu le constater votre rapporteure lors de l'un de ses contrôles, sur pièces et sur place, au ministère de l'Économie, l'offre de Lone Star a fait l'objet d'un contrôle de Bercy au titre de la procédure IEF, puisque Polytechnyl exerce notamment des activités pour des sous-traitants de maîtres d'œuvres industriels du secteur de la défense. Le ministère de l'Économie a délivré une autorisation avec des conditions visant à maintenir en France les activités de recherche et de développement et à protéger les brevets de Polytechnyl. Compte tenu du caractère confidentiel de ces informations, elles ne peuvent être détaillées dans le présent rapport.

Votre rapporteure regrette que les représentants des salariés de Polytechnyl, qui ont rencontré à de multiples reprises les services de l'État, n'aient été davantage soutenus et accompagnés dans le montage de leur offre de reprise. De toute évidence, les procédures actuelles ne sont pas adaptées pour faciliter, dans des délais aussi contraints, les reprises par les salariés dont les moyens (financiers, techniques, humains) sont, par essence, limités (voir partie III).

La décision du tribunal des activités économiques de Lyon concerne directement Kem One : le site de Saint-Fons, qui abritait l'activité de Polytechnyl, fournissait à plusieurs entreprises voisines, dont Kem One, des utilités industrielles essentielles (vapeur, air comprimé, azote et réseau incendie) sans lesquelles certains sites ne peuvent plus produire, voire n'en ont plus légalement le droit. Les représentants syndicaux, que votre rapporteure a rencontrés à plusieurs reprises, redoutent ainsi un « effet domino » : la disparition de Polytechnyl ne représente pas seulement une catastrophe sociale en elle-même, mais elle menace directement la continuité d'exploitation de Kem One (et d'autres usines de la « vallée de la chimie »), déjà fragilisée par son niveau d'endettement.

Ce scénario illustre de manière saisissante comment la logique financière qui préside aux montages de capital-investissement peut générer des externalités industrielles systémiques que ni les actionnaires, ni les créanciers, ni les autorités publiques n'ont anticipées ou prévenues.

## **D. LES EFFETS SUR LES CONDITIONS DE TRAVAIL ET L'ÉCONOMIE LOCALE**

Aux effets financiers documentés plus haut (endettement accru, fragilisation, défaillance plus probable) s'ajoutent des effets sociaux et territoriaux qui constituent l'une des dimensions les plus sensibles de la prédation par les fonds. Votre rapporteure tient à souligner que ces effets ne se limitent pas aux cas médiatisés de plans sociaux ou

de fermetures de sites, qui constituent la part visible de l’iceberg : ils s’expriment surtout dans une transformation profonde des conditions de travail, des relations sociales et de la structure même du tissu productif français.

### 1. Une dégradation des conditions de travail

Le débat académique sur les effets des LBO sur l’emploi est, comme en témoignent les échanges entre les économistes auditionnés par la commission d’enquête, marqué par des résultats contrastés et par le « **biais du survivant** » évoqué plus bas (N. Bédu).

Au-delà du nombre brut d’emplois, c’est sur les conditions de travail et même la santé des salariés que les effets du LBO se font ressentir. Le journaliste Cyprien Boganda dresse, à partir de ses enquêtes de terrain, un tel constat : « *Avec le LBO, vous soumettez votre entreprise à des injonctions de rentabilité à court terme, qui vont se répercuter à toutes les strates de la société (depuis le dirigeant dont la rémunération est indexée sur les performances financières jusqu’au directeur d’usine dont les primes peuvent dépendre du niveau d’Ebitda qu’il réalise).*

« *Les salariés évidemment en font les frais et parlent la plupart du temps d’un “avant/après” passage en LBO : dégradation des conditions de travail, augmentation des cadences, impression de toujours devoir faire plus avec moins, voire perte de sens au travail.* » <sup>(1)</sup>

M. Loïc Le Noc a témoigné de ce phénomène pour les secteurs de la santé privée et de la biologie médicale, particulièrement exposés à la financiarisation par LBO (cf. *infra*) : « *Ces fonds cherchent à réaliser des gains de productivité, qu’il est souvent plus facile de réaliser sur les effectifs. Dans un certain nombre d’activités, on nous impose des horaires de travail de dix ou douze heures, de plus en plus fréquents, lesquels engendrent un coût non négligeable pour la sécurité sociale : ces rythmes ont, en effet, un impact direct sur la santé des salariés à court, moyen et long termes. En outre, les rémunérations ne sont plus suffisamment attractives et les conditions de travail deviennent déplorables.* » <sup>(2)</sup>

**Cette intensification du travail est la conséquence directe de la pression à la rentabilité induite par le service de la dette du LBO.** M. Le Noc a parfaitement résumé l’enchaînement causal : « *La question centrale demeure celle du refus de “partager le gâteau”. La réponse est toujours la même : “Il faut rembourser la dette”. Poussées dans leurs retranchements, les directions reconnaissent qu’elles voudraient bien augmenter les salaires, mais elles objectent que des milliards d’euros sont à*

---

(1) Réponses écrites de M. Boganda.

(2) Compte rendu de l’audition du 26 février 2026.

*rembourser en fin d'année. En réalité, nous n'opérons plus dans un secteur de santé, mais dans un secteur de finance.* » <sup>(1)</sup>

À l'intensification du travail s'ajoute, dans un grand nombre de cas, **la stagnation, voire la dégradation, des rémunérations**. M. Le Noc évoque la situation dans laquelle « *certains diplômés, aides-soignants ou infirmiers dans le lucratif, conservent néanmoins un coefficient conventionnel au Smic* » <sup>(2)</sup>, dans des secteurs pourtant marqués par des tensions de recrutement aiguës. La pression du remboursement de la dette s'accompagne donc, presque mécaniquement, d'un blocage des négociations salariales.

## **2. Des effets en cascade sur l'économie locale et la souveraineté industrielle française**

Les effets des LBO ne s'arrêtent pas aux portes de l'entreprise rachetée. Lorsque celle-ci est implantée dans un territoire, sa trajectoire financière a des répercussions directes sur l'ensemble du tissu économique local : sous-traitants, fournisseurs, commerces ou services publics.

M. Cyprien Boganda a, à cet égard, fourni à la commission des exemples particulièrement parlants : « *Lorsque Vivarte (géant du textile essoré par plusieurs fonds d'investissement) supprime 1 500 emplois en 2015 et ferme des magasins, cela accentue la désertification commerciale de certaines communes, comme Vierzon. De la même façon, quand Verallia (détenu à l'époque par le fonds Apollo) ferme un four à Cognac, en 2020, c'est un coup de tonnerre pour la commune* » <sup>(3)</sup>. Ces effets en cascade sont d'autant plus brutaux que les fonds, très souvent étrangers, notamment américains, opèrent à distance, sans véritable considération pour les écosystèmes industriels et sociaux qu'ils déstabilisent.

M. Christophe Nijdam rappelle que les bassins d'emploi français les plus exposés à ces stratégies de prédation sont, notamment, « *l'industrie automobile (sous-traitants de rang 2, 3), très exposée aux retournements de cycle (...); la métallurgie et la sidérurgie; la distribution spécialisée, fragilisée par le e-commerce; les bassins mono-industriels (par exemple dans l'Est ou le Nord de la France) sont évidemment les plus vulnérables, car la stratégie d'un fonds peut menacer tout un écosystème local* » <sup>(4)</sup>. Les élus locaux, qui devraient en théorie disposer de leviers d'action pour défendre leur région, sont eux-mêmes largement démunis, comme l'a rappelé M. Cyprien Boganda lors de son audition.

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

(2) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

(3) *Réponses écrites de M. Boganda.*

(4) *Réponse écrite de Christophe Nijdam.*

Au-delà des conséquences sociales et locales, l'une des dimensions les plus préoccupantes de l'expansion du LBO est la menace que cette pratique fait peser sur la souveraineté industrielle de la France. Lorsque des entreprises d'importance stratégique des secteurs de la défense, de la pharmacie ou encore de la chimie tombent sous le contrôle de fonds dont l'horizon de revente est de quatre à cinq ans, la pérennité même de leur activité devient subordonnée à des considérations exclusivement financières et à des décisions prises hors du territoire national.

### **III. LE SECTEUR DE LA SANTÉ, CIBLE PRIVILÉGIÉE DES FONDS PRÉDATEURS**

Aucun secteur ne révèle aussi crûment la logique de prédation des fonds spéculatifs que celui de la santé. Aucun n'en illustre aussi clairement les contradictions. Les travaux de la commission d'enquête ont permis de documenter la propagation rapide des opérations de LBO dans le secteur du soin et du grand âge, ainsi que leurs conséquences sur la qualité des soins, les conditions de travail des personnels et la soutenabilité financière du système.

#### **La financiarisation des professions libérales réglementées**

Si les rachats par les fonds d'investissement dans les secteurs de la biologie, de la radiologie et de la médecine vétérinaire ont été les premiers à attirer l'attention des pouvoirs publics, l'Union des entreprises de proximité (U2P) a alerté la commission d'enquête sur l'extension récente de ce phénomène à d'autres professions libérales réglementées. Sont désormais concernés les experts-comptables, les architectes, les géomètres ou encore les experts d'assurance.

Dès lors qu'une prestation peut être standardisée, répétée et débarrassée de sa valeur ajoutée intrinsèque, elle devient susceptible de faire l'objet d'une stratégie de consolidation sectorielle. À cette condition s'ajoutent généralement l'atomisation du secteur concerné, qui offre un gisement de cibles accessibles, et une rentabilité intrinsèque affichée sur plusieurs années.

Le secteur de l'expertise comptable offre l'exemple le plus récent et le plus documenté de survalorisation liée à l'intervention des fonds. La valorisation traditionnelle d'un cabinet s'établissait entre 85 et 100 % du chiffre d'affaires, soit 3,5 à 5 fois l'Ebitda. En moins de vingt-quatre mois, l'intervention des fonds a porté cette valorisation à un minimum de 7 fois l'Ebitda, avec des cas à 12-13 fois, voire 20 fois cet agrégat. Cette multiplication par trois des valorisations résulte d'une phase de consolidation accélérée, amplifiée par les investissements technologiques massifs (digitalisation, intelligence artificielle, facturation électronique) portés par les acquéreurs. Elle soulève la question, non résolue, de savoir à quel niveau de levier et à quel prix ces structures pourront être revendues lors des prochains tours de financement.

Au-delà des effets économiques habituels des LBO, l'U2P pointe deux risques propres aux professions libérales réglementées. Le premier est la perte d'autonomie professionnelle : la concentration des cabinets sous contrôle d'un fonds tend à orienter l'activité vers les actes les plus rentables au détriment de la qualité et de la relation au client ou à l'utilisateur. Le second est la question de la souveraineté des données. Elle se pose avec une acuité particulière pour les éditeurs de logiciels intervenant sur la facturation électronique, dont plusieurs sont déjà détenus par des fonds américains.

Face à ces constats, l'U2P plaide pour un renforcement du rôle des Ordres professionnels, en s'appuyant sur le travail de réflexion engagé par la direction générale des entreprises (DGE) avec les professions libérales.

## **A. L'ACCAPAREMENT DES RESSOURCES DE LA SÉCURITÉ SOCIALE PAR LES FONDS : UN PHÉNOMÈNE EN PLEINE EXPANSION**

Depuis une vingtaine d'années, les secteurs de la santé privée, de la biologie médicale et du grand âge connaissent une financiarisation croissante sous l'effet de l'arrivée massive des fonds d'investissement et du développement des opérations de LBO.

Ces secteurs présentent, du point de vue des investisseurs financiers, plusieurs caractéristiques particulièrement attractives : des revenus largement socialisés, financés essentiellement par l'assurance maladie et les complémentaires santé ; des besoins peu sensibles aux cycles économiques ; des perspectives de croissance soutenues par le vieillissement démographique ; un fort potentiel de concentration sectorielle. La conjugaison de ces facteurs explique pourquoi les secteurs du soin sont devenus, en Europe, la cible privilégiée des fonds de capital-investissement.

M. Loïc Le Noc, secrétaire national à la protection sociale de la CFDT, l'a résumé devant la commission d'enquête en des termes qui, par leur clarté, méritent d'être repris *in extenso* : « *Les fonds spéculatifs se livrent à une guerre sans merci pour acquérir les entreprises du secteur : cliniques, établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes (Ehpad), cabinets de biologie et de radiologie, cabinets médicaux, pharmacies... Ces stratégies s'expliquent par l'attrait d'un secteur où le risque d'impayé est presque inexistant, les recettes provenant majoritairement de l'assurance maladie et des assurances complémentaires.* » <sup>(1)</sup>

Le diagnostic est partagé par M. Olivier Darmouni, professeur à HEC : « *Les secteurs stratégiques tels que la santé, l'éducation ou l'armement sont particulièrement exposés aux opérations de LBO. Leur vulnérabilité tient à leur moindre compétitivité, souvent liée à une forte protection étatique. Cette situation attire des fonds en quête de*

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

*rendements rapides car la présence de l'État réduit le risque ultime de faillite : lorsqu'une entreprise est sauvée, l'actionnaire conserve une partie de sa mise »* <sup>(1)</sup>. La commission d'enquête souligne avec force la portée politique de cette analyse. Elle révèle l'existence d'un aléa moral au cœur des opérations de LBO conduites dans les secteurs stratégiques : les fonds parient sur le fait que l'État interviendra *in fine* pour éviter une faillite susceptible d'avoir des conséquences sociales ou sanitaires majeures. C'est l'État, donc le contribuable et les usagers, qui supporte une partie du risque que prennent les fonds, selon le schéma désormais bien identifié de la privatisation des profits et de la socialisation des pertes.

M. Ludovic Phalippou complète ce constat par une analyse particulièrement préoccupante : dans les secteurs non concurrentiels, **l'obsession du profit propre aux fonds de LBO entre directement en collision avec les intérêts des patients**. « *Dans les secteurs non concurrentiels, la situation se dégrade. Aux États-Unis, en Angleterre, aux Pays-Bas, les fonds investissent dans les hôpitaux, les cliniques vétérinaires, les cabinets dentaires, les crèches et les maisons de retraite. Dans ce cadre, l'obsession du profit se heurte à la plus grande vulnérabilité des patients ou des clients.*

*« Le propriétaire d'un chien malade paiera, quel que soit le tarif ; un patient acceptera des soins coûteux chez le dentiste, sans discuter. (...) Les dérives sont documentées, comme l'incitation à pratiquer des actes médicaux plus rémunérateurs. »* <sup>(2)</sup>

L'ampleur du phénomène en France est aujourd'hui considérable. Selon le rapport conjoint de l'Inspection générale des affaires sociales (Igas) et de l'Inspection générale des finances (IGF) publié en 2025, **les fonds de capital-investissement ont, à eux seuls, investi en fonds propres plus de quatre milliards d'euros dans le secteur français de l'offre de soins entre 2020 et 2024**, hors investissements directs des investisseurs institutionnels et, surtout, hors financement en dette financière et en dette convertible, dont les volumes ne sont pas même connus du régulateur <sup>(3)</sup>. Sur la seule période 2020-2022, les montants investis par le capital-investissement dans les services de soins (4,4 milliards d'euros) ont été multipliés par six par rapport à la période 2017-2019 (759 millions d'euros) <sup>(4)</sup>.

Cette dynamique s'est traduite par **une accélération brutale de l'endettement du secteur de l'offre de soins**. Les données reprises par le rapport Igas-IGF établissent que **le taux d'endettement brut du secteur de la santé a atteint 138 % en 2023**, contre 88 % en moyenne pour l'ensemble de l'économie française. Le rapport souligne

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 22 janvier 2026.*

(2) *Compte rendu de l'audition du 22 janvier 2026.*

(3) *Igas-IGF, Causes et effets de la financiarisation du système de santé, mai 2025, p. 1.*

(4) *Igas-IGF, ibid, p. 7.*

lui-même que « *le niveau d'endettement atteint, aujourd'hui préoccupant, pourrait, compte tenu des besoins d'investissement actuels et à venir, devenir critique en cas de tarissement des apports en fonds propres* » <sup>(1)</sup>. La commission d'enquête observe que ces chiffres confirment de manière particulièrement nette le diagnostic d'une fragilisation financière systémique des secteurs du soin sous l'effet de l'intervention des fonds.

Cette financiarisation se traduit, dans le fonctionnement quotidien des établissements, par ce que M. Le Noc qualifie de véritables « pompes aspirantes » : « *Les laboratoires et les cliniques dégagent pourtant des profits importants, mais ils doivent contribuer à taux plein au remboursement des dettes des holdings par le biais de loyers, de management fees et de l'ensemble des frais de siège et de centrales d'achat. Ces mécanismes agissent comme de véritables pompes aspirantes sur leur trésorerie, issue à 90 % de la sécurité sociale.* » (cf. *infra*) <sup>(2)</sup>.

Pire, l'opacité de ces montages est très largement entretenue. Le secret des affaires est régulièrement opposé aux demandes d'information, alors même que **les ressources mobilisées proviennent majoritairement de la solidarité nationale**. Il en résulte une dépossession démocratique : **ni les pouvoirs publics, ni les agences régionales de santé, ni les caisses d'assurance maladie, ni la représentation nationale ne sont aujourd'hui en mesure de mesurer précisément la part des financements de la sécurité sociale captée par ces stratégies financières.**

M. Le Noc a bien résumé la situation lors de son audition : « *En réalité, nous n'opérons plus dans un secteur de santé, mais dans un secteur de finance.*

« *Ce n'est pas un hasard si de gros opérateurs financiers comme KKR sont à l'affût : ils achètent cher, avec la certitude presque absolue de pouvoir revendre encore plus cher. Pendant ce temps, la sécurité sociale est mise à contribution pour payer la dette liée à l'acquisition initiale. Nous sommes face à un système devenu fou, où le retour sur investissement prime sur les besoins de santé de la population.* » <sup>(3)</sup>.

Les fonds eux-mêmes ne s'y trompent pas. M. Mathias Burghardt, directeur général délégué d'Ardian, a parfaitement reconnu cette difficulté lorsqu'il a expliqué la prudence de son fonds dans le secteur des Ehpad : « *Il existe des secteurs où, d'une manière générale, c'est très délicat. Je pense par exemple aux maisons de retraite. Chaque fois que vous êtes face à une population vulnérable, c'est très difficile (...). Pour cette raison, historiquement, nous avons été très prudents sur les secteurs que je viens de citer, chaque fois que des personnes en situation de dépendance sont impliquées.*

---

(1) Igas-IGF, *ibid.*, p. 2.

(2) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

(3) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

*D'autres de nos concurrents ont estimé qu'ils pouvaient, eux, concilier ces deux impératifs, peut-être parce qu'ils avaient un savoir-faire particulier ou pour des raisons qui leur appartiennent. Nous, nous ne savons pas faire.* » <sup>(1)</sup> L'aveu est d'une lucidité remarquable. **Lorsqu'un grand acteur du capital-investissement français reconnaît publiquement qu'il a renoncé à investir dans le grand âge faute de pouvoir y concilier rentabilité et qualité du service, le doute n'est plus permis sur la nature des compromis acceptés par ceux de ses concurrents qui ont fait, eux, le choix inverse.**

## **B. UNE ANALYSE COMPARÉE DE PLUSIEURS SECTEURS DE LA SANTÉ : BIOLOGIE, RADIOLOGIE, OPHTALMOLOGIE ET VÉTÉRINAIRES**

La pénétration des fonds dans la santé n'a pas été uniforme. Elle s'est diffusée, secteur après secteur, selon une chronologie qui commence par la biologie médicale au début des années 2010, se poursuit par la radiologie après 2020 et touche désormais l'ophtalmologie et certaines spécialités vétérinaires.

La présente section se focalise sur ces secteurs qui ont été discutés dans le cadre d'une table-ronde organisée par la commission. Pour autant, elle n'épuise pas les problématiques relatives à la financiarisation du système de santé qui touchent, entre autres, les pharmacies d'officine <sup>(2)</sup>.

### **1. La biologie médicale : un secteur entièrement transformé par la financiarisation**

La biologie médicale française a été le premier secteur du soin à être profondément transformé par l'arrivée des fonds d'investissement.

Le docteur François Blanchecotte, président du Syndicat des biologistes (SDBIO), a livré, devant la commission d'enquête, une analyse particulièrement éclairante des causes de cette transformation, insistant sur la responsabilité des choix de politique publique : *« Notre conviction est que la politique publique française a elle-même conduit à une financiarisation de notre système de santé. Les fonds d'investissement sont entrés dans notre secteur il y a plusieurs années, et la vraie question à se poser est de savoir ce qui a provoqué leur arrivée dans le secteur de la biologie. Deux phénomènes se sont conjugués : une politique assumée par les pouvoirs publics, qui remonte à la loi Bachelot [de 2009] <sup>(3)</sup>, et une accréditation normative très*

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 23 avril 2026.*

(2) *Le lecteur pourra utilement se reporter à d'autres travaux menés sur la question de la financiarisation du système de santé, notamment au rapport de la mission Igas-IGF sur les causes et les effets de la financiarisation du système de santé (2025).*

(3) *Loi n° 2009-879 du 21 juillet 2009 portant réforme de l'hôpital et relative aux patients, à la santé et aux territoires.*

*forte, qui a conduit les laboratoires à se concentrer. L'objectif de cette normalisation et de ces contrôles était de parvenir à une concentration du secteur pour réaliser des économies d'échelle. En effet, notre secteur d'activité connaît des baisses de tarifs itératives depuis plus de seize ans. »* <sup>(1)</sup>

L'imposition d'exigences normatives toujours plus importantes (accréditation Cofrac, plateaux techniques, équipements automatisés) a généré des besoins capitalistiques que les biologistes ne pouvaient pas, individuellement, assumer. Restaient, faute d'alternatives, « *les fonds d'investissement* ». Le résultat est aujourd'hui spectaculaire : sept grands groupes, dont six adossés à des banques et à des fonds d'investissement, concentrent désormais l'essentiel de la biologie médicale extra-hospitalière, ne laissant qu'environ 23 % du secteur aux laboratoires dits « indépendants » <sup>(2)</sup>.

Parallèlement à cette concentration, l'État a conduit une politique de baisse tarifaire continue. Le docteur Blanchecotte rappelle que « *en baissant successivement les tarifs, de 2014 à 2024, l'État a réalisé une économie d'environ 10 milliards d'euros sur les tarifs de la biologie* » <sup>(3)</sup>, le mouvement s'étant accéléré récemment : « *Notre dernière baisse très importante a eu lieu le 11 septembre 2024 : 360 millions d'euros à restituer sur un chiffre d'affaires de 3,785 milliards, soit 8,3 % de notre activité* » <sup>(4)</sup>. C'est précisément cette accélération inattendue des baisses tarifaires qui révèle l'incompatibilité fondamentale entre une logique de LBO à fort levier et les caractéristiques économiques du secteur de la biologie, comme en témoigne le cas de Cerba Healthcare, racheté en 2021 par EQT Partners France (*cf. infra*).

L'inflation des prix de cession sous l'effet de l'entrée des acteurs financiers est elle aussi spectaculaire. Alors qu'historiquement la vente d'un laboratoire entre praticiens, par exemple lors d'un départ en retraite, se faisait autour de 1,5 à 2 fois l'Ebitda, le rapport Igas-IGF confirme que les achats de laboratoires indépendants ont atteint jusqu'à 13 à 14 fois l'Ebitda au plus fort de la vague d'achats (2018-2020) <sup>(5)</sup>.

La fixation des prix sur la base de multiples d'Ebitda plus élevés que ceux pratiqués jusqu'alors a, de l'avis général des acteurs médicaux et non médicaux interrogés par la mission, été « *un facteur déterminant de l'accélération de la concentration* » en créant « *une très forte incitation patrimoniale à vendre* » <sup>(6)</sup>. Votre rapporteure y voit la confirmation que **l'arrivée des fonds n'a pas seulement**

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 23 avril 2026.*

(2) *Compte rendu de l'audition du 23 avril 2026.*

(3) *Compte rendu de l'audition du 23 avril 2026.*

(4) *Ibid.*

(5) *Rapport Igas-IGF précité, p. 28.*

(6) *Rapport Igas-IGF précité, p. 28.*

**accompagné un mouvement de consolidation préexistant : elle l'a accéléré, par une logique purement financière de monétisation patrimoniale, déconnectée de toute considération sanitaire.**

La Caisse nationale de l'assurance maladie (Cnam) ajoute à ce constat un point particulièrement préoccupant. Si le nombre de sites de prélèvement n'a pas diminué, la Caisse souligne que cette croissance s'est principalement opérée selon une logique économique de captation de parts de marché : ne pouvant se faire concurrence sur les prix, les groupes de laboratoires ont adopté une « *stratégie de course aux sites* » en ouvrant des sites de prélèvement dans des zones déjà bien dotées, « *de manière déconnectée des besoins de soins de la population* »<sup>(1)</sup>. La Cnam observe en outre une « *fragilité financière de certains sites de prélèvement implantés dans des zones où opèrent déjà d'autres sites de prélèvement, et dont la fermeture ne remettrait pas en cause l'accessibilité territoriale à la biologie* »<sup>(2)</sup>. Votre rapporteure y voit la manifestation typique d'une dynamique capitalistique générant un investissement abondant, mais mal orienté : non pas une amélioration de la couverture des besoins, mais une accumulation concurrentielle inefficace susceptible de produire, dans un second temps, une vague de fermetures.

La poursuite de la financiarisation de la biologie médicale est-elle inéluctable ? Le docteur Blanchecotte a apporté des éléments de réponse à la commission d'enquête : « *Les fonds sont venus en tant qu'investisseurs pour y trouver une rentabilité. Cependant, nous constatons au fil des années que cette rentabilité s'étiole. Aujourd'hui, plusieurs fonds souhaitent se retirer, mais ne le peuvent pas, car personne ne veut réinvestir derrière eux.* »<sup>(3)</sup> Ce constat révèle l'impasse dans laquelle la politique conduite par les autorités a elle-même contribué à enfermer le secteur : en imposant, depuis 2008, des exigences normatives croissantes qui ont contraint les biologistes à se regrouper, puis en pratiquant depuis 2014 des baisses tarifaires significatives, elles ont rendu le recours aux fonds quasi inévitable, faute d'alternative publique.

**La puissance publique se retrouve aujourd'hui face au risque symétrique : celui d'un retrait désordonné de ces mêmes fonds**, sans reprenneur identifiable. Le docteur Blanchecotte a lui-même alerté la commission d'enquête sur ce que cette fragilité implique concrètement : « *Aujourd'hui, le système est au bord de la rupture. Un certain nombre d'entreprises, et non des moindres, sont en redressement judiciaire en France. La question de santé publique que je vous pose est la suivante : que se passe-t-il si un laboratoire qui traite 3 000 patients par jour ferme demain ? Qui prendra en charge ces patients ? L'hôpital du coin ?* ». La commission d'enquête ne peut éluder

---

(1) Réponses écrites de la Cnam précitées, p. 15-16.

(2) Ibid., p. 16.

(3) Compte rendu de l'audition du 23 avril 2026.

cette question : ce que la financiarisation a construit en vingt ans, elle pourrait le défaire en quelques années, non pas par une délocalisation, mais par une défaillance financière aux conséquences sanitaires immédiates pour la population.

## 2. La radiologie : une financiarisation qui s'accélère

La radiologie a été la deuxième spécialité à être prise pour cible par les fonds d'investissement, à un moment où l'accélération des cessions a coïncidé avec une période de taux d'intérêt historiquement bas.

Le docteur Franck Clarot, membre du bureau national de la Fédération nationale des médecins radiologues (FNMR), a précisé devant la commission d'enquête le contexte économique du secteur : « *Après les biologistes, les fonds d'investissement se sont tournés vers l'imagerie, notamment parce que c'est une spécialité technique. Au moment où les taux d'intérêt étaient faibles, vers 2022-2023, un certain nombre d'opérations se sont réalisées. En France, la dépense en imagerie représente environ 10 milliards d'euros, dont 4 milliards dans le secteur public et 6 milliards dans le privé, pour un total de 100 millions d'actes par an.* » <sup>(1)</sup>

La mission Igas-IGF identifie, dans ce secteur, seize investisseurs financiers non professionnels de santé. Ces investisseurs sont presque tous français, à l'exception d'un acteur britannique (L-GAM) <sup>(2)</sup>. La part des acteurs financiers dans le secteur de la radiologie est aujourd'hui estimée entre 15 et 25 % <sup>(3)</sup>, la consolidation y étant à un stade moins avancé que dans la biologie. Là encore, l'inflation des prix de cession a été spectaculaire : les cabinets de radiologie se sont vendus, pour les maxima atteints au cours des dernières années, autour de 15 fois l'Ebitda <sup>(4)</sup>, soit des niveaux de valorisation que les marges opérationnelles du secteur, désormais soumis à des baisses tarifaires, paraissent difficilement en mesure de soutenir dans la durée.

Pour le docteur Clarot, la combinaison d'une non-revalorisation des tarifs depuis vingt ans et d'une hausse des coûts de production peuvent expliquer, au moins en partie, la cession de certains cabinets à des fonds, faute pour les praticiens de disposer d'alternatives.

À cette pression économique s'ajoute, comme l'a relevé M. François Jerphagnon (société de gestion Ardian) devant la commission d'enquête, une demande

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 23 avril 2026.*

(2) *Réponses écrites de la Cnam, reprenant le rapport Igas-IGF, annexe I – fiche 3.*

(3) *Rapport Igas-IGF précité, p. 6.*

(4) *Réponses écrites de la Cnam, reprenant le rapport Igas-IGF précité, p. 28.*

publique d'économies dans la radiologie : « *Un effort de 300 millions d'euros est demandé à ces sociétés sur les trois prochaines années* » <sup>(1)</sup>.

La trajectoire de la radiologie risque ainsi de reproduire celle de la biologie, d'autant plus que l'Ordre des radiologues ne dispose pas de moyens pour contrôler les montages financiers. Le docteur Clarot a rappelé que, « *depuis deux ou trois ans, l'Ordre est censé recevoir l'intégralité des documents lors du montage d'une société (...) et exercer ce contrôle. Le problème est qu'il nous indique ne pas avoir les moyens financiers ni humains pour examiner certains documents* » <sup>(2)</sup>. Pour votre rapporteure, le renforcement des prérogatives et des moyens humains et juridiques des Ordres des professions de santé et, plus généralement, des professions réglementées, est indispensable si l'on souhaite maîtriser le développement de sociétés financiarisées, potentiellement contrôlées par des fonds d'investissement, et garantir l'indépendance des professionnels de santé.

### **3. L'ophtalmologie : un terrain « idéal » pour les acteurs financiers**

L'ophtalmologie représente la première spécialité clinique non prescrite (c'est-à-dire dans laquelle les patients accèdent directement aux soins, sans recours préalable au médecin traitant) à être touchée par la financiarisation.

Le docteur Julien Bullet, président du Syndicat national des ophtalmologistes de France (SNOF), a posé devant la commission d'enquête un diagnostic précis : « *L'ophtalmologie associée clinique, examens complémentaires, actes techniques et chirurgie. Elle a connu une évolution importante depuis vingt-cinq ans, avec des outils diagnostiques et thérapeutiques sophistiqués qui nécessitent un investissement conséquent, similaire à celui d'une IRM pour un cabinet de trois ou quatre ophtalmologistes (...). Néanmoins, notre spécialité à fort investissement et à pratique optimisée est un terrain de jeu idéal pour les acteurs financiers.* » <sup>(3)</sup>

L'expression « *terrain de jeu idéal* » employée par le docteur Bullet n'a rien d'une coquetterie. Elle signe l'aveu, par les praticiens eux-mêmes, du fait que leur spécialité, même si elle n'est concernée qu'à la marge à ce stade, réunit toutes les caractéristiques recherchées par les fonds : forte intensité capitalistique, actes techniques bien valorisés, demande croissante portée par le vieillissement et faible barrière de prescription. De toute évidence, la pénétration des fonds dans le secteur de l'ophtalmologie n'en est qu'à ses débuts.

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 23 avril 2026.*

(2) *Compte rendu de l'audition du 23 avril 2026.*

(3) *Compte rendu de l'audition du 23 avril 2026.*

#### 4. Les vétérinaires : la financiarisation de la santé de nos animaux

Le secteur vétérinaire constitue un cas singulier, en ce qu'il se distingue des autres sous-secteurs étudiés sur un point essentiel : ses recettes ne proviennent pas de la sécurité sociale, mais des clients eux-mêmes. Cette différence de financement n'a cependant pas exonéré le secteur de la financiarisation.

M. David Quint, président du Syndicat national des vétérinaires d'exercice libéral (SNVEL), a retracé devant la commission une trajectoire désormais classique : *« L'arrivée de la financiarisation dans notre profession est récente, mais les mutations qui y ont conduit datent d'une trentaine d'années (...). En 2010, avec la transposition de la directive Services, l'essor des sociétés multsites et le décret sur les sociétés de participations financières de professions libérales (SPFPL) ont permis l'émergence de groupes, d'abord 100 % vétérinaires. Après 2015, des financiers sont entrés dans le paysage, soit en créant de nouvelles structures, soit en investissant dans des groupes existants. »* <sup>(1)</sup>

L'accélération a été spectaculaire au cours des sept dernières années et M. Quint a présenté à la commission d'enquête des chiffres particulièrement parlants : *« En 2019, 2 % des vétérinaires exerçaient dans un groupe ; en 2022, ils étaient 19 %, et aujourd'hui, ils sont environ 35 % dans le secteur des animaux de compagnie. »* <sup>(2)</sup>

En sept ans, la part des vétérinaires exerçant en groupe a ainsi été multipliée par plus de dix-sept dans le secteur des animaux de compagnie. Ce mouvement est, dans une large mesure, le produit de l'entrée de fonds d'investissement, attirés par la rentabilité du secteur et l'absence de tout risque d'impayé du fait de l'attachement émotionnel entre le propriétaire et son animal. Pour reprendre les termes du professeur Phalippou, « le propriétaire d'un chien malade paiera, quel que soit le tarif » <sup>(3)</sup>

Cette financiarisation a eu pour effet une perte d'indépendance des praticiens, contestée jusque devant le Conseil d'État. M. Quint a indiqué : *« Nous avons connu les mêmes problématiques de perte d'indépendance. L'Ordre des vétérinaires a attaqué plusieurs sociétés et prononcé des radiations en raison de pactes d'associés qui organisaient les droits de vote au profit de l'actionnaire non vétérinaire. Malheureusement, les délais de traitement des recours par le Conseil d'État ont été très longs. Ce n'est qu'en 2024 que le Conseil d'État a confirmé une bonne partie des décisions de l'Ordre »* <sup>(4)</sup>. Il est regrettable que le délai de traitement des recours juridictionnels (près de six ans, de l'entrée massive des fonds en 2018 à la confirmation

---

(1) Compte rendu de l'audition du 23 avril 2026.

(2) Compte rendu de l'audition du 23 avril 2026.

(3) Compte rendu de l'audition du 22 janvier 2026.

(4) Compte rendu de l'audition du 23 avril 2026.

de 2024) ait permis aux opérations financières d'atteindre un point d'irréversibilité, avant même que le cadre juridique ne soit clarifié.

Votre rapporteure souscrit pleinement à l'une des propositions défendues par l'U2P devant la commission d'enquête : les Ordres doivent pouvoir exiger, comme l'a fait l'Ordre des vétérinaires, la communication du pacte d'actionnaires, et ce avant toute reconnaissance de la poursuite d'activité lors de l'entrée d'un fonds au capital d'une structure libérale réglementée. Une telle obligation permettrait aux Ordres de se prononcer sur la compatibilité des conditions réelles de gouvernance avec les règles déontologiques de la profession en amont de l'opération.

L'ordonnance n° 2023-77 du 8 février 2023 relative à l'exercice en société des professions libérales réglementées constitue une première avancée en la matière : son article 44 impose que l'Ordre soit notifié annuellement de toute évolution dans la composition du capital d'une SEL ainsi que de l'ensemble des clauses relatives à la gouvernance et à la détention des droits de vote. Cette disposition ne prévoit toutefois qu'une information *a posteriori* à périodicité annuelle et non un examen préalable du pacte d'actionnaires, conditionnant la poursuite d'activité. Il est donc proposé de compléter et de renforcer ce dispositif, d'autant que ses décrets d'application étaient encore en cours d'élaboration au moment de la préparation du présent rapport.

**Recommandation n° 1 : Reconnaître aux Ordres des professions libérales réglementées le droit d'obtenir communication du pacte d'actionnaires préalablement à toute décision d'agrément ou de reconnaissance de la poursuite d'activité, lorsqu'un fonds entre au capital d'une structure exerçant une profession libérale réglementée, afin de garantir le respect des règles déontologiques et la bonne conduite de l'exercice professionnel.**

\*

Au-delà de leurs spécificités sectorielles, les représentants des professions auditionnées ont formulé une convergence d'analyse particulièrement frappante. **La trajectoire de la biologie médicale (concentration, financiarisation, pression tarifaire, fragilité financière) fonctionne, selon leurs termes, comme un signal d'alarme pour les autres secteurs.** Le docteur Bullet l'a synthétisée en une phrase (à propos de l'ophtalmologie) : « *La montée en puissance de très grosses structures leur donne un poids qui n'est pas dans l'intérêt [de la puissance publique] à moyen terme. Le gain à court terme, comme avec la biologie, peut s'avérer un mauvais calcul dix ans plus tard* » <sup>(1)</sup>.

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 23 avril 2026.*

**Surtout, l'ensemble des intervenants a déploré la lenteur des pouvoirs publics à comprendre, anticiper et réguler ces évolutions.** Comme l'a souligné M. Quint à propos des vétérinaires, « *la clarification apportée par le Conseil d'État a finalement amené des limites importantes, y compris pour les vétérinaires indépendants, mais les délais de traitement doivent absolument être améliorés* » <sup>(1)</sup>.

Pendant les délais d'instruction des recours, les opérations financières atteignent un point d'irréversibilité et, lorsque le juge tranche enfin, c'est souvent pour constater des situations devenues impossibles à réformer sans crise majeure.

**L'impuissance de l'État et de la sécurité sociale se manifeste également dans les lacunes profondes de l'information disponible.** Auditionnée par votre rapporteure, la Cnam n'a pas, aujourd'hui, la capacité de distinguer les structures détenues par des fonds de celles qui ne le sont pas et ne dispose pas, à ce jour, des données nécessaires pour produire une cartographie consolidée des structures détenues ou contrôlées par des fonds dans les secteurs de la biologie médicale, de la radiologie, de l'ophtalmologie, du dentaire et de la pharmacie.

Les systèmes d'information de l'assurance maladie ne permettent pas, en l'état actuel, de distinguer les structures détenues directement ou indirectement par des fonds d'investissement de celles qui ne le sont pas, ni de mesurer l'effet propre de la financiarisation sur les pratiques observées. Les remontées de dividendes, les intérêts de dette LBO, les *management fees* et les flux des centrales d'achat sont invisibles pour l'assurance maladie <sup>(2)</sup>. Ainsi, l'assurance maladie, qui paie l'essentiel de la facture des soins, n'a pas, à ce jour et près de quinze ans après les premières opérations de LBO dans la biologie médicale, la cartographie et les outils analytiques lui permettant d'objectiver les conséquences financières et sanitaires de la financiarisation.

Votre rapporteure relève toutefois que la Cnam pourrait, à partir de l'exploitation de la base de données Orbis <sup>(3)</sup> à laquelle elle a accès depuis le mois de mars 2026, explorer les liens des offreurs de soins avec les fonds d'investissement et dresser une cartographie détaillée des structures du secteur de la santé (biologie médicale, radiologie, ophtalmologie, dentaire, pharmacie, *etc.*) détenues, directement ou indirectement, par des fonds d'investissement <sup>(4)</sup>. Cette cartographie pourrait retracer, pour chaque structure identifiée, les éléments suivants : identité du ou des fonds détenteurs, niveau de participation directe et indirecte au capital, structure de la dette

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 23 avril 2026.*

(2) *Réponses écrites de la Cnam.*

(3) *Orbis est une base de données commerciale éditée par le Bureau van Dijk (groupe Moody's) qui agrège des informations financières, juridiques et capitalistiques sur plusieurs centaines de millions d'entreprises dans le monde, permettant notamment de reconstituer les chaînes de détention et les structures d'actionnariat des groupes.*

(4) *Réponses écrites de la Cnam.*

d'acquisition, montants des dividendes remontés vers la holding, intérêts de dette LBO, etc.

**Recommandation n° 2 : Élaborer une cartographie détaillée et régulièrement actualisée par la Cnam des structures du secteur de la santé détenues par des fonds d'investissement.**

### C. PLUSIEURS CAS EMBLÉMATIQUES DE LA FINANCIARISATION

Au-delà du panorama sectoriel, deux dossiers concentrent à eux seuls l'ensemble des pathologies que les développements précédents ont décrites : Cerba Healthcare, dans la biologie médicale, et Colisée, dans le grand âge. La commission d'enquête a auditionné, à cet effet, les représentants du fonds EQT et des représentants syndicaux des deux groupes (CFDT, CFTC). Ces deux dossiers méritent un examen approfondi, en ce qu'ils sont l'un et l'autre des révélateurs de la dynamique destructrice des LBO appliqués aux secteurs financés par la solidarité nationale. Les cas de Ramsay Santé et Almaviva Santé témoignent quant à eux de la financiarisation croissante du secteur de l'hospitalisation privée lucrative.

#### **Le fonds EQT**

EQT est une société d'investissement suédoise, fondée en 1994, qui finance et accompagne le développement d'entreprises et d'actifs, pour la plupart non cotés. EQT est le premier acteur européen du capital-investissement et le deuxième au niveau mondial, en montant de capitaux levés au cours des cinq dernières années. EQT gère environ 270 milliards d'euros d'actifs pour le compte de ses investisseurs. EQT compte 1 900 employés dans le monde, dont la majorité travaille en Europe. En France, EQT a ouvert un bureau à Paris en 2019 ; EQT France compte aujourd'hui une trentaine de collaborateurs. EQT est actionnaire de plus de trois cents sociétés, qui emploient plus d'un demi-million de personnes dans le monde.

EQT France SAS a généré en 2025 un chiffre d'affaires et un bénéfice net s'élevant respectivement à 29,6 millions d'euros et à plus de 930 000 euros.

Hors *start-up*, les principales entreprises françaises en portefeuille sont Believe (plateforme numérique de distribution et de services pour artistes et labels indépendants du secteur de la musique), Cerba (réseau de laboratoires de biologie médicale), Colisée (réseau d'établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes), Ocea (solutions de gestion et d'optimisation des consommations d'eau et d'énergie dans l'immobilier), Saur (services de gestion de l'eau et des infrastructures associées), Trescal (services d'étalonnage et de métrologie pour les industries critiques) et Waga Energy (production de biométhane à partir de gaz de décharge). Les entreprises françaises sous gestion représentent une valeur d'environ 5 milliards d'euros.

*Source : EQT.*

## 1. Cerba Healthcare : la financiarisation de la biologie médicale et l'impasse des LBO successifs

Le cas de Cerba Healthcare illustre de manière particulièrement spectaculaire l'évolution du secteur de la biologie médicale française. Depuis le début des années 2000, le groupe a connu une succession ininterrompue d'opérations de LBO : Cerba en est aujourd'hui à son sixième LBO <sup>(1)</sup>. Initialement développé autour d'un acteur spécialisé de la biologie médicale, le groupe a progressivement été repris par différents fonds d'investissement qui ont successivement augmenté sa valorisation et son endettement.

Comme l'a rappelé M. Christophe Nijdam lors de son audition, la valorisation du cinquième LBO atteignait environ 1,8 milliard d'euros, avant de bondir à 4,5 milliards d'euros lors du rachat par le fonds suédois EQT en 2021.

Les seuls « coûts de friction » liés aux opérations financières successives (banques d'affaires, cabinets d'audit, avocats, fiscalistes, commissions diverses) auraient représenté près de 300 millions d'euros cumulés au fil des LBO <sup>(2)</sup>. **Ces sommes considérables ont dû être extraites de l'activité même des laboratoires et donc, indirectement, des ressources issues de l'assurance maladie.**

Le rachat de Cerba par EQT en 2021 constitue l'un des exemples les plus emblématiques des excès observés pendant la période post-covid. L'opération a été réalisée sur la base d'une valorisation d'environ 4,5 milliards d'euros, soit environ **treize fois l'excédent brut d'exploitation (EBE)**. Selon les éléments communiqués par EQT devant la commission d'enquête, la structure de financement reposait sur un peu plus de 50 % de dette et un peu moins de 50 % de fonds propres. La dette atteignait dès l'origine 2,5 milliards d'euros, pour un EBE de 365 millions d'euros, soit un **ratio dette nette/EBE de 6,7** <sup>(3)</sup>. Un tel niveau de levier apparaît particulièrement élevé pour une activité relevant directement du système de santé et financée très majoritairement par des ressources publiques socialisées.

Les objectifs initiaux d'EQT reposaient sur plusieurs hypothèses : poursuite de la consolidation du secteur, développement international, croissance de la médecine préventive et maintien d'une rentabilité élevée de la biologie médicale. Des acquisitions ont effectivement été réalisées en Italie et aux Pays-Bas, notamment avec Lifebrain et Cerba Research.

---

(1) Contribution écrite de Christophe Nijdam.

(2) Compte rendu de l'audition du 12 février 2026.

(3) Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.

Mais les hypothèses financières du LBO se sont rapidement heurtées à la réalité économique du secteur. Après les profits exceptionnels générés pendant la crise sanitaire, les baisses de tarifs décidées par la Cnam ont été beaucoup plus fortes qu'anticipé : les tarifs de la biologie médicale ont chuté de 17 % cumulés sur les seules années 2023 et 2024, alors que le plan d'affaires tablait sur des baisses annuelles limitées à environ 2,5 %. M. Nicolas Brugère, directeur du bureau de Paris d'EQT Partners France, l'a explicitement reconnu lors de son audition : « *Il est clair que nous avons commis des erreurs d'appréciation sur Cerba et sur Colisée* »<sup>(1)</sup>.

Cette situation a conduit Cerba dans une impasse financière majeure. Selon les déclarations d'EQT devant la commission d'enquête, la dette totale atteindrait désormais environ 4,9 milliards d'euros, avec des échéances de remboursement concentrées entre 2027 et 2029. Les représentants d'EQT reconnaissent qu'une restructuration sera nécessaire : « *Le niveau d'endettement du groupe Cerba est aujourd'hui élevé compte tenu de la non-atteinte des objectifs du plan d'affaires. Le groupe Cerba, avec le soutien des actionnaires financiers, prépare activement une restructuration financière de son bilan afin de réduire la charge de sa dette* »<sup>(2)</sup>.

**Ainsi, après six opérations de LBO successives, un acteur central de la biologie médicale française se retrouve fragilisé par un niveau d'endettement devenu potentiellement insoutenable.**

Les conséquences de cette financiarisation sont aujourd'hui visibles dans le fonctionnement concret des laboratoires. Selon M. Pascal Decker, représentant syndical CFTC chez Cerballiance, les horaires d'ouverture ont été réduits dans de nombreux sites afin de limiter les coûts, certains laboratoires fermant désormais dès 15 heures. Les réorganisations du temps de travail ont conduit à une intensification du rythme de travail et à une dégradation de l'équilibre de vie des salariés, avec la généralisation de cycles incluant davantage de samedis travaillés<sup>(3)</sup>.

Plus largement, le secteur de la biologie médicale souffrirait désormais d'un déficit structurel d'effectifs estimé à environ 10 %, auquel s'ajouterait un absentéisme atteignant 14 %, soit un manque global proche d'un quart des effectifs théoriques. Cette tension croissante sur les personnels produit des effets directs sur la qualité du service rendu aux patients, les fermetures plus précoces limitant l'accès aux prélèvements l'après-midi tandis que la dématérialisation accélérée des résultats pénalise une partie des publics les plus âgés ou éloignés du numérique.

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

(2) *Réponses écrites d'EQT.*

(3) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

Les représentants des salariés décrivent également une fatigue professionnelle importante, conséquence des restructurations permanentes, des difficultés de recrutement et de l'intensification du travail observée depuis la période de covid-19. Derrière les promesses de « création de valeur » avancées lors des LBO successifs apparaît ainsi une réalité beaucoup plus préoccupante : celle d'un secteur de santé progressivement subordonné aux impératifs du rendement financier et du remboursement de la dette.

## 2. Colisée : le LBO appliqué au secteur du grand âge

Le cas de Colisée révèle des mécanismes comparables dans le secteur des établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes (Ehpad). Comme dans la santé privée, le grand âge est progressivement devenu une cible privilégiée des fonds d'investissement, attirés par le vieillissement démographique et la relative stabilité des financements publics.

Le secteur présente toutefois une caractéristique particulière : il est extrêmement intensif en personnel, la masse salariale représentant souvent plus des trois quarts des coûts d'exploitation. **Les logiques de rentabilité financière entrent donc rapidement en tension avec les besoins d'encadrement et de qualité de prise en charge des résidents.**

EQT a acquis Colisée en 2020 dans le cadre d'un LBO valorisant le groupe autour d'un milliard d'euros de chiffre d'affaires.

Selon les éléments communiqués à la commission d'enquête, l'opération reposait sur une dette initiale de 865 millions d'euros, soit un ratio dette nette/EBE de 5,5 <sup>(1)</sup>. Là encore, le montage reposait sur une combinaison de dette et de fonds propres avec des objectifs de croissance et d'amélioration de la rentabilité. Mais, comme pour Cerba, les hypothèses financières initiales se sont rapidement dégradées.

Dès 2022, le secteur des Ehpad privés a subi une forte détérioration de ses marges sous l'effet conjugué de l'inflation, des tensions de recrutement, de la hausse des coûts énergétiques et des conséquences de la crise Orpea sur l'ensemble du secteur. EQT a alors lancé un « *plan d'amélioration de la performance* ». Lors de son audition, M. Nicolas Brugère a reconnu que « *les principales sources d'économies potentielles résidaient dans la renégociation des loyers, ceux-ci représentant environ 15 % des coûts, la masse salariale étant difficilement compressible sans affecter directement les conditions de prise en charge* » <sup>(2)</sup>.

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

(2) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

Cette situation a conduit à une crise financière majeure. Les créanciers ont finalement refusé le plan de recapitalisation proposé par EQT et ont choisi de prendre eux-mêmes le contrôle du groupe dans le cadre de la restructuration en cours. **Le groupe s’est ainsi retrouvé fragilisé par un montage financier devenu incompatible avec les réalités économiques du secteur du grand âge.**

Parallèlement, la nouvelle direction de Colisée a déposé plainte afin de dénoncer de possibles manipulations comptables imputées à l’ancienne équipe dirigeante, révélant les profondes fragilités de gouvernance qui peuvent accompagner ces montages financiers complexes.

Au-delà du cas particulier de Colisée, cette situation illustre les dangers de l’application des logiques de LBO au secteur du grand âge. Comme dans la biologie médicale, les montages financiers reposent fortement sur l’endettement et sur des hypothèses de croissance et de rentabilité difficilement compatibles avec des activités dépendant massivement du travail humain et de financements publics encadrés.

**Lorsque les hypothèses financières échouent, ce sont les établissements, les salariés, les patients et les résidents qui supportent les conséquences des restructurations,** tandis que les investisseurs cherchent à préserver leurs intérêts financiers à travers des recapitalisations ou des restructurations de dette.

### **3. Ramsay Santé et Al maviva Santé : la consolidation financière de l’hospitalisation privée lucrative**

Au-delà de Cerba et de Colisée, la commission a été alertée sur deux cas particulièrement révélateurs des mécanismes de financiarisation du secteur hospitalier : Ramsay Santé et Al maviva Santé.

Le premier groupe constitue aujourd’hui l’une des illustrations les plus abouties de la financiarisation du système de santé français. Premier groupe européen d’hospitalisation privée, Ramsay Santé est actuellement détenu à 60 % par Ramsay Health Care et à 40 % par Predica, filiale du Crédit agricole. Le 20 février 2026, l’actionnaire australien a annoncé son intention de distribuer sa participation à ses propres actionnaires, tout en se déclarant ouvert à des offres de reprise. Cette annonce ouvre la perspective d’une nouvelle opération financière majeure sur un acteur essentiel de l’offre de soins privée française. Plusieurs scénarios circulent désormais dans les milieux financiers, y compris celui d’une reprise par des fonds d’investissement internationaux spécialisés dans la santé, tels que KKR, déjà propriétaire du groupe de cliniques privées Elsan. Une telle opération ferait peser un risque inédit de concentration du secteur hospitalier lucratif, avec la constitution d’un quasi-duopole susceptible

d'imposer ses conditions aux agences régionales de santé (ARS), notamment dans l'attribution des autorisations d'activité et dans l'organisation territoriale des soins.

Les travaux menés par la CFDT Santé-Sociaux et le cabinet Cictar <sup>(1)</sup> ont mis en lumière les mécanismes de captation financière à l'œuvre dans ces grands groupes. Leur étude consacrée à Ramsay décrit une architecture particulièrement opaque, structurée autour d'une multitude de sociétés satellites : sur près de trois cents entités recensées, plus d'une centaine n'exerceraient aucune activité de soins, étant consacrées à l'immobilier, aux prestations internes ou à des fonctions de facturation intragroupe. **Cette fragmentation juridique rend extrêmement difficile le contrôle démocratique des flux financiers et prive les représentants du personnel d'une vision claire de la situation économique réelle des établissements. L'un des principaux mécanismes dénoncés concerne la refacturation des loyers et la financiarisation de l'immobilier hospitalier.** Les établissements de santé versent des loyers importants à des structures immobilières appartenant au même groupe, permettant ainsi de transférer une partie des ressources issues de l'assurance maladie vers des véhicules patrimoniaux ou financiers. Ces pratiques aboutissent à transformer des dépenses de santé financées par la solidarité nationale en revenus locatifs sécurisés, au bénéfice de structures financières périphériques.

Le cas de Ramsay soulève la question de la financiarisation de l'immobilier sanitaire et médico-social. **Un encadrement des loyers intragroupe dans les établissements de santé et les Ehpad** devrait être envisagé afin d'éviter que les ressources publiques soient captées par des montages immobiliers internes. M. Le Noc a indiqué devant la commission que la CFDT a porté un amendement au projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2026 « *visant à encadrer les loyers de l'immobilier de santé* » <sup>(2)</sup>. Il a évoqué les exemples étrangers : « *Certains pays ont évolué sur ce point : l'Écosse a, par exemple, voté une loi pour encadrer les loyers immobiliers des Ehpad et une région de Belgique y réfléchit également* » <sup>(3)</sup>.

Les représentants des experts-comptables ont également proposé **d'objectiver la valeur des loyers imposés par une holding patrimoniale en confiant son évaluation à un expert indépendant.** Pour votre rapporteure, qui soutient cette proposition, il est urgent de prendre la mesure des dérives générées par la financiarisation du système de santé et d'engager des mesures vigoureuses pour en limiter les effets délétères.

---

(1) *La spéculation immobilière au cœur du système de santé français : le cas de Ramsay santé*, janvier 2025.

(2) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

(3) Ibid.

**Recommandation n° 3 : Encadrer drastiquement les loyers intragroupe dans les établissements de santé et les Ehpad afin d’empêcher la captation de ressources publiques par des montages immobiliers internes.**

Le groupe Almoviva Santé témoigne également de la financiarisation croissante du secteur hospitalier privé à travers une succession d’opérations de capital-investissement et de LBO intervenues au cours de la dernière décennie. Après une première prise de contrôle par les fonds Gimv et UI Gestion en 2013, le groupe a connu une phase de croissance accélérée fondée sur des acquisitions successives de cliniques privées dans plusieurs régions françaises. En 2017, le fonds Antin Infrastructure Partners rachète à son tour le contrôle majoritaire du groupe dans le cadre d’un montage reposant sur un LBO, avant de céder Almoviva Santé en 2021 au fonds koweïtien Wren House Infrastructure dans le cadre d’un nouveau LBO, avec une prise de participation minoritaire de BPIFrance.

Pour M. Loïc Le Noc (CFDT Santé-Sociaux), « *les trajectoires financières d’acteurs comme Almoviva, dont la valorisation est passée en quelques années de 500 M€ à 1,5 Md€ – soit seize fois l’Ebitda – au fil de cessions successives entre fonds internationaux, illustrent la logique spéculative à l’œuvre* »<sup>(1)</sup>. Puis il a ajouté devant la commission d’enquête : « *Puisque le fonds conserve, malgré tout, l’ambition de vendre sous cinq ans, il continuera à presser un secteur essentiellement constitué de main-d’œuvre, qu’il s’agisse des cliniques, des maisons de retraite ou des laboratoires. Cette pression portera avant tout sur les dépenses de personnel.* ».

\*

Les cas de Cerba et de Colisée, mais aussi de Ramsay Santé et Almoviva Santé, montrent les limites profondes de la financiarisation des secteurs du soin et du grand âge. Dans chacune de ces situations, des groupes essentiels aux soins de la population se retrouvent fragilisés par des niveaux d’endettement excessifs issus d’opérations de LBO successives. La commission d’enquête considère que la nature même des activités concernées, très largement financées par la solidarité nationale et mettant en jeu la santé de nos concitoyens, parfois de publics vulnérables – dans le cas des établissements pour personnes âgées ou en situation de handicap ou des crèches –, justifie **une régulation particulière sur les ratios d’endettement.**

---

(1) *Compte rendu de l’audition du 26 février 2026.*

### **Infopro Digital, un groupe de presse sous LBO**

Votre rapporteure a reçu, dans le cadre de ses travaux, les représentants des salariés (Unsa et SNJ-CGT) d'Infopro Digital, un groupe technologique et de médias français. Le cas Infopro illustre plusieurs des mécanismes documentés par la commission d'enquête : cascade de LBO, opacité actionnariale, réduction des investissements éditoriaux et désormais recours à l'intelligence artificielle (IA) comme vecteur de suppressions d'emplois dans un groupe prospère !

Fondé en 2001 par M. Christophe Czajka et le fonds TowerBrook à partir des Éditions techniques pour l'automobile et l'industrie (Etai), Infopro Digital s'inscrit dès l'origine dans une logique de financiarisation : en 2007, Apax Partners devient actionnaire majoritaire, puis TowerBrook, un fonds d'investissement anglo-saxon, reprend le contrôle en 2016, pour un montant proche de 700 millions d'euros.

Le groupe grandit par acquisitions successives : dès 2007, il rachète le groupe Gisi, qui comprend *L'Usine Nouvelle*, *LSA* et *L'Argus de l'assurance* ; en 2013, il acquiert le groupe Moniteur, qui regroupe *Le Moniteur*, *La Gazette des communes* et organise le Salon des maires. C'est au cours de cette période que le groupe multiplie son chiffre d'affaires par cinq pour atteindre 300 millions d'euros.

En mai 2023, TowerBrook réinvestit dans Infopro Digital via un quatrième LBO. Cette opération s'accompagne d'une entrée au capital de Qatar Holding LLC, filiale du fonds souverain qatari QIA, qui gère environ 557 milliards de dollars d'actifs en 2024.

En 2024, selon les organisations syndicales, le groupe Moniteur et Gisi ont affiché un Ebitda de 38,4 millions d'euros et une marge de 27,1 %, un résultat exceptionnel et sans commune mesure avec la presse généraliste en crise. TowerBrook valorisait lui-même le groupe à 1,7 milliard d'euros en 2021. Mais cette performance s'est construite sur une réduction des effectifs et des moyens éditoriaux dénoncée de longue date par les syndicats, et une dégradation continue des conditions de travail.

Le 4 mai 2026, la direction a annoncé aux comités sociaux et économiques du groupe Moniteur et de Gisi la suppression de tous les postes de secrétaires de rédaction (19 journalistes en CDI) remplacés par cinq « chefs d'édition » travaillant avec une IA interne baptisée « Digi ». Ces journalistes assuraient la vérification des informations, la relecture, la hiérarchisation éditoriale et la titraille. Cinq syndicats (SNJ, SNJ-CGT, FO, Unsa et CFDT) jugent le plan « non viable humainement, techniquement et journalistiquement » : les salariés ont voté la grève. Par ailleurs, la direction n'a pu présenter aucun exemplaire de magazine relu sans intervention humaine.

Le groupe perçoit les aides à la presse (TVA super-réduite à 2,1 %, tarifs postaux privilégiés) sans qu'aucune conditionnalité ne soit imposée en matière de maintien de l'emploi journalistique. Votre rapporteure suggère que ces aides publiques, par définition financées par les contribuables, soient revues lorsqu'un groupe, contrôlé par des fonds étrangers et en très bonne santé financière, mène une telle politique de destruction d'emplois.

## **IV. LA NÉCESSAIRE REFONTE DU CADRE FISCAL ET RÉGLEMENTAIRE**

L'ensemble des analyses présentées jusqu'ici converge vers un même constat : le cadre juridique et fiscal français applicable aux opérations de LBO est aujourd'hui structurellement insuffisant pour prévenir les pratiques prédatrices que la commission d'enquête a documentées. La présente partie a pour objet de proposer une refonte cohérente de ce cadre, en s'appuyant sur les propositions formulées par les experts auditionnés par la commission d'enquête <sup>(1)</sup>.

## A. REMETTRE À PLAT LES AVANTAGES FISCAUX DES LBO

Le constat unanime des experts auditionnés par la commission d'enquête est que **la fiscalité française et européenne constitue aujourd'hui un puissant moteur d'incitation à l'endettement et, partant, à la conduite d'opérations de LBO à fort levier**. Au regard des conséquences des LBO sur l'économie, votre rapporteure estime qu'il convient de revenir sur ces avantages fiscaux.

La présente section revient sur la question de la déductibilité fiscale des charges financières liées au LBO et des plus-values de long terme. La fiscalité des *carried interests* et des *management packages* est abordée dans la troisième partie du rapport.

### 1. Revoir la déductibilité fiscale des charges financières liées au LBO

Le mécanisme de déductibilité des charges financières nettes <sup>(2)</sup>, c'est-à-dire principalement les intérêts d'emprunt, constitue l'un des principaux leviers fiscaux des opérations de LBO.

Dans le cadre de l'intégration fiscale, une holding de reprise détenant au moins 95 % du capital de la société cible peut imputer les charges financières liées à la dette d'acquisition sur les résultats bénéficiaires du groupe <sup>(3)</sup>. Ce mécanisme constitue une dépense fiscale favorisant les montages à fort levier. Comme l'a souligné le professeur Phalippou devant la commission d'enquête, « *la fiscalité continue d'encourager l'endettement via la déductibilité des intérêts, ce qui est une forme de subvention de l'État : limiter cet avantage – et le point fait consensus chez les chercheurs –*

---

(1) Cette partie ne traite que des leviers spécifiques aux opérations de LBO. Les questions plus larges relatives à la régulation des fonds d'investissement sont abordées en troisième partie du rapport.

(2) Les charges financières nettes, définies à l'article 212 bis du code général des impôts, correspondent aux charges financières brutes (essentiellement les intérêts d'emprunt) diminuées des produits financiers de même nature perçus par l'entité. C'est cette assiette nette qui sert de base au plafonnement Atad (30 % de l'Ebitda fiscal ou 3 millions d'euros).

(3) Article 223 A et suivants du code général des impôts (régime de l'intégration fiscale).

constituerait donc une mesure pertinente »<sup>(1)</sup>. M. Christophe Nijdam parle, dans le même sens, d'une véritable « *subvention de l'État aux LBO, notamment successifs* »<sup>(2)</sup>.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2019, la déductibilité des charges financières nettes est plafonnée par la loi de finances pour 2019 qui a transposé la directive (UE) 2016/1164 du Conseil du 12 juillet 2016 établissant des règles pour lutter contre les pratiques d'évasion fiscale qui ont une incidence directe sur le fonctionnement du marché intérieur (*Anti-Tax Avoidance Directive*), dite « Atad 1 » : **les charges financières nettes sont déductibles dans la limite de la plus élevée des deux options, 30 % de l'Ebitda fiscal ou 3 millions d'euros**<sup>(3)</sup>.

Cette réforme, présentée comme une mesure d'harmonisation et de simplification, a eu pour effet de supprimer deux mécanismes qui affectaient particulièrement les opérations de LBO : le « rabot fiscal » et l'amendement dit « Carrez ».

D'une part, le rabot fiscal réintérait systématiquement 25 % des charges financières nettes dans le résultat imposable lorsque celles-ci excédaient 3 millions d'euros : concrètement, dès lors que ce seuil était franchi, une entreprise ne pouvait déduire fiscalement que 75 % de ses charges financières nettes. D'autre part, l'amendement dit « Carrez » limitait la déduction des charges liées à l'acquisition de titres de participation lorsque la société acquéreuse ne pouvait démontrer que les décisions relatives aux titres acquis étaient effectivement prises depuis la France ou un autre pays de l'Union européenne. En pratique, le dispositif affectait principalement certains montages transfrontaliers de LBO. Ces deux dispositifs ont été abrogés à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2019.

La réforme a introduit, par ailleurs, deux avantages supplémentaires. D'abord, la possibilité de reporter sur les exercices suivants les charges financières nettes non admises en déduction : si une entreprise ne peut pas déduire la totalité de ses intérêts une année donnée parce qu'elle dépasse le plafond, elle conserve le droit de le faire les années suivantes, ce qui n'était pas possible auparavant. Ensuite, une clause de sauvegarde permettant aux entreprises membres d'un groupe consolidé de déduire 75 % des charges excédant le plafond général lorsque leur ratio fonds propres / actifs est au moins égal à celui du groupe (*cf. supra*). Il convient de souligner que la directive Atad<sup>2</sup> fixe des standards *minimaux* : l'État avait la faculté de maintenir des règles nationales plus strictes ou de les combiner avec la nouvelle norme harmonisée.

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 22 janvier 2026.*

(2) *Contribution écrite de Christophe Nijdam.*

(3) *Article 212 bis du code général des impôts dans sa rédaction issue de l'article 34 de la loi n° 2018-1317 du 28 décembre 2018 de finances pour 2019.*

Les spécialistes auditionnés par la commission d'enquête ont formulé des propositions convergentes. M. Christophe Nijdam préconise, dans ses réponses écrites à votre rapporteure, d'abaisser le seuil de *minimis* (actuellement 3 millions d'euros), de différencier le ratio de déductibilité selon la cyclicité sectorielle<sup>(1)</sup> et de fixer un multiple d'endettement maximum (par exemple, cinq fois l'Ebitda), au-delà duquel les intérêts ne seraient plus déductibles. Cette dernière mesure aurait l'effet bénéfique d'« *obliger les fonds à mettre plus de capital (equity) dans leurs opérations* » et donc à assumer eux-mêmes une part plus importante du risque financier.

M. Ludovic Phalippou propose une approche complémentaire, ciblée sur le coût effectif de la dette : « *Une manière directe de réduire l'attrait des structures les plus agressives consiste à limiter, voire supprimer, la déductibilité des intérêts lorsque le coût de la dette dépasse un seuil élevé (par exemple 8 % ou 10 %) »*<sup>(2)</sup>.

Cette proposition suppose de « *définir le coût effectif de la dette, car il existe des intérêts payés en cash, des intérêts capitalisés, des frais assimilables à des intérêts et des instruments hybrides* ». Il est possible de limiter fortement les contournements en adoptant une définition large des charges assimilables à des intérêts.

Votre rapporteure apporte son soutien à ces propositions qui vont dans le sens d'une réduction des avantages fiscaux dont bénéficient les opérations de LBO. Elle considère néanmoins qu'elles ne vont pas assez loin au regard de l'ampleur du problème et de la logique économique sous-jacente. La déductibilité des charges financières liées à la dette d'acquisition n'est pas un dispositif fiscal neutre : comme l'ont rappelé devant la commission d'enquête MM. Nijdam et Phalippou, elle constitue une véritable subvention d'État aux montages à effet de levier. **Ce sont en définitive les contribuables qui prennent en charge une fraction du coût financier d'opérations dont les profits reviennent quasi-exclusivement aux fonds et à leurs investisseurs. Cette socialisation des coûts, couplée à la privatisation des gains, représente une anomalie économique et démocratique qui ne saurait être simplement plafonnée : elle devrait être supprimée. Votre rapporteure propose en conséquence l'abrogation pure et simple de la déductibilité des charges financières liées à la dette d'acquisition dans les opérations de LBO.** La France devrait porter cette proposition au niveau européen afin que l'Union européenne cesse de subventionner fiscalement l'endettement des entreprises au profit de stratégies de rendement financier à court terme.

---

(1) Pour Christophe Nijdam, plus un secteur est cyclique, plus le ratio d'endettement maximal devrait être faible. Un secteur est dit « cyclique » lorsque son activité, donc son Ebitda, fluctue fortement en fonction des cycles économiques généraux, rendant ses flux de trésorerie peu prévisibles sur le moyen terme. C'est le cas par exemple de l'automobile, de la chimie, de la sidérurgie ou encore l'hôtellerie. À l'inverse, les secteurs dits « stables » sont la santé, la distribution alimentaire, l'eau, l'énergie de réseau, etc. qui affichent des revenus relativement indépendants des cycles économiques.

(2) Réponses écrites de M. Ludovic Phalippou.

**Recommandation n° 4 : Supprimer la déductibilité fiscale des charges financières liées à la dette des opérations de LBO ou, à défaut, durcir les conditions de déductibilité fiscale de ces charges en mobilisant plusieurs leviers complémentaires : abaissement du seuil de *minimis*, différenciation du ratio maximal de déductibilité selon la cyclicité du secteur d'activité, suppression de la déductibilité au-delà d'un multiple d'endettement ou lorsque le coût effectif de la dette dépasse un seuil élevé.**

## 2. Revoir la fiscalité des plus-values de long terme

La fiscalité des plus-values constitue un autre levier d'action à ne pas négliger pour inciter les fonds à investir plus durablement dans les entreprises.

L'industrie du capital-investissement se présente volontiers comme un actionnaire de long terme. La réalité des durées de détention observées invite à nuancer ce discours.

D'après la Banque de France, les périodes d'investissement durent en moyenne cinq ans, les fonds ayant généralement une durée de vie moyenne d'environ dix ans <sup>(1)</sup>.

Comme l'a expliqué M. Christophe Nijdam, la recherche de la maximisation du TRI, sur lequel les gérants lèvent leurs futurs fonds, crée une incitation puissante à la cession anticipée (*cf. supra*) indépendamment de toute création de valeur industrielle durable (*asset flipping*) ce qui explique que les LBO successifs représentent en Europe plus de la moitié des sorties de LBO.

Les dossiers examinés par la commission d'enquête l'illustrent. Le rachat par EQT de Cerba Healthcare en 2021 est intervenu quatre ans après le dernier LBO, faisant passer la valorisation du groupe de 1,8 à 4,5 milliards d'euros en très peu de temps. Le cas de Kem One, racheté par Apollo fin 2021, témoigne d'un horizon identique, puisque le fonds américain envisage désormais de céder l'entreprise à brève échéance. Ainsi, la durée de détention d'une entreprise sous LBO est souvent de quatre ou cinq ans.

Or les plus-values réalisées lors de la cession de titres de participation détenus depuis au moins deux ans bénéficient d'un régime de quasi-exonération <sup>(2)</sup>. Le seuil de détention de deux ans, qui conditionne l'application du régime des plus-values à long terme, est en pratique atteint dans la quasi-totalité des opérations de LBO, dont la durée de détention des participations dépasse structurellement ce seuil. Plusieurs personnes

---

(1) Réponses écrites de la Banque de France.

(2) Article 219 I-a quinquies du code général des impôts.

auditionnées ont toutefois estimé que ce seuil ne correspondait pas nécessairement à une logique d'investissement de long terme au sens économique du terme.

Cette situation conduit M. Christophe Nijdam à proposer de porter la durée minimale de détention à cinq ans afin d'aligner davantage le régime fiscal applicable sur l'horizon réel d'investissement des fonds de capital-investissement et de limiter les incitations aux cessions rapides destinées à maximiser le taux de rendement interne, lequel est mécaniquement amplifié par la compression de la durée de détention. Votre rapporteure soutient l'intention de M. Nijdam mais propose d'aller plus loin, dès lors que la durée de détention moyenne d'une entreprise par un fonds de LBO est d'ores et déjà de quatre ou cinq ans. Afin d'inciter les fonds à conserver plus longtemps leurs actifs, la durée minimale pour bénéficier de la fiscalité des plus-values de long terme pourrait être portée à dix ans.

**Recommandation n° 5 : Conditionner le bénéfice de la fiscalité avantageuse des plus-values à long terme à une durée de détention minimale de dix ans pour les fonds de LBO.**

## **B. RÉGULER LES OPÉRATIONS À FORT EFFET DE LEVIER**

Au-delà de la fiscalité, la régulation de l'endettement lui-même constitue le second pilier d'un encadrement effectif des opérations de LBO. Sur ce point, les propositions des experts auditionnés convergent largement, ce qui suppose au préalable d'obliger les fonds d'investissement à communiquer le détail de leurs opérations de rachat avec effet de levier auprès des autorités.

### **1. Renforcer les obligations de déclaration et de transparence applicables aux opérations de LBO**

La directive AIFM (article 24) instaure des obligations de déclaration en matière d'effet de levier, évalué au niveau du fonds d'investissement lui-même. Le levier est considéré comme substantiel lorsqu'il dépasse trois fois la valeur nette des actifs. Le dépassement de ce seuil impose la notification à l'autorité compétente, un *reporting* renforcé sur les sources et la répartition du levier ainsi qu'une surveillance accrue par le régulateur. La directive prévoit également que le gestionnaire du fonds fixe une limite au levier que peut employer chacun des FIA qu'il gère et démontre à son autorité de marchés que cette limite est raisonnable. Il doit également communiquer des informations aux investisseurs du FIA sur l'usage du levier que le fonds peut effectuer.

**Ces obligations sont totalement insuffisantes, puisqu'elles n'incluent pas les dettes des sociétés du portefeuille du fonds, à savoir les dettes contractées par les**

**holdings d'acquisition des entreprises cibles. Le niveau de levier des fonds d'investissement est donc totalement méconnu, ce qui explique pourquoi les fonds de capital-investissement affichent un levier réglementaire relativement modéré, voire faible. Or le danger des opérations de LBO pour l'appareil productif exige aussi un contrôle strict des effets de levier au niveau de chaque holding et de chaque entreprise.**

M. Nijdam plaide ainsi pour une véritable révolution informationnelle dans ce domaine : « *Une loi de transparence financière spécifique au LBO, imposant la publication des covenants et des plans d'affaires, serait plus efficace qu'une multitude de petites contraintes.* »<sup>(1)</sup>. Le professeur Ludovic Phalippou a, pour sa part, attiré l'attention de la commission d'enquête sur la nécessité de consolider la dette et le risque au niveau du groupe économique tout entier : « *Les structures de LBO comportent souvent de multiples holdings. Il est donc insuffisant d'examiner la dette au niveau d'une seule entité juridique. Le levier pertinent est celui du groupe économique consolidé. Un dispositif crédible suppose de définir un périmètre consolidé de contrôle et de dépendance financière, agréger les dettes (y compris intragroupe), et exiger une transparence et un reporting standardisés permettant aux prêteurs, aux autorités et, dans une certaine mesure, aux parties prenantes, de comprendre la structure réelle.* »<sup>(2)</sup>.

Dans ces conditions, pour disposer d'une information précise sur les effets de leviers réalisés par les fonds d'investissement, il est proposé d'instaurer une obligation déclarative pesant sur tout fonds d'investissement, agréé en France ou non, réalisant une opération de LBO sur une cible établie sur le territoire français : celle de devoir transmettre à l'Autorité des marchés financiers (AMF) le détail de l'opération, c'est-à-dire la valeur d'acquisition, la structure de financement (part de fonds propres, ventilation de la dette par tranche et par prêteur, taux effectifs), les ratios d'endettement consolidés au niveau du groupe économique, l'identité du fonds acquéreur et des principaux co-investisseurs, ainsi que la localisation des holdings intermédiaires. L'AMF pourrait communiquer ces informations à la Banque de France et à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) au titre de leurs missions de surveillance prudentielle.

Une telle mesure implique une évolution législative des missions de l'AMF<sup>(3)</sup>, qui n'incluent pas, aujourd'hui, le suivi des investissements réalisés en France par des fonds ou gestionnaires étrangers, ces derniers étant pourtant les opérateurs des LBO les plus significatifs. Elle supposerait également un renforcement substantiel des moyens

---

(1) Réponse écrite de M. Christophe Nijdam, audition du 12 février 2026.

(2) Réponses écrites de M. Ludovic Phalippou.

(3) Article L. 621-1 du code monétaire et financier.

humains de l’Autorité, que celle-ci a elle-même signalés comme insuffisants dans ses réponses à la commission d’enquête. Sur le plan pratique, cette obligation s’inscrirait dans le prolongement du cadre de *reporting* déjà prévu par la directive AIFM, dont le périmètre serait élargi pour y inclure des données relatives aux opérations de LBO elles-mêmes.

**Recommandation n° 6 : Obliger tout fonds d’investissement, qu’il soit agréé en France ou non, réalisant une opération de LBO sur une entreprise établie sur le territoire français à transmettre périodiquement à l’Autorité des marchés financiers, dont les missions et les moyens seraient renforcés, le détail de cette opération.**

## 2. Contrôler les opérations à fort effet de levier

Il n’existe pas aujourd’hui de règles normatives encadrant les leviers d’endettement. Toutefois, la banque centrale européenne (BCE), dans le cadre de recommandations prudentielles, a identifié des seuils qui méritent d’être rappelés <sup>(1)</sup>.

La BCE et les autorités de supervision bancaire considèrent en effet que sont des opérations à effet de levier celles dont le ratio dette totale/Ebitda excède quatre, tandis que **les opérations dont la dette totale dépasse six fois l’Ebitda doivent être considérées comme des opérations particulièrement risquées et devant rester exceptionnelles**. La BCE demande ainsi aux banques d’identifier, de suivre et de contrôler les opérations présentant un levier élevé.

Comme l’a souligné le professeur Phalippou, ces règles prudentielles « *ne s’appliquent pas directement aux fonds eux-mêmes, et encore moins aux fonds de crédit privé qui peuvent aujourd’hui structurer en Europe des financements bien au-delà de 6 fois, voire 8 fois l’Ebitda* » <sup>(2)</sup>. Votre rapporteure relève là une faille majeure du dispositif prudentiel européen : la régulation, lorsqu’elle existe, ne vise que les banques régulées, alors que la part de la dette LBO portée par des fonds de dette privée non régulés croît rapidement.

M. Christophe Nijdam préconise, dans le même sens, une **limitation du levier en fonction du secteur d’activité et de sa cyclicité** <sup>(3)</sup>, considérant qu’un secteur cyclique exposé à la concurrence internationale (chimie, sidérurgie, automobile, *etc.*) ne peut pas supporter le même niveau d’endettement qu’un secteur stable et abrité (grande distribution, réseaux d’énergie, eau, *etc.*).

---

(1) BCE, *Guidance on leveraged transactions*, mai 2017.

(2) *Réponses écrites de M. L. Phalippou*.

(3) *Réponses écrites de M. C. Nijdam*.

M. Ludovic Phalippou rappelle, pour sa part, que « rien n'empêcherait juridiquement un État de traduire ce type de seuils dans la loi »<sup>(1)</sup>, tout en alertant sur l'importance d'une coordination européenne pour éviter le contournement des règles nationales par déplacement transfrontalier de la dette.

Il alerte enfin sur **la nécessité de définir précisément l'Ebitda retenu** : « *En finance de marché, l'Ebitda fait souvent l'objet d'ajustements pro forma et d'add-backs* <sup>(2)</sup>, *qui peuvent gonfler artificiellement la capacité d'endettement apparente. Un encadrement efficace suppose donc d'indiquer précisément la définition de l'Ebitda retenue et de limiter les ajustements qui ne reflètent pas des flux réels* »<sup>(3)</sup>. La technicité de cette question est centrale : sans définition stricte de l'Ebitda, n'importe quel plafond d'endettement peut être contourné.

Sensible à l'idée de limiter les ratios d'endettement (et donc les dérivées) dans le cadre des opérations de LBO, **votre rapporteure est favorable à l'instauration d'un régime d'autorisation préalable des grandes opérations de LBO**. Les rachats d'entreprise par effet de levier devraient faire l'objet d'un contrôle administratif dès lors que deux conditions sont réunies : d'une part, que le chiffre d'affaires de l'entreprise cible excède un seuil fixé par décret ; d'autre part, que le rapport de la dette totale<sup>(4)</sup> consolidée à l'Ebitda fiscal, défini de manière stricte, dépasse un multiple modulé selon le secteur d'activité et sa cyclicité. **Ce contrôle serait centré, par priorité, sur les opérations de LBO dans les secteurs stratégiques** (défense, industrie, *etc.*) **ou financés principalement par la solidarité nationale** (santé, grand âge, petite enfance, *etc.*).

Le contrôle prendrait la forme d'une notification obligatoire adressée à la direction générale du Trésor (DG Trésor) préalablement à la réalisation de l'opération. L'opération serait suspendue pendant la durée de l'instruction – sur le modèle de la procédure de contrôle des investissements étrangers en France (IEF) – et, à l'issue de cette instruction, l'autorité pourrait approuver l'opération, l'approuver sous conditions ou s'y opposer, c'est-à-dire interdire l'opération de rachat si les conditions précitées n'étaient pas remplies.

---

(1) Réponses écrites de M. Phalippou.

(2) Les ajustements pro forma consistent à retraiter l'Ebitda pour refléter une situation comme si certains événements s'étaient déjà produits (ex. : une restructuration en cours est supposée achevée), ce qui peut permettre de présenter un Ebitda plus élevé que l'Ebitda comptable réel. Les add-backs (littéralement « rajouts ») consistent à réintégrer dans l'Ebitda certaines charges que le vendeur ou le fonds présente comme exceptionnelles (ex. : des coûts de restructuration, des honoraires juridiques ou de conseil liés à la transaction elle-même, *etc.*), l'idée étant que ces charges ne se reproduiront pas et qu'il est donc légitime de les exclure d'un Ebitda censé représenter la profitabilité courante normalisée.

(3) Ibid.

(4) Le niveau de dette serait alors mesuré de manière consolidée au niveau du groupe (cf. *supra*).

La direction générale du Trésor, en lien avec les ministères sectoriels compétents, le cas échéant (ministère des armées, ministère de la santé, *etc.*), vérifierait le plan d'affaires et conditionnerait la réalisation du LBO au respect d'engagements portant notamment sur le maintien de l'emploi, la préservation du maillage territorial et les conditions de travail. Les engagements pris par l'acquéreur feraient l'objet d'un suivi périodique par l'administration, selon des modalités et une fréquence définies par décret. En cas de non-respect, l'acquéreur s'exposerait à des pénalités financières.

**Recommandation n° 7 : Instaurer un régime d'autorisation préalable des grandes opérations de LBO en France, en particulier celles intervenant dans les secteurs stratégiques (défense, industrie, etc.) ou financés principalement par la solidarité nationale (santé, grand âge, petite enfance, etc.).**

### **C. RENFORCER LES PRÉROGATIVES DES COMITÉS SOCIAUX ET ÉCONOMIQUES (CSE)**

Le troisième pilier d'une refonte cohérente du cadre réglementaire applicable aux LBO concerne les droits des comités sociaux et économiques (CSE).

#### **1. Doter les CSE d'un droit d'expertise renforcé sur les opérations de LBO**

Il existe aujourd'hui une forte asymétrie d'information entre les fonds et les parties prenantes. La commission d'enquête souligne que les représentants du personnel, qui devraient en principe disposer des leviers nécessaires pour comprendre, contester et, le cas échéant, alerter sur les opérations de LBO, sont en réalité largement démunis face à des montages financiers d'une complexité croissante et à des fonds dotés des meilleures ressources en ingénierie financière, fiscale et juridique.

M. Christophe Nijdam propose ainsi de « *renforcer les comités sociaux et économiques (CSE) en leur donnant un droit d'expertise renforcé et finançable par l'entreprise en cas d'alerte sur un montage LBO, avec un accès facilité aux informations stratégiques et financières.* »<sup>(1)</sup> Cette proposition répond à plusieurs limitations identifiées par les travaux de la commission d'enquête.

Comme l'a souligné M. Loïc Le Noc, « *les ordonnances qui imposent aux CSE de financer eux-mêmes une partie des expertises ont créé un frein supplémentaire ; elles limitent l'accès à des analyses indépendantes, permettant d'éclairer les choix des élus du personnel* »<sup>(2)</sup>. Le coût d'expertises indépendantes, confiées à des cabinets

---

(1) Réponses écrites de M. C. Nijdam.

(2) Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.

spécialisés comme Syndex ou Secafi, peut s'avérer dissuasif pour les CSE qui ne disposent pas, individuellement, des ressources suffisantes. Faire financer intégralement par l'entreprise le coût d'une expertise diligentée en cas d'alerte sur un montage LBO permettrait de rééquilibrer cette asymétrie.

**Recommandation n° 8 : Doter les comités sociaux et économiques (CSE) des entreprises cibles d'un droit d'expertise renforcé sur les opérations de LBO et de refinancement, dont le coût serait intégralement supporté par l'entreprise.**

## 2. Renforcer le droit d'alerte des CSE

L'accès des CSE aux informations stratégiques et financières doit être renforcé. M. Nijdam évoque des dimensions précises de cet enjeu : les *covenants* bancaires (clauses imposées par les prêteurs en contrepartie de la dette), les *business plans* prévisionnels ou encore les *management packages* des dirigeants sont aujourd'hui souvent inaccessibles aux représentants du personnel, à qui le secret des affaires peut être opposé. Les comptes sociaux de l'entreprise ne disent rien de la structure d'endettement de la holding de reprise, ni des contraintes que les créanciers ont imposées à la gestion opérationnelle de l'entreprise. Même lorsque des informations partielles sont communiquées, leur lecture suppose une expertise financière que les élus de CSE ne possèdent généralement pas.

Aujourd'hui, le droit d'alerte économique du CSE <sup>(1)</sup> permet aux représentants du personnel d'interroger l'employeur lorsqu'ils ont connaissance de faits de nature à affecter de manière préoccupante la situation économique de l'entreprise. Ce droit présente trois limites structurelles dans le contexte des LBO. Il est d'abord réactif : il ne peut être déclenché qu'une fois les signaux d'alerte perceptibles dans la gestion courante, alors que les effets délétères d'un montage excessivement endetté peuvent mettre plusieurs années à se manifester dans les indicateurs accessibles au CSE. Il s'exerce ensuite de manière purement interne à l'entreprise, entre le CSE, la direction et le commissaire aux comptes, sans donner au CSE accès aux informations relatives à la structure d'endettement de la holding de reprise. Il ne confère enfin aucun droit de saisine des autorités de supervision financière.

Votre rapporteure propose en conséquence de renforcer ce droit d'alerte en cas de projet d'opération de LBO, afin d'obliger l'employeur à communiquer l'ensemble des informations nécessaires à la compréhension du montage (*covenants* bancaires, *business plan* prévisionnel, cartographie des holdings, flux intragroupe, etc.), et de le rendre préventif, en le déclenchant dès le stade du projet et non après la réalisation de

---

(1) Articles L. 2312-63 à L. 2312-65 du code du travail.

l'opération. Le CSE pourrait, dans le cadre de ce droit d'alerte renforcé, saisir les autorités de régulation (ministère de l'Économie, Banque de France, AMF) lorsque le projet apparaîtrait susceptible de fragiliser durablement l'entreprise. Le financement de l'expertise éventuellement diligentée à cette occasion serait intégralement pris en charge par l'entreprise.

**Recommandation n° 9 : Renforcer le droit d'alerte des CSE afin d'obliger l'employeur à communiquer l'ensemble des informations nécessaires à la compréhension du montage LBO et afin de permettre au CSE de saisir les autorités (ministère de l'Économie, Banque de France, AMF) en cas de risque manifeste pour la pérennité de l'entreprise.**

Les propositions formulées ci-dessus ne constituent pas des mesures isolées : elles forment un **ensemble cohérent**, dont l'efficacité repose sur leur articulation. C'est dans la combinaison de ces leviers que réside la capacité de notre pays à protéger ses capacités productives contre la prédation financière.

\*

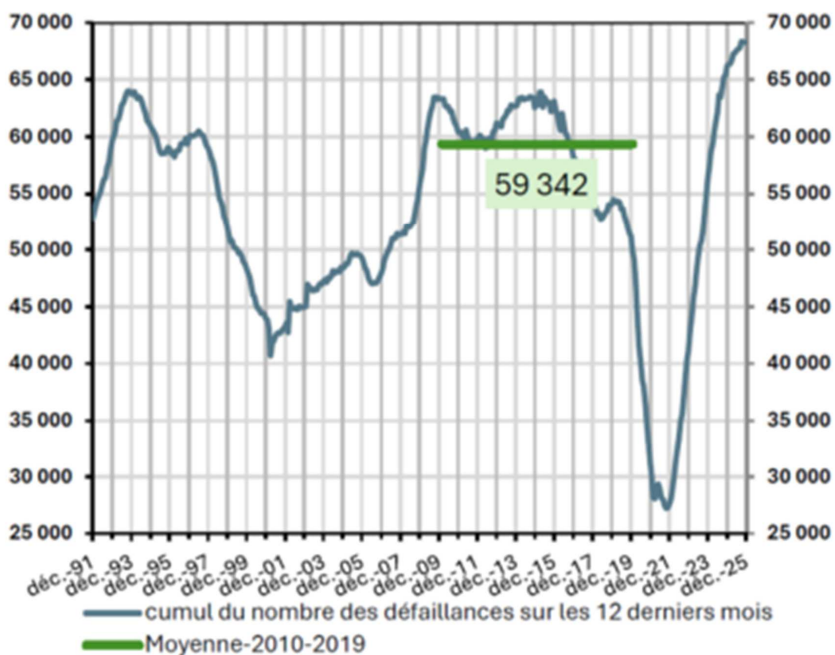
\* \*



## DEUXIÈME PARTIE : LES ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ FACE AUX FONDS PRÉDATEURS

L'augmentation des défaillances d'entreprises constitue aujourd'hui un défi majeur pour l'économie française. Après la baisse artificielle des défaillances observée en 2020 et 2021, limitées par les mesures de soutien aux entreprises face à la crise sanitaire, une vague de défaillances inédite est aujourd'hui à l'œuvre. À la fin du mois de novembre 2025, le nombre de défaillances sur un an s'établissait à 68 300, soit un niveau jamais atteint. Ce nombre pourrait encore augmenter en 2026.

ÉVOLUTION DU NOMBRE DE DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES EN FRANCE (1991-2025)



Source : Banque de France

Si 95 % de ces défaillances concernent des très petites entreprises, des entreprises de taille moyenne ou intermédiaire sont également touchées dans secteurs stratégiques comme la **chimie, la sidérurgie, l'automobile, le commerce**. Ces entreprises représentent des enjeux majeurs en matière d'emplois, de savoir-faire ou d'économie locale.

Qu'il y ait ou non une procédure collective, de nombreuses entreprises industrielles sont aujourd'hui en grande souffrance, mettant en danger des pans entiers du territoire national. Dans la « vallée de la chimie », par exemple, au sud de Lyon, on ne compte plus les annonces de suppressions d'emplois ou de liquidation qui touchent de nombreuses entreprises : Polytechnil, Domo Chemicals, Vencorex, Kem One, Blue Star, *etc.*

**Or ces entreprises en difficulté sont particulièrement ciblées par des fonds « vautours » dont les impacts sont dévastateurs pour l'économie, sans que la justice commerciale et les pouvoirs publics ne soient capables de les protéger.**

## **I. L'ACTIVITÉ DU RETOURNEMENT EN FRANCE**

### **A. UN ART DIFFICILE...**

Une entreprise en difficulté peut être cédée par un propriétaire à différents stades.

### **Restructuration préventive et restructuration corrective**

Une entreprise peut connaître des difficultés d'ordre économique, financier ou stratégique. Ces difficultés appellent une restructuration préventive, si celle-ci intervient en amont de difficultés significatives, ou corrective, lorsque l'entreprise ne parvient plus à faire face à ses obligations, notamment vis-à-vis de ses créanciers.

Les restructurations peuvent porter sur des éléments juridiques (fusion, scission, filialisation), économiques (recentrage stratégique, apports d'actifs ou de fonds propres) ou sociaux (plans de sauvegarde de l'emploi, réorganisation des effectifs).

Le code de commerce prévoit la possibilité de procédures amiables offrant une forme de protection aux entreprises souhaitant mener une restructuration préventive sous l'égide du tribunal de commerce.

Le **mandat ad hoc** (article L. 611-3 du code du commerce) et la **conciliation** (article L. 611-4 du même code) sont des procédures volontaires enclenchées à la demande de l'entreprise. Ces procédures sont confidentielles et flexibles, ouvertes à toute entreprise qui connaît des difficultés financières sans être en situation de cessation des paiements. Le tribunal de commerce nomme un mandataire *ad hoc* ou un conciliateur (souvent un administrateur judiciaire) dont le rôle est d'accompagner l'entreprise pour trouver un accord. Si la procédure débouche sur un accord, le tribunal de commerce peut homologuer l'accord à la demande de l'entreprise, si ce dernier remplit certains critères. La procédure étant amiable, l'entreprise reste totalement maîtresse de son destin.

La défaillance d'entreprise, quant à elle, renvoie à une situation où l'entreprise n'est plus en mesure de faire face à ses obligations financières, comme le remboursement de ses dettes, le paiement des salaires ou la couverture de ses charges d'exploitation. L'entreprise risque alors de se retrouver dans l'état de cessation des paiements défini à l'article L.631-1 du code de commerce, c'est-à-dire dans l'incapacité à faire face au passif exigible avec l'actif disponible.

En droit, la défaillance d'entreprise recouvre trois procédures collectives distinctes : la sauvegarde (articles L. 620-1 et suivants du code de commerce), le redressement judiciaire (articles L. 631-1 et suivants du code de commerce) ou la liquidation judiciaire (articles L. 640-1 et suivants du code de commerce). En cas de procédure collective, le tribunal de commerce nomme un mandataire judiciaire qui défend l'intérêt des créanciers (c'est-à-dire l'ensemble des acteurs auxquels l'entreprise doit de l'argent : banques, fournisseurs, organismes de sécurité sociale, *etc.*) et un administrateur judiciaire, qui défend l'intérêt de l'entreprise.

La **sauvegarde**, déclenchée à la demande de l'entreprise par le tribunal de commerce, concerne les entreprises dont les difficultés financières les placent dans l'imminence d'une cessation des paiements (non encore avérée) et pour lesquelles le sauvetage semble envisageable si les mesures nécessaires sont prises à temps. Elle est instaurée pour une durée maximum de 12 mois.

Le **redressement judiciaire**, déclenché d'office par le tribunal ou à la demande d'un créancier, s'applique aux entreprises en situation de cessation des paiements, mais dont la survie reste possible en cas de restructuration. L'objectif est de créer un plan de redressement pour envisager la poursuite d'activité et la sauvegarde, le maintien de l'emploi et l'apurement du passif. Elle a une durée maximum de dix-huit mois (6 mois renouvelables trois fois maximum).

La **liquidation judiciaire** est prononcée lorsque l'entreprise se trouve en état de cessation des paiements et que son redressement semble impossible. Contrairement aux procédures amiables ou à la procédure de sauvegarde, l'administrateur judiciaire est à l'initiative du plan. En redressement judiciaire et en liquidation judiciaire avec poursuite d'activité, l'administrateur judiciaire assure seul, entièrement ou en partie, l'administration de l'entreprise. Le chef d'entreprise ou les organes représentatifs de la personne morale sont totalement dessaisis.

Les repreneurs potentiels d'une entreprise en difficulté, peuvent être classés en trois catégories :

– un industriel du secteur, qui peut avoir un intérêt à racheter un concurrent dans une optique de concentration horizontale, par exemple ;

– un particulier ;

– un « fonds de retournement », c'est-à-dire un investisseur spécialisé dans le retournement d'entreprises en difficulté. Ces fonds de retournement sont soit des fonds de *private equity*, c'est-à-dire des sociétés de gestion d'actifs spécialisées dans le retournement, soit des holdings industrielles ou *family offices* qui, sans collecter de fonds auprès d'investisseurs tiers, investissent les capitaux propres de la holding (et de ses associés).

Enfin, aux côtés de repreneurs qui apportent des capitaux propres et prennent le contrôle de l'entreprise, la commission d'enquête s'est intéressée à des fonds purement financiers qui proposent aux entreprises en difficulté des financements dilutifs, alternatifs au financement bancaire.

## B. ... QUI ATTIRE DES ACTEURS PEU SCRUPULEUX

Toutes les entreprises en difficulté n'ont pas vocation à être redressées : l'Association des investisseurs en retournement (AER) estime que 1 % de l'ensemble des entreprises qui connaissent une défaillance présentent « des caractéristiques de taille susceptibles de conduire à une mobilisation en matière de retournement ». Le redressement d'une entreprise en difficulté est souvent considéré comme difficile, comme le rappelle M. Gaëtan Rudant, délégué interministériel aux restructurations <sup>(1)</sup>. **Selon certaines estimations, seules 10 % des opérations de retournement peuvent réellement être qualifiées de « vraie réussite »** <sup>(2)</sup>.

---

(1) *Compte rendu n° 6 du 29 janvier 2026* : « L'accompagnement d'une entreprise en difficulté exige une approche du financement très différente de celle d'une entreprise en croissance (...). Il ne s'agit pas simplement de trouver des financements, mais bien de trouver des porteurs de projets dont les plans paraissent cohérents et qui sont capables de les mener : restructurer une entreprise exige des savoir-faire nombreux, notamment managériaux, car il faut conduire une transformation souvent très difficile dans un contexte socialement exigeant pour les salariés ; une telle transformation impose parfois des choix drastiques en matière d'investissement et d'organisation et qui ont, le plus souvent, un impact social. ».

(2) *De Germay, N. (2023). Les fonds de retournement. Annales des Mines - Réalités industrielles, février 2023 (1), 44-47. Disponible sur le lien suivant : <https://doi.org/10.3917/rindu1.231.0044>. Selon*

Les acteurs français du retournement, qu'il s'agisse de fonds de *private equity* ou de holdings industrielles, sont peu nombreux. Au rang des holdings industrielles ou *family offices*, on peut citer Alandia et Verdosio. Les sociétés de gestions d'actifs sont moins d'une vingtaine. On peut mentionner les fonds soutenus par BPIFrance : Hivest CP, Prudentia Capital (auditionné par la commission d'enquête), Turenne, Aldebaran CP, Arcole, Butler Capital Partners. Selon les données de France Invest, les investissements en capital-retournement des fonds de *private equity* représentent moins de 1 % des montants investis en capital-investissement chaque année. En 2024, cela correspond à environ 55 millions d'euros, soit 0,2 % des montants investis par des fonds français ou étrangers, pour 49 entreprises accompagnées. Ce faible nombre d'acteurs s'expliquerait, selon les services de l'État, par l'absence de profondeur du marché (trop peu d'entreprises concernées) <sup>(1)</sup> et un rapport rendement-risque défavorable et volatile.

**La plupart du temps, ce sont des acteurs allemands ou anglo-saxons qui se positionnent pour racheter des entreprises en difficulté. Ces fonds de retournement savent tirer profit des entreprises qu'ils rachètent, souvent sans les redresser : Aurelius, Mutares, Greybull, Gramax, Callista Private Equity, etc. Les intermédiaires financiers comme Alpha Blue Ocean, qui proposent des mécanismes financiers dilutifs, sont également implantés à l'étranger, pour la plupart, et échappent largement au contrôle du régulateur.**

**Qui sont ces acteurs ? Comment fonctionnent-ils ? Comment arrivent-ils à générer des profits malgré des échecs répétés ? Quelles sont leurs pratiques et pourquoi les tribunaux de commerce et les pouvoirs publics se trouvent-ils démunis pour lutter contre leurs pratiques ? Le cas de la reprise de NovAsco par Greybull est la manifestation de l'aveuglement prolongé des gouvernements successifs vis-à-vis de ces fonds prédateurs.**

---

M. Gaëtan Rudant, « un rapport de 2023 indiquait que, sur un portefeuille de deux cents investissements évalués, 40 % se trouvaient en échec, 50 % étaient en phase de consolidation sur la décennie et seulement 10 % étaient qualifiés de réussite. »

(1) Concernant les faillites, cinq cents dossiers par an concernent des entreprises de plus de cinquante salariés et seulement trente celles de plus de trois cents salariés, comme le rappelle Mme Hélène Bourbouloux devant la commission d'enquête.

### **Le fiasco de la reprise de NovAsco par Greybull**

En 2024, le sidérurgiste Ascometal, placé en redressement judiciaire, fait l'objet d'une procédure de reprise dans laquelle plusieurs candidats se positionnent, notamment Europlasma, l'italien Acciaierie Venete et le fonds britannique Greybull Capital. Après le retrait progressif des autres offres, le tribunal judiciaire de Strasbourg valide en juillet 2024 la reprise par Greybull, avec le soutien explicite de l'État français. Le projet prévoyait que Greybull investisse 90 millions d'euros dans Ascometal (devenu NovAsco après la reprise à l'été 2024). Mais ce dernier n'a apporté que 1,5 million d'euros pendant que l'État a injecté 85 millions d'euros d'aides publiques.

Sans investissement de la part de la part de Greybull, NovAsco est finalement placée en redressement, puis en liquidation partielle en novembre 2025, entraînant des centaines de suppressions d'emplois. Seul un des quatre sites de NovAsco, celui de Leffrinckoucke, est repris par un consortium d'investisseurs réunis autour de la PME ardennaise Métal Blanc. Les sites de Saint-Etienne, Custines et Hagondange sont liquidés. Seuls 145 emplois sur 696 sont sauvés (selon le journal *Libération*).

De son côté, l'État a engagé une action en responsabilité civile contre Greybull Capital le 19 janvier 2026 devant le tribunal des activités économiques de Paris pour non-respect de ses engagements, les services de Bercy estimant le préjudice à 95 millions d'euros. Un signalement au titre de l'article 40 du code de procédure pénale a également été adressé au parquet pour des faits pouvant relever de la qualification d'escroquerie.

Deux cas d'espèces ont été particulièrement étudiés par la commission d'enquête : **celui de la holding industrielle allemande Mutares SE et celui du fonds Alpha Blue Ocean, qui finance le groupe industriel Europlasma.**

## **II. MUTARES, LE LIQUIDATEUR EN SÉRIE**

Mutares SE est une holding industrielle dont le siège est situé à Munich. La société est cotée à la bourse de Francfort. Mutares intervient principalement dans les secteurs industriels de l'automobile, de l'ingénierie, des infrastructures, de l'industrie spécialisée, du commerce, de la chimie et les matériaux de construction. Ce groupe est présent à travers onze bureaux en Europe et dispose également de bureaux en Chine, aux États-Unis, au Japon et en Inde. En France, Mutares est officiellement implanté depuis 2015 avec une trentaine d'experts opérationnels. En chiffre d'affaires, la France représente le deuxième principal pays d'activité pour Mutares, derrière l'Allemagne.

### **A. UN MODÈLE ÉCONOMIQUE JUTEUX**

#### **1. Des échecs à foison...**

Mutares a acquis une trentaine d'entreprises en difficulté en France depuis 2008. Parmi ces entreprises, seul un nombre très limité a pu bénéficier d'un redressement durable. Selon le tableau transmis par Mutares et les informations disponibles dans la presse, seules trois entreprises françaises ont véritablement été

redressées et constituent un succès de vitrine : Clécim, Repartim et Japy Tech. Et encore, le redressement de ces entreprises est récent et rien ne garantit que ce retournement soit véritablement durable. Dans le cas de Clécim, Mme Estelle Schneider, membre CFDT du comité social et économique de Bosch-Mondeville, rappelle que les mérites du groupe allemand doivent être relativisés : « *Concernant Clécim, un représentant du personnel m’a dit : “Nous avons effectivement de bons résultats économiques et ce, malgré Mutares.” Le groupe japonais Mitsubishi, souhaitant se séparer du site sans faire de vagues, avait en effet totalement assaini la situation de l’entreprise, avant que Mutares n’en prenne les rênes.* » <sup>(1)</sup>

Les échecs, eux, sont bien plus nombreux. Car s’il faut comptabiliser les **échecs directs de Mutares, lorsque la reprise aboutit à la liquidation judiciaire (Pixmania, Artmadis incluant JD Diffusion et Cogémag-Excédence, TeamTex), il faut aussi garder à l’esprit que Mutares peut céder des entreprises à un investisseur tiers sans véritablement les avoir redressées.** Que l’entreprise redevienne temporairement bénéficiaire au prix d’une fragilisation structurelle accrue ou que ses résultats n’aient pas été stabilisés, ces cessions donnent lieu à un nouveau redressement judiciaire ou à une liquidation, quelques mois ou quelques années plus tard : **Valti (liquidée), TréfilUnion (liquidée), La Meusienne, Grossbill, Eupec, CGVL, BSL Pipes and Fittings, Norsik, Cenpa, etc.** Parmi les entreprises en portefeuille, la situation n’est guère plus reluisante comme à Walor (Bordeaux), où des plans sociaux d’ampleur sont actuellement conduits.

#### SUIVI DES ENTREPRISES ACQUISES (DOCUMENT TRANSMIS PAR MUTARES)

Société	Année d'acquisition	Statut	Année de cession	Après cession
Holliday Pigments	2026	En Portefeuille	-	-
Kawneer France	2025	En Portefeuille	-	-
Locapharm	2024	En Portefeuille	-	-
Magirus Camiva	2024	En Portefeuille	-	-
TeamTex	2023	Procédure Collective	2024	-
SRT Group ("Stuart")	2023	En Portefeuille	-	-
Walor International	2023	En Portefeuille	-	-
Peugeot Motocycles	2022	En Portefeuille	-	-
Sealynx / SFC France	2022	En Portefeuille	-	-
MMT-B	2022	En Portefeuille	-	-
MoldTecs France	2022	En Portefeuille	-	-
Valti	2022	Cédée	2024	Liquidation en février 25
La Rochette Cartonboard	2021	En Portefeuille	-	-
Clécim	2020	Cédée	2025	Poursuite activité
Repartim	2020	Cédée	2023	Poursuite activité
JapyTech	2020	Cédée	2023	Poursuite activité
Lapeyre	2021	En Portefeuille	-	-
TréfilUnion	2019	Cédée	2021	Liquidation avril 2023
Plastic Omnium Trucks	2017	Cédée (Add-On)	2021	-
La Meusienne	2017	Cédée	2021	RJ en avril 2024 puis poursuite activité
Mecaplast Trucks	2016	Cédée (Add-On)	2021	-
Cogémag - Excédence	2016	Procédure Collective	2018	Poursuite activité
JD Diffusion	2016	Procédure Collective	2018	-
CENPA	2016	Cédée	2021	-
Norsilk	2015	Cédée	2021	RJ en Décembre 2024, poursuite activité
BSL Pipes and Fittings	2015	Cédée	2018	RJ en 2022 puis poursuite activité
Grosbill	2015	Cédée	2017	RJ en 10/2018 puis reprise
Pixmania	2014	Procédure Collective	2016	Liquidation en 2016
Artmadis	2012	Procédure Collective	2018	Liquidation en juillet 2018
EUPEC Pipecoatings France	2012	Cédée	2021	RJ en fin 2021 puis reprise par OAG
CGVL	2012	Cédée	2015	RJ en 2019, reprise par Ghestem Cargo
Alsace Meubles	2010	Procédure Collective	2013	-
Sicara	2008	Cédée	2012	-

(1) Compte rendu n° 12 du 19 février 2026.

Source : Mutares.

Le document transmis par Mutares (voir ci-dessus), qui permet de réaliser le suivi des entreprises cédées, comporte de curieux « oublis » : ainsi, il n'est pas fait mention du redressement judiciaire en 2025 de la papeterie Cenpa après sa cession par Mutares à un autre fonds de retournement (Accursia Capital), ni de la liquidation de TeamTex en 2025.

**In fine, sur les 21 entreprises que Mutares a rachetées et ne détient plus, au moins 16 ont été conduites à la barre d'un tribunal de commerce.**

## 2. ... Mais d'excellents résultats financiers

On pourrait admettre que Mutares connaisse des échecs, au regard de la difficulté de l'exercice. Mais ce qui est proprement incompréhensible et, par conséquent, insupportable, c'est que le modèle économique de Mutares semble aggraver les maux plutôt que les guérir.

La holding industrielle affiche d'excellents résultats financiers : selon les résultats provisoires publiés, Mutares présente, pour 2025, un chiffre d'affaires préliminaire du groupe à 6,5 milliards d'euros et un bénéfice net de la holding atteignant 130,4 millions d'euros contre 108,3 millions d'euros en 2024.

**En 2024, ce bénéfice net de la holding correspond au montant des frais de conseil et de management (*management fees*) qu'impose Mutares aux entreprises qu'elle rachète : là où on pourrait attendre qu'un fonds de retournement fonde sa rentabilité sur le produit de la cession des entreprises qu'il redresse, ce produit n'occupe en réalité qu'une place modeste dans les résultats économiques de Mutares.**

### ÉVOLUTION DES RÉSULTATS DE LA HOLDING MUTARES (2022-2024)

EUR in m				en % des				
	2022	2023	2024	2022 en %	2023 en %	2024 en %	Total 2022-2024	revenus totaux
Frais de conseil	60.9	88.5	92.4	36.5%	29.4%	32.2%	241.9	32.0%
Frais de management	10.2	15.1	17.4	6.1%	5.0%	6.1%	42.7	5.7%
<b>Total des Frais</b>	<b>71.1</b>	<b>103.6</b>	<b>109.8</b>	<b>42.7%</b>	<b>34.4%</b>	<b>38.2%</b>	<b>284.6</b>	<b>37.7%</b>
Profits des filiales	70.4	138.2	66.9	42.3%	45.9%	23.3%	275.5	36.5%
Produits de cessions	0.1	10.3	54.0	0.1%	3.4%	18.8%	64.4	8.5%
Autres	1.9	0.0	0.0	1.1%	0.0%	0.0%	1.9	0.3%
<b>Revenus des investissements</b>	<b>72.5</b>	<b>148.5</b>	<b>120.9</b>	<b>43.5%</b>	<b>49.6%</b>	<b>42.1%</b>	<b>342.9</b>	<b>45.4%</b>
Income from financial assets	0.4	1.7	1.2	0.2%	0.6%	0.4%	3.3	0.4%
Other interest and similar income	9.8	41.4	28.8	5.9%	13.8%	10.0%	80.1	10.6%
<b>Revenus financiers</b>	<b>10.2</b>	<b>43.2</b>	<b>30.0</b>	<b>6.1%</b>	<b>14.3%</b>	<b>10.5%</b>	<b>83.4</b>	<b>11.0%</b>
Autres revenus opérationnels	12.9	4.8	26.4	7.7%	1.6%	9.2%	44.1	5.8%
<b>Total des revenus Mutares Holding</b>	<b>166.7</b>	<b>301.1</b>	<b>287.2</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>755.0</b>	<b>100.0%</b>
CA Groupe Consolidé	3 752	4 689	5 262					
Total des Frais en % du CA Groupe Conso.	1.9%	2.2%	2.1%					

Source : Mutares

**Les prestations de conseil et les *management fees* facturés aux entreprises représentent près de 40 % des revenus de la holding, 10 % de ses revenus proviennent de gains financiers (prêts intragroupe, optimisation de la trésorerie) et le produit des cessions ne représentait, quant à lui, que 19 % des résultats de la holding en 2024.**

En un mot, lorsque Mutares acquiert une entreprise, la holding va facturer un ensemble de prestations permettant de faire « remonter » une partie de la trésorerie de l'entreprise en difficulté vers la maison-mère, dans des schémas souvent à la limite de la légalité.

## **B. UNE MÉCANIQUE IMPLACABLE : COMMENT MUTARES DÉPOUILLE LES ENTREPRISES QU'ELLE RACHÈTE**

L'analyse des entreprises reprises par Mutares en France révèle une logique d'intervention qui, loin de constituer un véritable processus de redressement industriel, s'apparente davantage à une **extraction méthodique de valeur au détriment des entités rachetées et de leurs salariés**. Cette mécanique, rodée au fil des acquisitions, repose sur l'exploitation intensive des actifs et de la trésorerie de l'entreprise qui est rachetée.

Le cas du groupe Lapeyre, étudié en détail lors des auditions, en constitue l'illustration la plus complète.

Le cas de l'entreprise Valti, aujourd'hui liquidée, aurait mérité une analyse précise et complète mais une enquête judiciaire, ouverte par le parquet de Dijon sur un potentiel délit économique ou financier de Mutares est en cours, ce qui limite les capacités d'investigation de la commission.

### **1. La responsabilité initiale du cédant**

Si une entreprise peut légitimement connaître des difficultés (concurrence internationale, choix stratégiques), la « mécanique Mutares » ne démarre pas au moment de l'acquisition. Elle prend racine dans les **défaillances du cédant**, parfois un grand groupe, qui cède une filiale devenue « gênante » avec une belle trésorerie pour ne pas assumer les conséquences sociales et financières de ses choix.

#### *a. La volonté d'un groupe de ne pas assumer un PSE ou les investissements nécessaires pour relancer l'entreprise*

**Un fonds comme Mutares intervient rarement dans le cadre d'une procédure collective, notamment lorsque l'entreprise en difficulté est déjà en redressement judiciaire.** La plupart des acquisitions ont lieu à l'occasion de **procédures amiables** (mandat *ad hoc* ou conciliation), lorsqu'un grand groupe n'assume plus ses responsabilités et souhaite se débarrasser d'une filiale devenue encombrante.

C'est le cas de Lapeyre, filiale de Saint-Gobain que le groupe a cédée à Mutares en 2021 après une procédure de conciliation. L'exemple d'Erasteel, cédé par le groupe Eramet au fonds belge Syntagma et qui subit aujourd'hui une lourde restructuration sur le site de Commentry, avec des flux de remontée de trésorerie douteux, relève de cette même opération dite de « *carve-out* ». Comme l'a indiqué M. Nicolas Bédu lors de son audition : « *Dans le cas de Lapeyre et pour éviter une*

*mauvaise publicité, le groupe Saint-Gobain ne souhaitait pas assumer directement la fermeture d'une marque connue.* »<sup>(1)</sup>. Incapable de redresser l'entreprise, ne souhaitant plus assumer les investissements nécessaires pour redresser sa filiale ni un PSE d'ampleur qui aurait permis d'accompagner dignement les salariés (mais qui aurait coûté cher, aussi bien du point de vue financier que réputationnel), « *Saint-Gobain a été tenté de se débarrasser de cette filiale gênante à moindre coût et avec une exposition médiatique minimale* »<sup>(2)</sup>, comme le rappelle M. Alexandre Habra, membre CFTC du comité social et économique de Lapeyre.

**Votre rapporteure regrette l'absence de réponse écrite du groupe Saint-Gobain** qui aurait permis de préciser le coût qu'aurait représenté un plan de départ d'ampleur pour les salariés de Lapeyre, sachant que le plan d'affaires de 2019 préparé par le cabinet BCG prévoyait des milliers de licenciements.

**En l'absence de transparence, les raisons invoquées par le président-directeur général (PDG) de Saint-Gobain** pour justifier la cession de Lapeyre – le groupe n'est pas spécialisé dans la vente aux particuliers, mais dans le *business-to-business* (*BtoB*), ce qui rendait nécessaire un recentrage stratégique – **sont peu crédibles.**

#### ***b. Le choix délibéré de Mutares comme repreneur***

Face à l'ampleur des difficultés, Saint-Gobain décide de vendre Lapeyre, en lançant une procédure amiable de mandat *ad hoc* en mars 2020. Le mandat *ad hoc*, accessible à toute entreprise à titre préventif, offre un cadre extrêmement large de discussion, non seulement pour négocier avec les créanciers ou rechercher de nouveaux financements, mais aussi pour organiser la reprise *in bonis* d'une entreprise : Lapeyre connaît certes des pertes récurrentes, mais elle n'a pas de problème de dette ou de trésorerie en raison du soutien financier régulier de Saint-Gobain.

Le mandat *ad hoc*, par nature confidentiel, rend très difficile l'accès à l'information pour les salariés : les informations relatives aux différentes offres ne sont pas clairement exposées et l'accord de cession n'aura jamais été transmis aux salariés (*cf. infra*).

**Pour Saint-Gobain, la procédure de mandat *ad hoc*, qui peut déboucher sur une cession dans le cadre d'un accord homologué par le tribunal de commerce, est le meilleur moyen de se dédouaner de ses responsabilités. Pourtant, la décision de vendre lui revient entièrement et c'est bien le groupe Saint-Gobain qui décide d'imposer son choix, conformément au droit des procédures amiables.**

**L'administratrice judiciaire nommée conciliatrice, Mme Hélène Bourbouloux, a rappelé comment le PDG de Saint-Gobain s'était impliqué**

---

(1) *Compte rendu n° 3 du 22 janvier 2026.*

(2) *Compte rendu n° 12 du 19 février 2026.*

**personnellement pour imposer la reprise par Mutares : « J'ai subi une énorme pression, au point que le PDG de Saint-Gobain est venu dans mon cabinet pour expliquer les critères de choix en faveur de Mutares. »** <sup>(1)</sup>

Les douze conseils économiques et sociaux (CSE) du groupe Lapeyre ont pourtant donné un avis négatif à la cession à Mutares, sur la base des rapports de quatre cabinets d'expertise comptable différents. Certains de ces rapports indiquaient un « *risque quasi certain de redressement judiciaire généralisé* » compte tenu des hypothèses irréalistes retenues dans le plan d'affaires de Mutares.

Le choix de Mutares par Saint-Gobain est d'autant plus difficile à justifier que d'autres options existaient :

– l'offre du fonds Verdoso, finaliste retenu avec Mutares par Saint-Gobain à la fin du processus de négociation du groupe ;

– deux offres plus tardives, celle d'un collectif de salariés appuyé par le fonds Inddeve et celle de l'industriel Cevital qui reposait sur des leviers pertinents (ouverture d'un espace électroménager via les produits Brandt, accès aux réseaux commerciaux d'Oxxo, création de produits d'appel à prix compétitifs).

Les arguments avancés par l'actuel PDG de Saint-Gobain devant la commission d'enquête n'apparaissent pas convaincants, notamment pour écarter le projet de reprise du collectif des salariés. La solidité financière du repreneur ne constitue pas le premier des atouts lorsqu'une trésorerie de plus de 240 millions d'euros est transmise : **l'absence de profondeur financière du collectif de salariés ne peut donc pas constituer un argument pertinent. Lors de son audition, M. Benoît Bazin n'a, par ailleurs, pas précisé en quoi l'offre de Verdoso était moins favorable que celle de Mutares.** Des candidats écartés ont, en outre, déposé une offre commune qui représentait un apport en capital de plus de 25 millions d'euros, soit nettement plus que l'engagement initial de Mutares (15 millions d'euros).

L'aspect financier semble l'avoir emporté sur tout autre aspect. M. Alexandre Habra, membre CFTC du comité social et économique (CSE) de Lapeyre, rappelle ainsi que, « *parmi les repreneurs, Mutares était celui qui demandait le moins d'argent : ils ne demandaient que 240 M€, car le reste devait être couvert par le lease-back* <sup>(2)</sup> *des magasins. Le collectif des salariés, par exemple, s'était refusé à cette option et demandait donc plutôt 300 M€ à Saint-Gobain.* »

*In fine*, l'accord de reprise qui court sur la période 2021-2025 prévoit que Mutares investisse 20 millions d'euros au capital de Lapeyre (15 millions d'euros au moment de la réalisation de la transaction et 5 millions d'euros complémentaires

---

(1) *Compte rendu n° 35 du 23 avril 2026.*

(2) *Une opération de « sale and lease back » consiste pour un acteur économique à vendre les locaux d'activité dont il est propriétaire et à l'usage pour devenir locataire de ces locaux.*

dans les 24 mois suivant la réalisation de la transaction), en complément de la dotation de 243 millions d’euros de trésorerie laissée par Saint-Gobain.

## 2. Les remontées de trésorerie

La cession à prix négatif est la pierre angulaire du modèle de Mutares dans le rachat de nombreuses entreprises. Elle consiste, pour le repreneur, à recevoir, en plus de l’actif cédé, une « dot » financière versée par le cédant pour compenser les difficultés prévisibles de l’entreprise. Dans le cas de Lapeyre, Mutares récupère non seulement une trésorerie de plus de 240 millions d’euros, mais également 180 millions d’euros d’actifs.

Outre le versement de dividendes – selon un article du *Parisien*, le fonds allemand se serait versé 20 millions d’euros de dividendes pour l’entreprise Pixmania dès 2014, soit un montant cinq fois supérieur à celui réalisé sous le précédent propriétaire <sup>(1)</sup> – le groupe Mutares réussit à exploiter la trésorerie qu’il récupère au moment de l’acquisition des entreprises, par différents moyens.

### a. *Le bargain purchase et les flux de trésorerie*

L’acquisition d’une entreprise qui dispose d’une trésorerie importante génère mécaniquement un « gain sur achat » (*bargain purchase*) comptabilisé dans les comptes consolidés de Mutares, qui lui permet de lever des capitaux supplémentaires, de financer le rachat et l’investissement dans d’autres entreprises, voire de se verser des dividendes. Cette méthode a été clairement mise en lumière par le rapport de Gotham City Research, publié le 26 septembre 2024 <sup>(2)</sup>.

---

(1) Article de presse disponible sur le lien suivant : <https://www.leparisien.fr/archives/la-troublante-gestion-de-l-ancien-actionnaire-de-pixmania-25-02-2016-5575055.php>.

(2) Rapport disponible sur le lien suivant : <https://www.gothamcityresearch.com/post/mutares-se-co-kga-research-report>.

### **La mécanique Mutares : une pyramide de Ponzi ?**

Le rapport de Gotham City Research met en lumière le modèle économique de Mutares : celui-ci repose sur des mécanismes financiers circulaires, susceptibles de s'apparenter à une pyramide de Ponzi.

Sur le plan comptable, cet analyste financier relève une incohérence entre la trésorerie déclarée au bilan du premier semestre 2024 (394 millions d'euros) et celle indiquée dans le tableau des flux de trésorerie de la même période (422 millions d'euros), soit un écart de 28 millions d'euros inexpliqué.

Le rapport pointe surtout que les créances de la holding sur ses sociétés de portefeuille ont augmenté de 288 millions d'euros entre 2019 et 2023 – un montant supérieur aux 282 millions de bénéfice net cumulé de la holding sur la même période – alors que Mutares aurait consommé 52 millions d'euros nets de trésorerie sur ce même intervalle.

**Le rapport signale une montée en puissance rapide de l'endettement : quasi nul avant 2020, il atteignait 150 millions d'euros fin 2023 et 385 millions d'euros à la date de publication.**

**Pour Gotham City Research, cela suggère que les dividendes versés aux actionnaires auraient pu être financés non par des profits réels mais par des créances intragroupe toujours croissantes.**

Mme Estelle Schneider illustre ainsi cette opacité par des flux financiers douteux entre les différentes filiales de la holding industrielle, souvent au détriment des entreprises concernées : « *MMT-B (Walor Bordeaux) a déjà subi un PSE et une réduction de ses effectifs. Pour répondre au besoin de trésorerie de la holding, MMT-B lui a prêté 30 M€, via une convention de trésorerie. Traversant lui-même des difficultés, MMT-B a demandé la restitution de ces fonds, mais il a appris avant-hier qu'il ne les reverra jamais...* »

« *Pour rester dans un cadre légal, Mutares a décidé que le site MMT-B deviendrait actionnaire des sites Walor, en France et à l'étranger. L'argent sera donc redirigé vers ces sites et MMT-B recevra, en contrepartie, une participation dans leur capital. Or si ces entreprises subissent le même sort que les autres, MMT-B perdra sa mise. »*

**Votre rapporteure a ainsi eu confirmation par les syndicats de Walor-Bordeaux que le prêt de 32 millions d'euros accordé par Walor-Bordeaux à Ferral United, entité dans le giron de Mutares que Walor-Bordeaux a intégrée, n'avait pas été remboursé. Pire encore, une enveloppe de 18 millions d'euros, normalement « sanctuarisée » pour financer la préretraite des salariés de l'entreprise, serait également sortie de l'entreprise et ne sera sans doute jamais remboursée en cas de liquidation.**

La trésorerie acquise permet de financer les prêts importants consentis par Mutares à ses filiales, qui génèrent des intérêts au bénéfice de la holding. Les revenus financiers contribuaient ainsi à hauteur de 10 % des résultats de la holding du groupe en 2024. **Les intérêts des prêts accordés aux filiales peuvent atteindre**

**des niveaux élevés, jusqu'à 10 % comme l'a reconnu M. Henri-Pierre Garnier devant la commission d'enquête** <sup>(1)</sup>.

**b. Les frais de conseil et de gestion (management fees)**

**Les frais de conseil internes constituent la première source de revenus de la holding allemande.** Lorsqu'elle acquiert une entreprise, Mutares dépêche ses « experts opérationnels » du redressement, pour la plupart issus de grands cabinets de conseil ou de groupes industriels, dans des domaines variés : développement commercial, stratégie d'achat, finance, ressources humaines, relations sociales. Ces experts, salariés de Mutares, sont payés par l'entreprise en difficulté qui a été rachetée.

Le besoin d'opérer un certain nombre de recrutements pour réaliser des tâches qu'une filiale d'un grand groupe, devenue indépendante, ne réalisait pas auparavant (*carve-out*), est sans doute inévitable. **Mais au lieu de recruter des salariés aux postes souhaités, la rémunération des experts sur la base d'un forfait journalier particulièrement élevé permet à Mutares de dégager une marge immédiate (estimée à 50 % par la holding allemande).** Sur un montant moyen de 3 000 euros par jour et consultant (qui pourrait être le montant moyen constaté dans l'entreprise Lapeyre, selon les informations dont dispose votre rapporteure), la holding générerait un bénéfice net de 1 500 euros.

**L'intensité du recours aux prestataires de conseil internes paraît totalement décorrélée des besoins de l'entreprise. Mme Estelle Schneider a rappelé que, dans le cas de TréfilUnion, ces frais de conseil pouvaient représenter jusqu'à 10 % du chiffre d'affaires de la société.** Le PDG de Mutares France Henri-Pierre Garnier a reconnu, lors de son audition, que 19,4 millions d'euros avaient été facturés par la holding en quarante-trois mois, depuis la reprise jusqu'au 31 décembre 2024, conformément à ce que les représentants des salariés avaient révélé. Ce montant est équivalent au niveau d'investissement par Mutares conformément à l'accord de conciliation. **Ainsi, Mutares rentre rapidement dans ses frais sans avoir eu besoin de redresser l'entreprise.**

**Saint-Gobain, bien conscient du risque que représentaient les frais de conseil internes pour la pérennité de l'entreprise, avait négocié l'encadrement de ces prestations dans l'accord de cession,** en fixant un plafond annuel de 2 millions d'euros de décaissements de 2021 à 2024 (8 millions d'euros au total). **Profitant des imperfections de l'accord de cession, la différence entre le montant facturé et le montant effectivement décaissé avant le 1<sup>er</sup> janvier 2025, soit 12 millions d'euros en tout, a été « empochée » dès les premiers mois de l'année 2025.** En moins de quatre ans, près de 20 millions d'euros ont ainsi été

---

(1) « Les intérêts facturés à ces sociétés correspondent aux intérêts payés par Mutares pour son propre financement, Mutares ne capte aucune marge sur ces financements. Vous avez néanmoins raison : ces taux, de l'ordre de 9 % à 10 %, sont peut-être supérieurs à ce que ces sociétés pourraient trouver sur le marché bancaire, mais elles n'y ont pas accès. ».

facturés et décaissés de Lapeyre vers Mutares alors que l'entreprise accusait des pertes significatives, atteignant – 86 millions d'euros en 2024.

Cet encaissement de 12 millions d'euros a été rendu possible grâce au transfert de la fiducie sociale – mécanisme prévu par l'accord de cession pour sanctuariser une enveloppe de trésorerie pour d'éventuels plans sociaux qui auraient été conduits avant le 1<sup>er</sup> janvier 2025 – dotée de 52 millions d'euros au 1<sup>er</sup> janvier 2025. Comme le déplore M. Alexandre Habra lors de son audition, « *c'est assez cynique : ils se sont servis dans la caisse réservée aux employés pour se payer* », d'autant que des engagements clairs avaient été pris par la direction : « *En mars 2025, nous nous sommes scandalisés du décaissement de 12 M€ de fees par Mutares. C'était une déclaration de guerre. Les dirigeants, MM. Pierre-Yves Guéguen et André Calisti, nous avaient promis que cela ne se ferait pas dans une société en difficulté. Monsieur Guéguen nous avait même dit qu'il ne décaisserait pas ces frais, car cela engageait sa responsabilité de président. Une fois les frais décaissés, le président est parti* » <sup>(1)</sup>.

L'annulation de plus de 5 millions d'euros de prestations de conseil par la suite, dont se sont targués les représentants Mutares lors de leur audition, montre à la fois la force de la mobilisation des salariés et les risques économiques et juridiques réels de ce décaissement potentiel, qui aurait pu conduire à engager une action en responsabilité envers Mutares.

Outre des frais de conseil interne, les *management fees* (frais de management) correspondent à une refacturation à l'entreprise d'une quote-part des frais généraux du groupe. Ces frais de management correspondent notamment à l'assistance en termes de *reporting* financier, d'assistances juridique et fiscale, de RSE et de conformité apportée par les salariés de la holding Mutares. Ils constituent une autre remontée de trésorerie précieuse.

### ***c. D'autres dépenses douteuses : les frais de conseil externes et les salaires des dirigeants***

Dans l'exemple de Lapeyre, d'autres dépenses encore semblent douteuses.

Aux frais de conseils internes s'ajoutent les frais de conseils externes, auxquels Mutares recourt de façon industrielle. **Ils ont atteint, en trois ans, près de 54 millions d'euros selon les informations dont dispose votre rapporteure, au bénéfice de nombreux cabinets.**

Les taux journaliers de certains cabinets externes – notamment Porsche Consulting, facturant ses prestations entre 2 520 et 4 200 euros HT par jour – apparaissent comme « déconnectés de la réalité » selon le rapport dressé par Altinéa, mandaté par les représentants salariés des CSE, d'autant plus qu'ils sont supérieurs de 40 % aux taux pratiqués par Saint-Gobain pour des prestations équivalentes, avant la cession de Lapeyre à Mutares.

---

(1) *Compte rendu n° 12 du 19 février 2026.*

**Les salaires des dirigeants de Lapeyre, après la reprise par Mutares, apparaissent très élevés, sensiblement plus que ne l'étaient ceux des dirigeants de la société sous l'actionnaire précédent. Le caractère flou des réponses des représentants de Mutares, lors de leur audition, quant au niveau de rémunération des dirigeants ne s'est pas dissipé à la suite de la réponse écrite transmise par le groupe... puisqu'aucune réponse n'a été apportée sur ces sujets.** En 48 mois, 13 millions d'euros de frais de « Comex » sont comptabilisés par les représentants syndicaux, dont 9 millions d'euros pour les quatre principaux dirigeants de l'entreprise Lapeyre. La rémunération annuelle pourrait représenter près de 670 000 euros par membre de la direction. Par ailleurs, le fait que les dirigeants ne soient pas rémunérés directement, mais que leur rémunération transite par la société MCL dans laquelle sont également présents les membres du comité stratégique de la holding allemande, ne peut qu'interroger. **En outre, depuis 2024, les nouveaux dirigeants (à savoir MM. André Calisti, Pierre-Yves Guégan, Markus Gerstner et Dario Sangiovanni) interviennent directement en tant que consultants de Mutares et ne seraient plus salariés.**

Ces différents frais bénéficient donc directement ou indirectement à des personnes et des acteurs qui gravitent autour de Mutares ou en sont membres.

### **3. La chronique d'un désastre annoncé**

La remontée agressive de trésorerie des entreprises cibles vers la holding mère s'accompagne inévitablement d'un même schéma : vente des actifs, manque de transparence, tensions avec les salariés et, dans certains cas, recours au régime de garantie des salaires (AGS) lorsque l'entreprise a été vidée de sa substance.

#### *a. Une vente des actifs*

**Si un fonds comme Mutares finit, le plus souvent, par envoyer l'entreprise « à la casse », il a intérêt à la maintenir en vie artificiellement pour garantir le plus longtemps possible les remontées de trésorerie.**

Pour nourrir les prélèvements au bénéfice de la holding, les actifs des sociétés cibles doivent être sans cesse « optimisés » : baisse des stocks et vente des machines, vente des murs dans le cadre d'une opération de « *sale-and-lease-back* », etc. **In fine, les cessions d'actifs compromettent encore davantage le retournement de l'entreprise.**

Dans le cas de Valti, des stocks de matières premières ont ainsi été vendus pour 8 millions d'euros selon les informations transmises par Mutares.

Dans le cas de Lapeyre, la survie de l'entreprise a été rendue possible par la vente progressive des murs des magasins et des sites de production dans le cadre d'une opération de *sale-and-lease-back* (vente, puis location, du site dont l'entreprise était auparavant propriétaire) : entre 2022 et 2023, vingt-huit magasins et l'ancien siège d'Aubervilliers ont été vendus pour un montant de 96,3 millions

d'euros. En 2025, treize magasins supplémentaires ont été cédés pour un montant de 40 millions d'euros et dix-neuf nouvelles cessions sont envisagées pour un montant total de 34,8 millions d'euros, **soit un total de 170 millions d'euros sans lequel le redressement judiciaire de Lapeyre aurait déjà été enclenché. Cette vente conduit à renchérir les charges d'exploitation par la location des murs dont Lapeyre était auparavant propriétaire** : la première tranche de cession représente ainsi une charge d'exploitation supplémentaire de 4,8 millions d'euros par an liée aux loyers, et le système de franchise mis en place conduit à un alourdissement progressif de ces charges. Cette fuite en avant, qui permet à la holding de gagner quelques mois, fait fuir les repreneurs potentiels comme l'a rappelé M. Alexandre Habra lors de son audition.

**Mutares envisagerait actuellement de vendre les murs et les terrains de Walor-Bordeaux pour un montant total avoisinant les 30 millions d'euros.**

Dans le cas de l'entreprise TeamTex, Mutares admet également avoir demandé à la direction de céder quatre machines (deux presses et deux souffleuses) et divers autres équipements, pour un montant total de 150 000 euros.

#### **Logiplast-TeamTex : un effondrement ultra rapide**

La reprise de Logiplast TeamTex par Mutares se caractérise par une descente aux enfers très rapide de l'entreprise.

Fin 2023, la holding industrielle allemande acquiert un fleuron européen des sièges automobile pour enfant. Début 2025, l'entreprise est déjà liquidée.

Bien que l'entreprise connût des difficultés manifestes avant la reprise par Mutares, un tel effondrement a suscité un véritable étonnement chez les salariés, dont une partie ne parlait pas français et pouvait être en situation de vulnérabilité, comme. M. Khaled Hemici, salarié mal-entendant qui a été auditionné par la commission d'enquête et dont les droits n'ont pas été respectés durant la procédure de liquidation.

Selon ses représentants, Mutares aurait été flouée par la famille Nania, propriétaire de l'entreprise, des poursuites judiciaires ayant été engagées.

Les salariés mettent en avant, quant à eux, la vente soudaine des machines et l'acquisition concomitante de Prénatal concurrente de TeamTex – ce qui pourrait expliquer l'absence de véritable volonté de redresser TeamTex.

#### ***b. La dégradation inexorable des droits des travailleurs***

Mutares se distingue également par une conception assez particulière du dialogue social, qui repose sur le dénigrement systématique des équipes en place. Comme le rappelle un cadre de Valti, dont les propos sont rapportés par le média en ligne *Les jours* dans un article du 15 août 2025 : « *On voit que Mutares, ce sont des gens extrêmement compétents dans leur métier... qui consiste à être des ordures*, cingle l'un de ces anciens cadres. *Que vous soyez ouvrier ou cadre, ils vous*

*font comprendre que vous êtes de la merde. Notre erreur, ça a été de ne pas porter plainte pour harcèlement.* »<sup>(1)</sup>.

M. Hervé Grillon, délégué syndical central chez Distrilap rappelle ainsi devant la commission d'enquête : « *J'ai de très mauvaises relations avec les dirigeants de Mutares : je les trouve violents dans leurs propos et leurs actions. Ils n'ont eu de cesse de répéter que les magasins étaient mauvais, que nous n'arriverions pas à redresser l'entreprise parce que nous étions insuffisants, qu'il fallait se débarrasser des gens non productifs et que c'était une honte d'avoir des salariés malades.* » Pour imposer le redressement des entreprises selon ses propres méthodes, Mutares applique ainsi une pression continue souvent au détriment de la santé des salariés.

### *c. Jusqu'au recours aux AGS...*

Le recours au régime de garantie des salaires constitue l'étape ultime de ce dépeçage en règle. S'il n'est advenu qu'en cas de redressement judiciaire (pour Pixmania en 2016 et 2017, Artmadis en 2018, TeamTex en 2025, Walor-Bogny et Walor-Vouziers en 2025 selon les informations transmises par Mutares), ce recours apparaît particulièrement choquant lorsque Mutares bénéficie d'une trésorerie importante au moment de la reprise comme, par exemple, dans le cas de Pixmania (cédée par Dixons en septembre 2013, avec près de 70 millions d'euros de trésorerie).

Alors que le fonds allemand bénéficie de cette trésorerie au titre des frais de consultants, des *management fees*, de prêts intragroupe ou de remontées de dividendes, le recours au régime de garantie des salaires (AGS) permet à Mutares de bénéficier de la solidarité nationale (cotisations patronales) : **il est incompréhensible que le fonds lui-même ne prenne pas la charge des créances salariales lorsque le rachat de l'entreprise n'a pas généré de pertes pour lui.**

---

(1) Article disponible sur le lien suivant : <https://lesjours.fr/obsessions/mutares/ep4-mutares-automobile>.

### **Le régime des AGS**

Le régime de garantie des salaires (AGS) garantit le paiement des sommes dues aux salariés lorsque deux conditions cumulatives sont réunies :

- l’employeur fait l’objet d’une procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire ;
- l’employeur ne dispose pas des fonds nécessaires au règlement des créanciers salariaux.

Les créances garanties comprennent les rémunérations de toute nature, les indemnités de licenciement, les indemnités compensatrices de préavis et de congés payés, ainsi que les sommes dues au titre de l’intéressement et de la participation.

L’étendue des sommes garanties par l’AGS (indemnités de rupture, intéressement, participation, salaires, congés payés, frais professionnels, créances diverses) dépend de la procédure collective ouverte. La garantie de paiement des salaires est également limitée et diffère selon la nature de la procédure collective (liquidation ou sauvegarde/redressement).

**Le régime de garantie des salaires est financé par une cotisation patronale obligatoire, dont le taux est de 0,25 % depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2024. Cette cotisation est acquittée par tout employeur de droit privé.**

Mutares n’est pas l’employeur des salariés dans le cas des entreprises qu’il a en portefeuille et qui connaissent une procédure de liquidation, mais uniquement l’actionnaire de ces entreprises. Au regard des principes d’autonomie des personnes morales et de la responsabilité limitée des associés, il n’est pas redevable des créances salariales et peut ainsi se « reposer » sur les AGS.

**Le modèle économique de Mutares, qui « coche toutes les cases » d’une prédation systématique, appelle une réflexion sur le fonctionnement de la justice commerciale et un encadrement beaucoup plus strict des remontées de trésorerie, deux points qui seront abordés dans une prochaine sous-partie.**

Notre collègue et ancien ministre Marc Ferracci a lui-même estimé, devant la commission d’enquête, qu’il n’est plus possible de laisser un groupe comme Mutares agir en toute impunité : *« Comment faire pour réguler des pratiques parfois excessives, par exemple en matière de management fees ? L’ensemble des auditions que vous avez conduites auprès d’acteurs bien plus spécialistes que moi du droit des entreprises en difficulté, des procédures de retournement et de la gestion de ce genre de dossiers offrent certainement des pistes de recommandations. Pour ma part, je pense qu’il faut agir et j’attends avec impatience les recommandations de votre commission. »* <sup>(1)</sup>.

---

(1) *Compte rendu n° 43 du jeudi 30 avril.*

### III. EUROPLASMA : UN GROUPE INDUSTRIEL FINANCÉ PAR UN FONDS VÉREUX, DEvenu INDISPENSABLE AUX POUVOIRS PUBLICS

Le groupe industriel Europlasma est aujourd’hui financé par un fonds d’investissement prédateur (Alpha Blue Ocean) qui, sans exercer un contrôle permanent sur Europlasma, est susceptible d’exercer une influence directe sur son action. Or l’État, totalement passif, est devenu indirectement dépendant de ce fonds d’investissement, au regard du rôle que joue le groupe Europlasma pour les secteurs de la défense et de l’industrie, de manière générale, avec la reprise d’entreprises de premier plan comme Valdunes ou Fonderie de Bretagne.

#### A. DERRIÈRE EUROPLASMA : L’OMBRE D’ALPHA BLUE OCEAN ET DES OCABSA

##### 1. La présentation d’un groupe en grande difficulté

Créé en 1992, Europlasma est un groupe industriel français implanté en Gironde et coté à la bourse de Paris depuis 2001. Il emploie aujourd’hui plus de sept cents salariés. Son président-directeur général (PDG) est M. Jérôme Garnache-Creuillot depuis 2019. Le conseil d’administration est composé du président-directeur général, de M. Pascal Gilbert et de l’ancien délégué général pour l’armement Laurent Collet-Billon.

Le groupe est historiquement constitué de plusieurs filiales spécialisées dans le traitement des déchets dangereux

En 2019, alors dans l’incapacité d’honorer ses obligations vis-à-vis de ses créanciers, le groupe est placé en redressement judiciaire. L’entreprise alors est reprise par la société Zigi Capital SA, dont sont actionnaires le nouveau PDG Jérôme Garnache-Creuillot et le fonds Alpha Blue Ocean (ABO). Le mode de financement du groupe par ABO a, dès l’acquisition des Forges de Tarbes, une influence potentiellement déterminante sur la conduite de l’entreprise qui a conduit à soumettre le groupe à une procédure de contrôle des investissements étrangers en France pour plusieurs de ses acquisitions.

Dans un article publié en 2023, M. Jérôme Garnache-Creuillot reconnaissait d’ailleurs être en échange permanent avec les fondateurs d’ABO : « Avec Pierre Vannineuse et Hugo Pingray, les deux cofondateurs d’ABO, nous avons des échanges presque quotidiens sur notre appréhension de l’évolution d’Europlasma. » <sup>(1)</sup>.

---

(1) Article du 22 août 2023 paru dans le Journal de l’économie : <https://www.journaldeleconomie.fr/jerome-garnache-la-difficulte-du-financement-en-ocabsa-cest-dexpliquer-le-mecanisme-aux-actionnaires/>.

## 2. Un financement plus que douteux : l'emprise du fonds vautour Alpha Blue Ocean

Depuis juillet 2016, Europlasma recourt à des obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa)<sup>(1)</sup> au bénéfice de différentes entités (Bracknor Fund Ltd, European High Growth Opportunities Securization Fund, Global Tech Opportunities, Global Corporate Finance Opportunities 11 et Environmental Performance Financing [à partir de 2022]) toutes détenues par le fonds ABO et domiciliées dans des paradis fiscaux (Bahamas, Îles Caïmans, Dubaï, Luxembourg).

**La commission d'enquête ne peut que regretter que, malgré de multiples relances par plusieurs canaux, les dirigeants d'ABO, notamment M. Pierre Vannineuse, n'aient jamais pu être auditionnés.**

### *a. « La Bourse de Paris n'est pas plus sûre [avec ABO] que les casinos de Macao » (Didier Testot)*

Avec Atlas Capital Markets ou Negma (lui-même lié à ABO), ABO fait partie des quelques fonds qui se sont spécialisés dans les financements dilutifs à des entreprises en difficulté.

Le fonds ABO se présente comme spécialisé dans le « *restructuring* », c'est-à-dire le soutien aux entreprises en difficulté ou connaissant un besoin temporaire de liquidités. Le fonds a, sur la place financière, une réputation sulfureuse du fait de son recours systématique aux financements dilutifs. Structuré en différentes entités domiciliées dans plusieurs paradis fiscaux, **le fonds se présente comme un *family office*, sans qu'aucun véritable investisseur connu ne lui ait confié de fonds propres**, selon toute apparence.

Pour attirer des entreprises confrontées à un manque temporaire de liquidités ou à des difficultés structurelles, les dirigeants du fonds ABO n'hésitent pas à user de toutes les méthodes pour capter leur confiance, comme le rappelle M. Didier Testot, fondateur de « La Bourse et la Vie » et auditionné par la commission d'enquête : « *En France, depuis plusieurs années, des méthodes de séduction sont déployées en direction de dirigeants d'entreprise : un témoin a évoqué des invitations régulières aux Bahamas, des frais payés, des billets d'avion en première classe ou en jet privé offerts, etc. Tout est bon pour instaurer un climat de confiance avec le dirigeant, afin de faciliter les affaires. Des articles dans la presse ont également été achetés, car ces fonds ont les moyens de telles pratiques.* »<sup>(2)</sup>.

En mettant en place un mécanisme de financement « alternatif », les fonds imposent leur gouvernance et rendent les entreprises dépendantes de leurs services.

---

(1) Europlasma a également eu recours à des obligations convertibles en actions nouvelles et existantes (Oceane) en 2021 pour un montant de 34 millions d'euros en 2021.

(2) Compte rendu n° 10 du 12 février 2026.

Ces entreprises perdent la confiance du marché et celle des acteurs institutionnels du financement. Le plus souvent, le fonds ne disposerait d'ailleurs pas des liquidités nécessaires avant d'accorder ces types de financement. Le témoignage du fondateur de Pharmasimple, M. Michaël Willems, arnaqué par le fonds ABO, est, à cet égard, tout à fait éclairant <sup>(1)</sup>.

Les agissements d'ABO ont fait l'objet de plusieurs condamnations. Dès juin 2019, le régulateur financier norvégien (*Finanstilsynet*) a sanctionné le fonds pour un montant de 4 millions de couronnes (environ 500 000 euros). En France, la commission des sanctions de l'AMF a, dans une décision du 11 décembre 2024, prononcé des sanctions comprises entre 1 et 1,5 million d'euros à l'encontre respectivement des sociétés European High Growth Opportunities Manco (Ehgo) SA et Alpha Blue Ocean Inc., d'une part, et de M. Pierre Vannineuse, d'autre part, pour manipulation du cours du titre Auplata (entreprise spécialisée dans l'extraction d'or, notamment en Guyane) et diffusion de fausses informations. Dans le cas d'espèce, le fonds Ehgo SF, qui avait conclu avec Auplata un contrat de financement dilutif (Odirnane avec bons de souscription d'actions) fin octobre 2017, avait cédé un nombre important d'actions Auplata en méconnaissance de ses engagements de conservation et de limite du volume quotidien de vente communiqués au public... Sur le plan judiciaire, des plaintes ont été déposées en France et en Belgique par M. Michaël Willems des chefs d'abus de confiance, recel et escroquerie. Le dossier est instruit à la section économique et financière du tribunal judiciaire de Paris.

### ***b. Les Ocabsa : un dispositif ravageur à contrôler davantage***

ABO est principalement connu pour son recours aux obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa). Présentées comme un substitut au financement bancaire, les Ocabsa sont un montage financier d'émission de capital contre lequel l'Autorité des marchés financiers alerte régulièrement <sup>(2)</sup> : un intermédiaire financier accorde un prêt à une entreprise sous la forme d'un accord qui prévoit l'émission d'obligations convertibles rapidement en actions par le créancier. Il est à noter que l'émetteur d'Ocabsa dispose de la faculté d'imposer à l'entreprise d'émettre un certain nombre d'obligations convertibles (« *investor call* »).

La revente rapide et massive des actions au cours de marché, qui est supérieur au prix d'acquisition des obligations, provoque presque systématiquement une chute du cours de bourse au détriment des actionnaires de l'entreprise, alors que

---

(1) Voir l'entretien de M. Michaël Willems avec M. Didier Testot : <https://www.labourseetlavie.com/l'interview/exclusif-bourse-les-dessous-de-la-faillite-de-pharmasimple>.

(2) Plusieurs communiqués ont ainsi été publiés par l'AMF ces dernières années : « L'AMF alerte les émetteurs et les investisseurs sur les risques associés au financement par Ocabsa et autres formes d'equity lines particulières » (20 juillet 2020), « L'AMF alerte les sociétés cotées, les mandataires sociaux et les investisseurs sur les risques associés aux financements sous forme d'equity lines et d'Ocabsa » (15 novembre 2021), « L'AMF publie une étude sur l'évolution du cours de bourse des sociétés ayant recours à des financements dilutifs sous forme d'Ocabsa ou d'equity lines » (12 octobre 2022) et « L'AMF appelle les sociétés cotées à une meilleure information des investisseurs sur les risques encourus à l'occasion d'opérations de financement dilutives » (14 février 2023).

l'intermédiaire réalise, quant à lui, une plus-value juteuse pour un investissement peu risqué, comme le rappelle l'Autorité des marchés financiers : « *L'intermédiaire se rémunère à plusieurs titres alors qu'il supporte un risque relativement faible : le prix de conversion des obligations bénéficie généralement d'une décote, les bons de souscription sont transférés à titre gratuit, des commissions d'engagement ou de tirage sont souvent attribuées et des pénalités contractuelles peuvent être prévues dans le cas où le prix de conversion ou d'exercice deviendrait inférieur à la valeur nominale de l'action.* » <sup>(1)</sup>

Les bons de souscription d'actions permettent, par ailleurs, d'acheter plus tard des actions à un prix fixé à l'avance, ce qui permet au fonds de générer une plus-value si le cours de l'action dépasse ce prix. La vente des actions est parfois suivie, par la suite, d'un regroupement d'actions pour que le cours de l'action reparte à la hausse artificiellement.

#### ÉVOLUTION DU COURS DE BOURSE D'EUROPLASMA



Le graphique montre l'écroulement du cours d'Eurolasma depuis 2016. Le 27 mai 2026 à 18h44, l'action d'Eurolasma atteignait 0,0042 euros.

Source : Boursorama.

L'intermédiaire qui émet des Ocabsa profite bien souvent des difficultés des actionnaires à s'organiser pour contester leur émission ou en contrôler les caractéristiques, ce qui est le cas avec Eurolasma puisque le capital de l'entreprise est flottant à 100 %.

---

(1) Réponses écrites de l'Autorité des marchés financiers.

Une étude de l'AMF d'octobre 2022 a ainsi établi que, sur 69 sociétés ayant recouru aux Ocabsa, 83 % avaient vu leur cours s'effondrer avec une chute moyenne de 72 % du cours. Vingt d'entre elles voient leurs cours baisser de plus de 90 %, ce qui constitue un indicateur saisissant de la nocivité systémique de ces financements. Parmi elles, on retrouve de nombreuses entreprises financées par ABO : c'est le cas de Métavisio, entreprise spécialisée dans la conception et la commercialisation de produits informatiques, dont le cours de bourse a plongé de 97 % et qui a été placée en redressement judiciaire en mai 2026 <sup>(1)</sup>.

**Pour maximiser les revenus, outre le fait que les obligations sont accordées à un montant inférieur au cours moyen observé durant la période précédant l'émission <sup>(2)</sup>, le tirage d'une nouvelle tranche obligataire, qui conduit à la conversion rapide des obligations en actions, est très régulièrement précédé (ou immédiatement suivi) d'annonces flatteuses ou d'articles de presse laudateurs pour favoriser une hausse soudaine du cours de bourse.** Le dernier exemple en date est un cas emblématique : la dernière tranche de 1 million d'euros d'Ocabsa tirée par Europlasma le 9 avril 2026 <sup>(3)</sup> a été suivie, le lendemain, de l'annonce de l'ouverture de négociations exclusives pour la cession de ses activités de défense pour un montant de 150 millions d'euros <sup>(4)</sup> !

**Si l'Autorité des marchés financiers indique avoir renforcé sa doctrine pour mieux protéger et informer les investisseurs en 2023** – elle recommande aux sociétés qui recourent à des financements par émissions de titres de capital ou donnant accès au capital, échelonnées dans le temps, d'adopter une communication et un avertissement-type sur les risques liés à ce type d'opérations – **il est aujourd'hui impératif d'aller beaucoup plus loin dans l'encadrement des Ocabsa et des différents autres mécanismes financiers dilutifs qui existent**, comme les programmes d'augmentation de capital par exercice d'options (Paceo), les bons de souscription d'actions (BSA), les obligations remboursables en numéraire et en actions nouvelles et existantes avec bons de souscription en actions (Ornane BSA) ou les obligations convertibles en actions nouvelles ou existantes avec bons de souscription en actions (Océane BSA).

---

(1) Pour un aperçu de l'ensemble des boîtes coulées par Alpha Blue Ocean, voir notamment : <https://warning-trading.com/enquetes-et-decryptages/alpha-blue-ocean-vannineuse-pingray-europlasma-zigi-atlas-negma-bracknor/>.

(2) Le PDG d'Europlasma a ainsi indiqué lors de son audition : « Dans notre contrat, quand j'émetts une obligation, ils la souscrivent à 95 % du pair : cela signifie qu'ils gagnent mécaniquement 5 % sur un cours moyenné. Ensuite, ils ont entre trois semaines et un mois pour se délester de ces actions [...]. Quant au trading qu'ils réalisent pendant cette période, il ne me regarde pas. » *Compte rendu n° 24 du 2 avril 2026*.

(3) Europlasma, Communiqué de presse, 9 avril 2026 : <https://www.europlasma.com/tirage-de-200-obligations-convertibles-en-actions-nouvelles-pour-un-montant-nominal-de-1me-6/>.

(4) Europlasma, Communiqué de presse, 10 avril 2026 : <https://www.europlasma.com/cession-de-ses-activites-de-defense-europlasma-ouvre-des-negociations-exclusives-avec-un-investisseur-francais/>.

Les conditions de recours aux Ocabsa devraient être sensiblement durcies en s’inspirant des garde-fous existant dans d’autres places financières, comme l’avis du Haut-Comité juridique de la place financière de Paris l’a montré <sup>(1)</sup>.

A minima, les exemptions à l’obligation de publication d’un prospectus validé par l’AMF doivent être supprimées <sup>(2)</sup>. L’agrément de prestataire de service d’investissement (PSI), qui est délivré par l’AMF, devrait être obligatoire pour les fonds qui recourent aux Ocabsa et aux autres financements dilutifs. La jurisprudence récente de la Cour de cassation pourrait ainsi servir d’aiguillon : dans son arrêt du 9 juillet 2025 dans le cadre du litige opposant Biophytis au fonds Negma <sup>(3)</sup>, dans lequel des membres de la galaxie ABO sont d’ailleurs impliqués, la Cour de cassation a jugé que l’exécution réelle d’un contrat passé entre un fonds et une société en recherche de financement doit être examinée sans se limiter à la seule lettre des stipulations contractuelles et évaluer notamment si l’opération peut être qualifiée de « prise ferme » – c’est-à-dire si le fonds s’engage à l’égard de l’émetteur ou du cédant à souscrire ou à acquérir des instruments financiers avec l’intention de les vendre soit à ses clients, soit sur les marchés financiers, ce qui est typiquement le cas avec Europlasma. Si le juge requalifie en « prise ferme » certaines opérations d’Ocabsa, indépendamment des stipulations contractuelles, l’obtention d’un agrément de prestataire de services d’investissement sera obligatoire, conformément à l’article L. 321-1 du code monétaire et financier. Cette jurisprudence doit impérativement être confirmée, y compris par une évolution du cadre légal et réglementaire si cela est nécessaire. L’obligation de disposer de l’agrément de PSI permettrait de garantir l’honorabilité des fonds qui proposent ces modes de financement.

D’autres mesures d’encadrement, qui pourraient nécessiter une modification de la directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d’instruments financiers, dite « Mifid II », pourraient être envisagées comme l’interdiction du recours aux Ocabsa en-deçà d’un prix plancher, la limitation du montant des Ocabsa pouvant être émises, l’encadrement de la décote opérée au moment de la conversion des obligations en actions (voire l’interdiction de cette décote) ou encore l’encadrement strict des commissions d’engagement ou de tirage.

**Apprendre, au cours d’une audition publique, que M. Bruno Le Maire, ministre chargé de l’économie en France entre 2017 et 2024, est totalement ignorant du mécanisme des Ocabsa est très inquiétant** et montre comment les gouvernements successifs ont été incapables de réguler cette finance débridée. <sup>(4)</sup>

---

(1) Avis du Haut-Comité juridique de la place financière de Paris (HCJP) en réponse à la saisine du parquet général de la Cour de cassation sur les financements Equity alternatifs, 24 avril 2025.

(2) Lorsque les offres de financement sont réservées aux investisseurs qualifiés ou à moins de 150 personnes, les articles 1(4) et 3(2) du règlement européen Prospectus 2017/1129 prévoient une exemption de l’obligation de prospectus.

(3) Cour de Cassation, Pourvoi n° 23-15.492, 9 juillet 2025 <https://www.courdecassation.fr/decision/686e0291e0a6f0ca1546efc8>

(4) Compte rendu de l’audition du jeudi 30 avril : « Mme la rapporteure Aurélie Trouvé. Je vais vous poser une question spécifique portant sur les obligations convertibles en actions avec bons de souscription d’actions (Ocabsa). N’avez-vous jamais été interpellé durant l’exercice de votre responsabilité de ministre sur le sujet

Il pourrait même être envisagé, à terme, de supprimer la possibilité de recourir aux Ocabsa et aux autres financements dilutifs, dans une réforme plus globale du financement des entreprises qui les protège et finance leurs besoins.

**Recommandation n° 10 : Interdire les Ocabsa (et aux autres instruments similaires). À défaut, durcir les conditions de recours aux Ocabsa (et aux autres instruments similaires) : encadrement de la décote, limitation du montant des émissions, encadrement des commissions d’engagement ou de tirage, fixation d’un prix plancher des actions, etc. Imposer l’agrément de prestataire de service d’investissement (PSI) aux fonds qui accordent ces financements.**

## B. COMMENT L’ÉTAT EST DEVENU DÉPENDANT D’EUROPLASMA

Depuis 2016 et selon les informations transmises par le groupe, ABO a financé Europlasma à hauteur de **116 millions d’euros, dont 100 millions d’euros via des Ocabsa ou d’autres instruments dilutifs**, avec une très nette accélération de ce financement à partir de 2021.

### MODALITÉS DE FINANCEMENT D’EUROPLASMA PAR ABO

Année	Montant reçus par Europlasma (M€)	Entité du fonds ayant financé Europlasma	Financement
2016	15	Bracknor	Ocabsa
2019	8	EHGOSF	Ocabsa
2020	6,5	GTO	Ocabsa
2021	34	GCFO	OCEANE
2022	14,4	EPF	Prêt
2023	15	EPF	Ocabsa
2024	23	EPF	Ocabsa

Source : Europlasma.

Le PDG d’Europlasma indique n’avoir pas eu d’autre choix que de recourir aux Ocabsa pour financer son entreprise, en l’absence de partenaire bancaire et dans l’incapacité de servir un rendement suffisant à un fonds d’investissement classique : *« Nous sommes dans un pays qui punit les repreneurs. La réglementation bancaire, notamment les règles du comité consultatif de la législation et de la réglementation financière (CCLRF), ne permet pas à un banquier “classique” de financer une entreprise passée par les fourches caudines du redressement judiciaire. Dans ce cas, il doit provisionner de 100 % à 150 % de fonds propres additionnels pour un tel financement (...).*

*« Dès lors, si vous voulez reprendre une entreprise industrielle à la barre du tribunal de commerce, il ne vous reste que deux solutions.*

---

des Ocabsa ? **M. Bruno Le Maire.** J’étais ministre de l’économie et des finances, et non gestionnaire d’actifs. »

*« La première est d'être très riche, ce que je ne suis pas. La deuxième est d'avoir un fonds d'investissement derrière vous. Généralement, ces fonds exigent 30 % de rendement (...). Pour sauver les emplois d'Europlasma en 2019 et cette technologie que nous estimions très importante, il fallait trouver un partenaire alternatif. Nous avons donc émis des obligations convertibles, souscrites dans le cadre d'un programme. Ce sont les marchés de capitaux, c'est-à-dire les actionnaires, qui ont financé le retournement d'Europlasma »<sup>(1)</sup>.*

**Si le strict encadrement des Ocabsa est nécessaire, le véritable scandale public est que l'État se soit progressivement reposé sur Europlasma pour la reprise de nombreuses entreprises, alors que le groupe était plus que fragile financièrement, engagé dans une forme de fuite en avant financière et contrôlé par le fonds ABO.**

### **1. Tous les signes d'une cavalerie caractérisée**

**Depuis 2021, le groupe, pourtant en difficulté financière, a procédé à l'acquisition de plusieurs entreprises, toutes en redressement judiciaire.**

Ces acquisitions ont conduit le groupe à développer une activité industrielle éloignée de son cœur de métier et de plus en plus orientée vers l'industrie de l'armement. Ce choix est celui d'un PDG qui reconnaît être un pur financier sans aucune compétence industrielle<sup>(2)</sup>.

Les entreprises rachetées sont les suivantes :

– les **Forges de Tarbes**, spécialisées dans la fabrication de corps creux d'obus destinés aux industries de la défense terrestre et navale, sont rachetées en mai 2021. Le projet de reprise est centré sur la production d'électrodes en cuivre, qui constituent un élément coûteux de la torche à plasma. Le déclenchement de la guerre en Ukraine conduit l'entreprise à se recentrer sur la production de corps creux d'obus explosif 155 LU 211, principalement pour l'entreprise KMW Nexter Defense Systems (KNDS) dont le principal donneur d'ordre est la direction générale de l'armement ;

– les **Forges de Gerzat**, spécialisées dans la production de corps creux en aluminium recyclé pour la fabrication de bouteilles d'oxygène, sont rachetées en janvier 2022 ;

– **Satma Industries**, spécialisé dans la production de feuilles d'anode pour les condensateurs électrolytiques, est racheté au printemps 2022 ;

---

(1) *Compte rendu n° 24 du 2 avril 2026.*

(2) *M. Jérôme Garnache-Creuillot n'a pas fait mystère des limites de ses compétences industrielles : « Que les fondeurs des Fonderies de Bretagne aient pu imaginer que j'arriverais, un beau matin, avec un obus fondu, me paraît un peu surprenant, car la fonderie, c'est leur domaine ! Si, un jour, nous parlons de titrisation, ils pourront me poser des questions, mais, en matière de fonderie ou de forge, je suis totalement incompétent, ce n'est pas mon métier. » (compte rendu n° 24 du 2 avril 2026).*

– **Valdunes**, qui fournit des roues, des axes et des essieux pour l'industrie ferroviaire grâce à ses deux sites de Leffrinckoucke et Trith-Saint-Léger, est racheté en mai 2024 avec un projet de décarbonation de la production et la construction d'une unité de production d'énergie ;

– **FP Industries** (anciennement FP Environnement), spécialisé dans la dépollution des polluants organiques persistants, du plomb, des métaux lourds et de l'amiante, est racheté en novembre 2024 ;

– la **Fonderie de Bretagne**, ancienne filiale de Renault (qui représente encore 95 % de son chiffre d'affaires au moment de son rachat) qui produit des pièces de fonte brutes et usinées pour l'industrie automobile, est rachetée en mai 2025.

Dans son projet de reprise, Europlasma a l'intention de développer une activité de production de corps creux d'obus, notamment pour l'export (obus dits « PaVa » de 120 mm) ;

**Comment un groupe en grande difficulté et en redressement judiciaire en 2019, peut-il se lancer dans l'acquisition de six entreprises, toutes en redressement judiciaire, d'une taille critique parfois équivalente à celle du groupe au moment même où il acquiert l'entreprise ?** En 2024, les Forges de Tarbes et Valdunes représentaient, à elles deux, près des trois-quarts du chiffre d'affaires du groupe. Insatiable, le groupe a même fait des offres pour reprendre NovAsco et le groupe Streit. **Lorsqu'un groupe, fragile financièrement, rachète lui-même des entreprises extrêmement fragiles, toutes les conditions sont réunies pour foncer vers un crash industriel...**

#### PRINCIPAUX INDICATEURS FINANCIERS DU GROUPE EUROPLASMA

(en milliers d'euros)

Indicateurs	2020	2021	2022	2023	2024
Chiffre d'affaires consolidé	3 795	9 804	14 520	15 406	42 451
Résultat opérationnel	4 594	- 6 439	- 8 343	- 18 724	- 21 819
Ebitda	- 7 383	- 10 048	- 11 840	- 12 990	- 13 533
Résultat net	<b>- 9 880</b>	<b>- 12 675</b>	<b>- 15 924</b>	<b>- 14 744</b>	<b>- 15 291</b>

Source : communiqués de presse et rapports annuels d'Europlasma.

Dans le cadre d'un contrôle sur pièces et sur place, votre rapporteure a pu consulter une note adressée par la mission interministérielle aux restructurations d'entreprises (Mire) au ministre chargé de l'industrie, en date du 13 octobre 2025 et relative au prêt du fonds de développement économique et social (Fdes) accordé pour Valdunes <sup>(1)</sup>. Sans entrer dans le détail du contenu de cette note, qui contient des informations protégées au titre du secret des affaires, votre rapporteure s'inquiète d'une impasse claire de trésorerie à court ou moyen terme, voire d'un

(1) Le Fdes est un compte de prêts du Trésor qui permet de consentir des prêts à des entreprises en difficulté, sur décision du ministre chargé de l'économie.

risque de « cavalerie » au regard des multiples reprises opérées par Europlasma. À la date de publication du présent rapport, les résultats du groupe pour l'année 2025 n'ont, d'ailleurs, toujours pas été publiés.

Les salariés des entreprises auditionnées par la commission d'enquête ont clairement signalé les fragilités d'Europlasma et l'incapacité du groupe à honorer ses promesses, ce que votre rapporteure peut confirmer au regard des documents dont elle dispose. **Qu'il s'agisse de Valdunes, des Forges de Tarbes, des Forges de Gerzat ou de la Fonderie de Bretagne, le plan d'affaires n'est pas respecté, les investissements n'ont pas lieu, la production ne démarre pas et les impayés vis-à-vis des fournisseurs s'accroissent, même dans plusieurs de ces entreprises.** Le cas de la Fonderie de Bretagne est édifiant à cet égard.

**Le témoignage de MM. Maël Le Goff, secrétaire CGT et M. Éric Guyomard, délégué CGT à la Fonderie de Bretagne**

*« Malgré les engagements pris, les volumes annoncés n'ont jamais été produits. L'engagement portait sur deux cent cinquante mille corps d'obus en 2025 : nous n'en avons fabriqué aucun. L'engagement financier était de 7,5 M€ ; seuls 4,5 M€ avaient été investis à la fin décembre 2025, il manquait donc 3 M€.*

*« Face à cette situation, Europlasma s'est fait « tirer les oreilles », aussi bien par le tribunal de commerce que par les mandataires, par le comité de suivi et même par Renault, qui avait, à la reprise, laissé une enveloppe de plus de 20 M€ pour les investissements. Ce montant a permis d'investir dans de nouveaux matériels pour la diversification de la production de corps d'obus en grande série.*

*« Les 3 M€ manquants n'ont toujours pas été apportés, malgré les promesses. Europlasma est allé jusqu'à expliquer qu'il y avait des arriérés de factures avec Renault et indiquer que l'argent reçu servirait à cela. Il a été rappelé à M. Garnache-Creillot que ces 3 M€ devaient venir d'Europlasma et non de Renault. Depuis, on n'a plus de nouvelles, on ignore ce qui se passe. Peu de chiffres sont donnés en réunion de CSE, car on nous dit que ces éléments sont confidentiels (...). Il y a sept cent mille euros d'impayés aux fournisseurs : c'est très problématique. La même difficulté s'est récemment posée aux Forges de Tarbes, qui ont dû s'arrêter pendant quinze jours faute de pouvoir acheter les matières premières. Le problème est récurrent (...).*

*« Europlasma fait peur aux clients et aux fournisseurs. Au bureau d'études, on entretient des relations cordiales avec les fournisseurs réguliers : ils nous répondent encore, mais ils nous font clairement comprendre qu'ils n'ont pas confiance en Europlasma. Ils demandent le versement d'un acompte de 80 % à la commande ou refusent de travailler avec nous. »*

Source : Compte rendu n° 23 du 2 avril 2026.

Pour le projet Valdunes, Europlasma s'était engagé devant les pouvoirs publics à investir 17 millions d'euros en 2024 et 2025 : 4,5 millions d'euros de fonds propres avaient été effectivement investis dans l'entreprise en 2025 (2,5 millions d'euros versés le 29 avril 2025 et 2 millions d'euros, en compte courant, versés le 4 décembre 2025). Le projet des Forges de Gerzat, présentant un investissement massif de 100 millions d'euros largement soutenu par les pouvoirs

publics, devait déboucher sur la création d'une usine de production de corps creux en aluminium et d'un centre de recherche et développement sur les techniques de filage inverse sur les métaux non ferreux : ce projet est quasiment mort-né, le PDG d'Eurolasma ne l'ayant même pas évoqué devant la commission d'enquête. Les salariés des Forges de Gerzat auraient été réaffectés à la prestation d'expertise pour les autres filiales du groupe.

**Face aux légitimes questions qui se posent, la méthode d'Eurolasma est toujours la même, c'est-à-dire faire taire les salariés et ne pas répondre aux légitimes interrogations des différentes parties prenantes (salariés, élus locaux) :**

– Le directeur de Fonderie de Bretagne, M. Jérôme Dupont, est remercié en octobre 2025 pour avoir tiré la sonnette d'alarme au sujet des difficultés financières de l'entreprise ;

– Le délégué syndical des Forges de Tarbes, M. Benjamin Duez, subit une mise à pied conservatoire pour ses doutes ;

– Sa successeuse Josiane Frétier est renvoyée devant les tribunaux pour diffamation publique, après avoir alerté la presse sur les turpitudes d'Eurolasma.

**Pour le PDG d'Eurolasma, toutes les excuses sont bonnes pour se dédouaner de ses responsabilités. L'absence d'investissement et les écarts très significatifs observés entre les plans d'affaires annoncés dans le cadre de la reprise et la réalité est toujours à imputer à d'autres.** Il cite pêle-mêle :

a) le manque de compétences des équipes (« *Effectivement, nous attendions que les équipes des Fonderies de Bretagne prennent en charge ce design, la conception, les ébauches, les premiers échantillons, puis les tests... car tel n'est absolument pas le métier de la holding. Que les fondeurs de Fonderie de Bretagne aient pu imaginer que j'arriverais, un beau matin, avec un obus fondu, me paraît un peu surprenant, car la fonderie, c'est leur domaine* »)<sup>(1)</sup> ;

b) des éléments trompeurs concernant la valorisation des actifs au moment de la reprise en *data room* (au sujet de Valdunes : « *En six jours, Eurolasma s'est vu demander s'il était capable de faire une offre sur l'ensemble (...). Entre le BFR, nos apports, les apports de l'État, ce stock que nous allons pouvoir valoriser et les apports de la région, nous serions en capacité de financer ces investissements et ce programme de retournement. Mais la réalité, c'est que les 21,2 M€ de roues ne valaient que 6,5 M€, car un grand nombre de roues étaient désuètes. Par ailleurs, les 3,3 M€ de matières premières sont à zéro à la date de la reprise. Ainsi, nous perdons 18 M€.* »)<sup>(2)</sup> ;

c) un État « rapace » qui accorde des prêts à des taux prohibitifs en oubliant de préciser que les conditions à remplir pour le déblocage de ces aides ne sont jamais

---

(1) *Compte rendu n° 24 du 2 avril 2026.*

(2) *Ibidem.*

réunies. Dans le cas du prêt Fdes pour Valdunes : « *Le contrat Fdes a été mis en place avec un taux d'intérêt de 14,11 % et est depuis mai 2025 suspendu à une décision du prêteur après le tirage de la cinquième tranche, ce qui impacte significativement la capacité financière de Valdunes Industries à se redresser et ce, alors même que l'ensemble du foncier d'une valeur actualisée à 16,5 M€ a été hypothéqué pour garantir le remboursement du prêt dont la dette ressort à seulement 4 M€ à ce jour. Malgré la suspension du contrat, le prêteur n'a jamais proposé de réduire le taux d'intérêt ni d'aménager l'assiette de l'hypothèque* » <sup>(1)</sup> ;

d) des clients qui n'honorent pas leurs engagements (dans le projet de Valdunes, « *la SNCF n'a pas concrétisé sa contribution à hauteur de 1 M€ et Alstom n'a pas maintenu le courant d'affaires existant pour les projets en cours contrairement à ses indications pré-reprise* » <sup>(2)</sup> ;

e) le caractère vétuste de l'appareil de production (« *Nous avons repris des entreprises dans lesquelles aucun investissement n'a eu lieu pendant trente ans et où le niveau de panne n'est donc pas celui d'une usine ultramoderne* ») <sup>(3)</sup>.

## 2. Un État qui laisse faire et ferme les yeux

L'État a autorisé ou accompagné, de diverses manières, plusieurs reprises d'entreprises par Europlasma.

### a. *Le contrôle des investissements étrangers en France (IEF)*

L'État a autorisé, au titre du contrôle des investissements étrangers en France, l'acquisition par Europlasma des Forges de Tarbes et de Fonderie de Bretagne, en raison des activités de ces entreprises en faveur du secteur de la défense. **Contrairement à ce qu'a prétendu le PDG d'Europlasma lors de son audition, ces procédures ont été suivies en raison du contrôle financier exercé par ABO, entité juridique de droit étranger, sur Europlasma, et non pas pour se prémunir contre une offre publique d'achat (OPA) hostile. Les autorités politiques ont donc validé la reprise d'entreprises par un repreneur contrôlé par un fonds domicilié dans des paradis fiscaux, connu pour ruiner les entreprises qu'il rachète, sans s'interroger à aucun moment sur la fragilité de sa situation financière et économique et le mode de financement du groupe.**

Comment deux décisions, celle de 2021 pour Forges de Tarbes et celle de 2025 pour Fonderie de Bretagne, autorisant sous conditions la reprise de deux entreprises peuvent-elles faire l'impasse sur le mode de financement du groupe et sa situation économique au détriment de l'appareil productif et de la livraison de clients sensibles pour des activités stratégiques ?

---

(1) Contribution écrite du groupe Europlasma.

(2) Ibidem.

(3) Compte rendu n° 24 du 2 avril 2026.

### ***b. Des aides publiques multiples***

Outre l'autorisation des cessions de Fonderie de Bretagne et des Forges de Tarbes à Europlasma, l'État et d'autres acteurs publics ont accompagné très concrètement la reprise de ces entreprises à travers différentes aides publiques, comme l'accès au chômage partiel, des prêts du fonds de développement économique et social (notamment dans les cas Luxfer, Valdunes et Fonderie de Bretagne), des subventions des collectivités territoriales ou encore des avances remboursables du ministère de la défense versées par BPIFrance.

#### **Les multiples aides dont bénéficie Europlasma pour l'entreprise Fonderie de Bretagne**

Dans le cadre du jugement de reprise de Fonderie de Bretagne, les besoins en investissement sont estimés à 56,4 millions d'euros sur les trois premières années (2025-2027) et à 65,9 millions d'euros pour la période 2025-2029, dont 19,6 millions d'euros liés aux activités de défense. Le financement prévu de ces dépenses d'investissement de 2025 à 2029 est le suivant :

- 25,8 millions d'euros issus du report de la « fiducie » de Renault, destinés aux investissements de capital (Capex) ;
- 11,8 millions d'euros d'avances remboursables du ministère de la défense via BPIFrance dans le cadre de la procédure de l'« article 90 » qui vise à favoriser l'exportation de matériels d'armement ;
- 7 millions d'euros de prêt du Fdes (dont une enveloppe de 1,5 million d'euros de la région Bretagne et de l'agglomération de Lorient) ;
- 6 millions d'euros de chômage partiel 2025 à 2028 ;
- **15 millions d'euros d'investissements en fonds propres de la part du groupe Europlasma sur trois ans grâce une émission d'Ocabsa par Europlasma**, dont 7,5 millions d'euros dès 2025.

Dans la réalité, Europlasma n'aurait apporté qu'entre 4 et 5 millions d'euros de fonds propres en 2025, contrairement à ce qu'a prétendu le PDG d'Europlasma lors de son audition.

### ***c. Un État devenu dépendant d'Europlasma ?***

**La question se pose de savoir si les pouvoirs publics ne se reposent pas implicitement sur Europlasma pour la reprise d'entreprises en difficulté.** Une expression du PDG d'Europlasma lors de sa première audition a attiré l'attention de la commission d'enquête : « *Nous avons été mobilisés par le Ciri, car nous sommes identifiés comme de potentiels repreneurs sur des sujets spécifiques. De temps en*

*temps, le Ciri nous demande notre avis sur un dossier, mais, après une reprise, les échanges sont beaucoup plus ténus* » <sup>(1)</sup>.

Faut-il comprendre que les pouvoirs publics ont mobilisé directement le PDG d'Eurolasma pour l'encourager à proposer des offres pour des entreprises en difficulté ? Lors de son audition, la directrice adjointe du Trésor a vigoureusement nié toute intervention directe du Ciri auprès d'Eurolasma :

*« Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Le PDG d'Eurolasma a indiqué en audition publique à notre commission qu'il avait été sollicité par le Ciri pour plusieurs entreprises en difficulté. Je rappelle qu'Eurolasma est lié à Alpha Blue Ocean, à M. Pierre Vannineuse, aux Bahamas et aux obligations convertibles en actions avec bons de souscription d'actions (Ocabsa). Est-il usuel que la Mire ou le Ciri sollicitent directement ce type de société pour reprendre des entreprises en difficulté ? Disposez-vous d'un fichier d'acheteurs susceptibles de reprendre de telles entreprises ?*

*« Mme Claire Cheremetinski. Je ne peux pas confirmer les dires du PDG d'Eurolasma, car c'est faux. »* <sup>(2)</sup>

**Plus inquiétant encore, la question se pose de savoir si Eurolasma n'est pas en mesure d'effectuer une forme de « chantage » vis-à-vis des pouvoirs publics : sans versement des aides, l'exploitation des entreprises pourrait être mise en danger alors même que les conditions qui encadrent le versement des aides ne seraient pas remplies.**

**À cet égard, le cas de Valdunes est éclairant.** La reprise de Valdunes par Eurolasma en mars 2024 pour un montant de 103 000 euros est soutenue publiquement par le ministre chargé de l'industrie et de l'énergie Roland Lescure. Cette reprise permet de préserver 178 emplois sur 309, sur les deux sites de production. Des aides publiques sont promises à hauteur de 20 millions d'euros, dont un prêt de 15 millions d'euros du Fdes pour développer les capacités de production de roues ferroviaires. Du point de vue opérationnel, le projet repose sur la poursuite de la fabrication de roues de train en décarbonant une partie de la production à partir d'un nouveau centre de fabrication du combustible solide de récupération (CSR) et d'une unité de production d'énergie à partir du CSR, tous deux construits sur le site de Leffrinkoucke. Sur le site de Trith-Saint-Léger, il est prévu de pérenniser l'activité historique de fabrication de roues. L'objectif est de construire près de cinquante mille roues en 2028.

Rien ne va se passer comme prévu et le projet industriel est substantiellement modifié <sup>(3)</sup> : après l'arrêt de l'usine de Leffrinkoucke jusqu'en

---

(1) Compte rendu n° 24 du 2 avril 2026.

(2) Compte rendu du jeudi 23 avril 2026.

(3) Voir l'article du Monde : [https://www.lemonde.fr/economie/article/2025/01/20/des-roues-vertes-aux-obus-le-virage-inattendu-de-la-relance-de-valdunes-dernier-fabricant-francais-de-roues-ferroviaires\\_6506315\\_3234.html](https://www.lemonde.fr/economie/article/2025/01/20/des-roues-vertes-aux-obus-le-virage-inattendu-de-la-relance-de-valdunes-dernier-fabricant-francais-de-roues-ferroviaires_6506315_3234.html).

septembre 2024, un nouveau projet industriel prévoit la production de corps creux d'obus. Une entreprise américaine d'armement entre au capital de l'entreprise. Le projet d'unité de production d'énergie à partir de déchets n'est plus d'actualité. Au regard du retard d'investissement et de la vétusté des machines, les salariés continuent d'être profondément inquiets.

**In fine, la Mire constate que le projet de reprise d'Eurolasma n'est pas correctement mis en œuvre : les apports d'Eurolasma en fonds propres, qui devaient être équivalents aux aides versées au titre du Fdes, correspondent en réalité à des facturations intragroupe (les filiales d'Eurolasma pouvant se facturer des prestations entre elles), comme l'a reconnu lors de son audition le PDG d'Eurolasma, et non à de réels apports en fonds propres.** L'enveloppe de 4 millions d'euros déjà versée du Fdes n'a pas été utilisée pour les investissements, mais pour couvrir le paiement des salaires et des charges d'exploitation.

**Les services de l'État encouragent néanmoins le ministre à accorder la cinquième tranche de prêt du Fdes sous certaines conditions (notamment la réalisation d'un audit financier approfondi), au regard du risque que l'exploitation de l'entreprise ne soit autrement compromise.** À date, la cinquième tranche du prêt Fdes n'aurait toujours pas été versée.

À la question « *Pourquoi les pouvoirs publics ont-ils pu laisser un groupe, si fragile financièrement et financé par un fonds crapuleux, racheter entreprise après entreprise, pour finalement devenir dépendants de ce groupe d'un point de vue industriel et stratégique ?* », la réponse des services et des ministres est toujours la même : parce que nous n'avons pas d'autres choix, parce qu'il n'y avait pas d'autres repreneurs.

Le ministre Roland Lescure a clairement reconnu que le mode de financement d'Eurolasma ne pouvait pas convenir : « *Oui. J'aurais préféré que Valdunes soit repris par un investisseur stratégique grâce à une montée au capital et à un chèque, éventuellement avec un peu de levier, qui aurait permis d'assurer un financement plus durable et moins risqué. Comme vous l'avez dit, ces obligations sont risquées. Malheureusement, à l'époque, je n'avais pas le choix. Nous avons cherché des repreneurs (...). Pour qu'une reprise soit réussie, il faut un plan d'affaires crédible, un investisseur de qualité et des parties prenantes – élus locaux, partenaires sociaux, etc. – qui adhèrent au projet autant que possible. Ces trois conditions étaient-elles parfaitement réunies à l'occasion de l'acquisition de Valdunes par Eurolasma ? Non, mais nous n'avons pas d'autre choix.* » <sup>(1)</sup>

**Le problème est qu'à aucun moment la question de savoir pourquoi il n'y avait pas d'autre choix qu'Eurolasma n'est véritablement posée. Or l'absence de choix n'est pas une malédiction tombée du ciel : elle procède de choix politiques, celui de n'avoir rien proposé ou celui de n'avoir fait émerger aucune alternative.**

---

(1) Compte rendu du jeudi 30 avril 2026.

### 3. La cession des activités de défense : une annonce invraisemblable à tout point de vue

Europlasma a annoncé, le 10 avril 2026, entrer en négociation exclusive pour la cession de ses activités liées à la défense pour un montant de 150 millions d’euros. La réalisation de l’opération de cession est prévue, au plus tard, le 15 octobre.

Cette annonce a suscité un fort étonnement des membres de la commission d’enquête :

– auditionné quelques jours auparavant, le PDG d’Europlasma annonçait vouloir développer les activités de défense et n’a fait mention, à aucun moment, d’un projet de cession de celles-ci, dont le périmètre précis reste d’ailleurs à définir ;

La nécessaire confidentialité inhérente aux négociations de cession ne justifie pas ce « bras d’honneur » adressé à la représentation nationale ;

– le montant de 150 millions d’euros paraît peu crédible. **Il n’est pas du tout certain que Forges de Tarbes soit revenu à l’équilibre en 2025, sans parler des pertes massives de Fonderie de Bretagne ou Valdunes.** La publication des résultats financiers pour 2025 a d’ailleurs été repoussée. Aucune production industrielle n’a réellement débuté à Fonderie de Bretagne (malgré la réussite des tests de fragmentation) et encore moins à Valdunes.

Si la direction générale de l’armement a indiqué, lors de son audition avoir, été tenue au courant et avoir rencontré le potentiel repreneur le jour de la publication du communiqué de presse, le délégué général ne se prononce pas sur le caractère réaliste de cette cession et semble même anticiper un échec de la négociation : « *En tout état de cause, je ne peux confirmer ni le montant, ni même que l’opération se concrétisera. Comme je vous l’ai dit, il est extraordinairement fréquent que des porteurs de projet nous présentent leurs intentions. Parfois cela réussit, parfois cela échoue, mais la plupart du temps, cela n’aboutit pas* »<sup>(1)</sup>.

La Mire, quant à elle, est laissée dans le flou le plus complet. Le ministre Roland Lescure indique dans ses réponses écrites : « *Une telle annonce sans divulgation du nom des parties impliquées ne présente de mon point de vue aucune logique.* ».

**Au regard des pratiques boursières d’Europlasma et de l’émission concomitante d’une nouvelle tranche d’Ocabsa, votre rapporteure a jugé utile d’adresser, le 13 avril 2026, un signalement à l’Autorité des marchés financiers en raison des risques d’abus de marché par la diffusion d’informations trompeuses**<sup>(2)</sup>.

---

(1) *Compte rendu du jeudi 7 mai.*

(2) <https://x.com/TrouveAurelie/status/2043974409224859992/photo/1>.

#### **IV. RÉFORMER LA JUSTICE CONSULAIRE ET LE DROIT DES SOCIÉTÉS : UNE NÉCESSITÉ POUR MIEUX LUTTER CONTRE LES FONDS PRÉDATEURS**

Les instruments qui permettraient de contraindre ou de sanctionner les fonds qui s'attaquent aux entreprises en difficulté sont aujourd'hui systématiquement neutralisés : profitant de lacunes procédurales qui ménagent des « angles morts », d'un mouvement de dépénalisation du droit des affaires engagé depuis plus de vingt ans ou encore de l'insuffisante préparation d'un appareil judiciaire confronté à des mécanismes et des montages financiers qu'il ne maîtrise pas toujours, les fonds prédateurs mettent en échec le droit français.

Ce diagnostic, formulé par plusieurs praticiens auditionnés, appelle une double réponse :

– l'amélioration du processus de cession d'une entreprise et du suivi des engagements du repreneur afin de s'assurer que l'entreprise n'est pas livrée à un acteur aux intentions prédatrices connues et que les engagements souscrits seront effectivement tenus ;

– l'encadrement beaucoup plus strict des méthodes d'extraction de trésorerie (*management fees*, cessions-baux, dividendes anticipés, prêts intragroupe...) qui asphyxient méthodiquement des entreprises et les condamnent au redressement judiciaire.

##### **A. PROTÉGER LES ENTREPRISES DES FONDS PRÉDATEURS AU MOMENT DE LEUR CESSION**

La cession constitue le moment de plus grande vulnérabilité des entreprises face aux stratégies prédatrices. Elle peut intervenir dans deux cadres distincts, aux régimes juridiques très différents : celui de la procédure collective (sauvegarde, redressement judiciaire ou liquidation judiciaire avec poursuite d'activité) et celui de la cession dite « *in bonis* » – c'est-à-dire une cession antérieure à toute cessation des paiements et organisée, si le cédant le souhaite, dans le cadre confidentiel des procédures amiables de mandat *ad hoc* ou de conciliation. Ces deux cadres appellent des réformes distinctes mais convergentes.

##### **1. Mieux protéger l'entreprise et les salariés au moment de la cession en procédure collective**

###### ***a. Des salariés souvent mis devant le fait accompli***

En procédure collective (redressement judiciaire ou liquidation judiciaire avec poursuite d'activité), le tribunal retient l'offre qui permet, dans les meilleures conditions, d'assurer le plus durablement l'emploi attaché à l'ensemble cédé, le paiement des créanciers et qui présente les meilleures garanties d'exécution (article L. 642-5 du code de commerce). Ces trois critères de pérennité de l'activité, de

maintien de l'emploi et d'apurement du passif sont appréciés ensemble, sans hiérarchie explicite.

Le tribunal dispose d'un pouvoir souverain d'appréciation : l'administrateur judiciaire présente un rapport comparatif des offres, le mandataire judiciaire émet un avis et les représentants du personnel sont consultés. Le parquet, présent à chaque audience de procédure collective, peut faire appel.

Ce dispositif est, en principe, protecteur. En réalité, comme le droit en vigueur ne prévoit pas de hiérarchisation entre les trois critères, la pression des créanciers, dont les intérêts sont représentés par le mandataire judiciaire, conduit souvent à surpondérer le critère du prix au détriment du maintien de l'emploi.

**Les représentants de salariés ont pu souligner un manque de transparence sur les critères de choix des tribunaux de commerce (ou tribunaux des activités économiques).** Cette incohérence avec la vocation sociale des procédures collectives appelle une correction législative.

En outre, il apparaît que les offres de reprise par des salariés, parfois en concurrence avec la reprise par des fonds d'investissement, ne sont pas soutenues par les pouvoirs publics. Faute de temps, il est souvent difficile de construire une offre de reprise solide dans des délais restreints, fixés souverainement par le tribunal de commerce selon l'état financier de l'entreprise (six mois au maximum, renouvelables une fois). Le cas de la liquidation de Polytechnyl montre aussi que les services de l'État (Mire), entre janvier et mai 2026, n'ont pas été en mesure d'accompagner activement les salariés pour consolider leur offre de reprise ou un projet de nationalisation temporaire avant une reprise par un industriel.

**À terme, il faut mettre en œuvre un « droit de préférence salariale » comme y invite la proposition de loi visant à faciliter la reprise d'entreprises par leurs salariés sous forme coopérative déposée par notre collègue Matthias Tavel et enregistrée à la présidence de l'Assemblée nationale le 28 avril 2026 : entre des offres de reprise de qualité équivalente, le tribunal de commerce doit donner sa priorité à l'offre sous forme de coopérative.**

Pour garantir la possibilité laissée aux salariés de montrer une offre crédible et sérieuse, il convient également de laisser un minimum de temps à ces salariés, ce que les procédures de redressement ou de liquidation judiciaire ne permettent pas de garantir lorsque l'entreprise ne peut plus financer l'activité.

**Recommandation n° 11 : Établir une hiérarchie des critères de sélection en procédure collective en pondérant davantage la pérennité de l'activité et le maintien de l'emploi. Renforcer les moyens de l'État pour soutenir activement les salariés dans leur projet de reprise de l'entreprise et garantir aux salariés un délai suffisant pour concevoir leur projet. Mettre en œuvre un « droit de**

**préférence salariale » dans le cadre de la reprise d'une entreprise en procédure collective**

***b. Le suivi des engagements des repreneurs : entre vide juridique et « arme nucléaire » inapplicable***

Une fois le plan de cession homologué, le droit positif ne prévoit qu'une seule sanction en cas de non-respect de ses engagements par le repreneur : la résolution du plan <sup>(1)</sup>, qui peut être demandée par le ministère public, le liquidateur, tout créancier ou tout intéressé. Cette résolution signifie une annulation *a posteriori*. Une disposition existe donc, mais elle est, dans la pratique, presque inapplicable.

M. François Legrand, vice-président du Conseil national des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires (CNAJMJ), a ainsi déclaré devant la commission d'enquête : « *J'appelle simplement votre attention sur la difficulté que présente la résolution d'un plan de cession. Après avoir transféré une entreprise à un tiers, avec l'ensemble de ses risques, de ses hommes et de ses moyens, on anéantirait quelques années plus tard cette cession. C'est, juridiquement, une situation compliquée à régler.* » <sup>(2)</sup>. La résolution du plan revient à anéantir juridiquement une cession déjà exécutée – avec des effets en cascade sur les contrats de travail, les baux commerciaux, les contrats avec les fournisseurs, *etc.* – et elle remet les parties dans leur situation antérieure, c'est-à-dire que les actifs cédés sont restitués et que les créances sont restaurées. Elle est également tardive : la procédure de liquidation judiciaire étant censée être conduite le plus rapidement possible pour désintéresser les créanciers, le mandataire judiciaire n'a généralement plus de mandat actif plusieurs années après la cession, période précisément pendant laquelle les manquements deviennent manifestes. Comme le dit le président du tribunal des activités économiques de Paris Patrick Sayer : « *dans l'état actuel du droit, je ne suis pas sûr que le tribunal possède de nombreux moyens de coercition contre un repreneur qui ne respecterait pas tel ou tel engagement.* » <sup>(3)</sup>

**L'affaire Europlasma en est la démonstration la plus éloquente : le groupe industriel n'a respecté les engagements qu'il a souscrits devant un tribunal dans aucune reprise, sans qu'une résolution de plan ait jamais été prononcée et qu'aucune conséquence en ait véritablement été tirée.**

Il existe aujourd'hui un « commissaire à l'exécution du plan de redressement ou de sauvegarde », prévu par l'article L. 626-25 du code de commerce. Ce commissaire est chargé par le tribunal de commerce de veiller à l'exécution du plan de redressement et d'élaborer un rapport soumis audit tribunal avant toute modification du contenu dudit plan. Il peut également demander au tribunal la résolution du plan en cas d'inexécution, par le débiteur, de ses engagements financiers.

---

(1) Article L. 642-11 du code de commerce.

(2) Compte rendu n° 20 du 26 mars 2026.

(3) Compte rendu n° 30 du 26 avril 2026.

À l'image de ce qui existe lorsqu'un plan de redressement est validé, il pourrait ainsi être envisagé de nommer systématiquement un commissaire à l'exécution d'un plan de cession. **Son action serait centrée sur le suivi des engagements économiques et sociaux du repreneur. Ce commissaire aurait la possibilité de saisir le tribunal de commerce, qui pourrait prononcer des sanctions en cas d'écart significatif par rapport au plan de reprise.**

**Recommandation n° 12 : Instaurer un commissaire à l'exécution du plan de cession dont le suivi est centré sur les engagements économiques et sociaux du repreneur. Instaurer un mécanisme de suivi contraignant des engagements des repreneurs en permettant au tribunal de prononcer des sanctions vis-à-vis du repreneur en cas d'écart significatif par rapport au plan de cession.**

## **2. Comblent les « angles morts » des cessions d'entreprises *in bonis* : réformer les procédures amiables**

### ***a. Un cadre juridique taillé pour la restructuration de dettes, à renforcer pour sécuriser les cessions in bonis***

Le mandat *ad hoc* et la conciliation sont des procédures amiables confidentielles (voir *supra*). Initialement conçues pour faciliter la négociation entre un débiteur et ses créanciers avant l'état de cessation des paiements, elles sont de plus en plus utilisées pour organiser des cessions *in bonis*, c'est-à-dire la vente d'une entreprise encore solvable à un repreneur choisi par le cédant, avec la caution judiciaire d'une homologation. Par l'homologation de l'accord, le cédant se protège ainsi de toute action en responsabilité.

Au regard du droit actuel, ce glissement est problématique à plusieurs titres. Il apparaît notamment que le contrôle du tribunal est strictement formel : en conciliation homologuée, le juge vérifie le respect des trois conditions légales – à savoir, aux termes de l'article L. 611-8 du code de commerce, l'absence de cessation des paiements, l'existence d'un accord de nature à assurer la pérennité de l'entreprise et la non-atteinte aux droits des créanciers non signataires – sans pouvoir exercer un contrôle d'opportunité économique ni apprécier si le repreneur retenu est le meilleur. Monsieur Patrick Sayer, président du tribunal des activités économiques de Paris, l'a expliqué devant la commission d'enquête et Mme Hélène Bourbouloux, administratrice judiciaire, l'a confirmé : « *En conciliation homologuée, le tribunal ne choisit pas la meilleure solution : il homologue une solution qui lui est proposée par les parties. Mon rôle et ma volonté sont de faire en sorte que cette solution soit la meilleure possible, mais je n'ai absolument aucun pouvoir de décision, car nous sommes dans un monde amiable, sans faillite* »<sup>(1)</sup>.

L'affaire Lapeyre illustre toutes les limites de ce dispositif. Le groupe Saint-Gobain a conduit un processus de vente dans le cadre d'un mandat *ad hoc* et a retenu

---

(1) *Compte rendu n° 35 du 23 avril 2026.*

Mutares comme repreneur, malgré les réserves formelles de la conciliatrice. Mme Hélène Bourbouloux rappelle clairement que Mutares n'était pas son choix prioritaire : « *Existait-il de meilleures solutions ? Mon avis est à relativiser, car je ne suis pas une spécialiste de la distribution, mais j'étais plus en confiance avec un autre fonds, qui était lui aussi spécialisé dans le retournement d'entreprises.* » <sup>(1)</sup> Dans son rapport au tribunal de commerce, Mme Hélène Bourbouloux a clairement mis en avant « l'historique disparate » de Mutares (elle reconnaît ainsi, contrairement à ce que le PDG de Saint-Gobain a prétendu lors de son audition, que les différents échecs de Mutares étaient clairement connus dès 2021) en France, une « expertise sur le volet industriel à démontrer » et l'absence « d'adhésion du corps social » (en d'autres termes, le refus unanime de tous les syndicats que Lapeyre soit repris par Mutares) <sup>(2)</sup>.

Dans le cas de Lapeyre, la conciliatrice Hélène Bourbouloux aurait-elle pu refuser de donner son aval ? La question se pose réellement au regard du danger que représentait Mutares. Pour cette dernière, l'actionnaire cédant reste seul maître de son choix, le juge n'est là que pour apposer son visa sur une décision déjà prise et l'administrateur judiciaire pour améliorer à la marge une offre sur laquelle il n'a pas de prise.

**Mais le conflit d'intérêts inhérent au cumul des missions de conciliateur et de mandataire à l'exécution de l'accord est une source de biais structurel.** L'article L. 611-8, alinéa 4, du code de commerce prévoit que le conciliateur puisse être désigné mandataire à l'exécution de l'accord lorsque ce dernier est homologué. Or ce mandataire à l'exécution est censé contrôler, parfois pendant plusieurs années, la bonne exécution d'un accord qu'il a lui-même négocié et dont la réussite conditionne sa propre réputation professionnelle. Dans le dossier Lapeyre, Mme Hélène Bourbouloux a été conciliatrice, puis mandataire à l'exécution et contrôleur de la fiducie, soit un mandat continu de plusieurs années sur un dossier qu'elle avait elle-même construit.

Mme Hélène Bourbouloux s'est d'ailleurs trouvée dans une situation inconfortable lorsqu'elle s'est rendu compte que Mutares envoyait l'entreprise « droit dans le mur » : « *Dès 2024, lorsque j'ai constaté que le business plan de Lapeyre ne serait pas atteint, ma recommandation, que j'ai formulée par écrit, a été d'ouvrir une procédure collective. Je l'ai préconisée tant qu'il y avait de l'argent dans les caisses. Je l'ai écrit au parquet, à la société et dans mon rapport au tribunal, et j'ai refusé de poursuivre un mandat ad hoc.* » **La mandataire à l'exécution de l'accord devrait disposer de pouvoirs supplémentaires pour demander au tribunal de commerce d'imposer une procédure de sauvegarde collective lorsqu'une entreprise *in bonis* n'est pas en mesure d'être redressée.**

---

(1) Ibid.

(2) Réponses écrites de Mme Hélène Bourbouloux.

**Dans le cas de Lapeyre, la recommandation de Mme Hélène Bourbouloux, pourtant écrite et transmise au parquet, n'a pas pu être traduite en décision du tribunal de commerce. Une réforme s'impose.**

**Recommandation n° 13 : Réformer les procédures amiables :**

- en renforçant les pouvoirs d'appréciation du juge en lui permettant de refuser l'homologation de l'accord de cession s'il considère qu'une autre offre de reprise était plus à même de garantir la pérennité de l'entreprise ;
- en séparant obligatoirement le mandat de conciliation du mandat à l'exécution de l'accord ;
- en dotant le mandataire à l'exécution du pouvoir formel de saisir le tribunal lorsqu'il constate que le repreneur compromet la pérennité de l'entreprise et en donnant au tribunal un pouvoir d'injonction vis-à-vis de l'entreprise.

*b. Le scandale du droit des salariés dans les cessions in bonis : transparence nulle et participation impossible*

**La confidentialité est inhérente aux procédures amiables : elle est même l'une des raisons de leur succès, puisqu'elle permet de protéger l'entreprise vis-à-vis de ses fournisseurs et créanciers durant la phase de négociation.** Mais la Cour de cassation a poussé ce principe jusqu'à ses limites les plus absurdes : elle juge de manière constante que le dirigeant ayant obtenu l'ouverture d'une procédure amiable n'a pas à en informer les salariés, ni leurs organes représentatifs.

Monsieur Patrick Sayer l'a confirmé lors de son audition<sup>(1)</sup> : « *Dans le cas de procédures amiables comme le mandat ad hoc ou la conciliation, le cadre juridique est clair et la jurisprudence est constante : la confidentialité absolue des procédures s'étend aux organes représentatifs du personnel.* ».

Dans le cas de Lapeyre, les organisations syndicales indiquent ne jamais avoir eu connaissance du plan d'affaires final homologué.

Au-delà du manque d'information, la structuration du groupe Lapeyre a largement empêché les salariés d'être partie prenante de la cession. La cession portait sur la holding Lapeyre Group SAS, qui n'employait que cinq salariés. Les CSE des filiales, qui employaient 1 500 personnes, n'ont pas été considérés par la justice comme en droit d'agir contre l'accord de conciliation parce que n'étant pas concernés directement par cette cession. En droit français, une société holding de cinq salariés peut changer de mains, emportant dans son sillage 1 500 emplois, sans que les représentants de ces 1 500 salariés aient été entendus officiellement en chambre du conseil, comme le prévoit l'article L. 611-9 du code de commerce...

---

(1) *Compte rendu n° 30 du 26 avril 2026.*

M. Patrick Sayer l'a lui-même reconnu : « *Si on avait considéré le groupe, on aurait permis évidemment aux salariés d'être présents, puisque si la holding ne comptait que cinq salariés, le groupe en employait plusieurs milliers. Dans les procédures collectives, les salariés sont présents, parce qu'on considère le groupe dans son ensemble, tandis que dans les procédures amiables, on n'examine que la société visée par la procédure de conciliation. Il y a peut-être là matière à évolution.* »

Une information complète des salariés est ainsi nécessaire dans le cadre d'une procédure amiable, ces derniers pouvant être soumis à une obligation de confidentialité dans l'intérêt même de l'entreprise. Mais **dans une vision plus globale impliquant une transformation radicale du droit des sociétés et du droit de propriété, les salariés pourraient disposer d'un droit de veto sur une cession qui ne respecterait pas l'intérêt social et économique de l'entreprise.**

**Recommandation n° 14 : Instaurer à terme un droit de veto des salariés en cas de cession d'une entreprise *in bonis* qui ne respecte pas l'intérêt social et économique de l'entreprise. À défaut, informer les représentants des salariés des CSE de l'existence d'une procédure ayant pour objectif d'organiser la cession de l'entreprise, les consulter avant l'audience d'homologation, imposer la présentation exhaustive des offres alternatives et du plan d'affaires homologué. Garantir l'information et la consultation des représentants de tous les salariés des sociétés du groupe lors de la cession *in bonis* de la holding de groupe.**

*c. La responsabilité du cédant : une jurisprudence qui organise l'impunité*

Une jurisprudence récente de la Cour de cassation <sup>(1)</sup> crée une impunité de fait pour les cédants : sauf fraude caractérisée, « *une société-mère qui cède une filiale déficitaire n'a pas l'obligation de s'assurer que le repreneur dispose d'un projet garantissant la viabilité* » <sup>(2)</sup>. En d'autres termes, un groupe qui vend une entreprise à un repreneur dont les pratiques prédatrices sont notoires ne peut pas être tenu pour responsable de la défaillance ultérieure, même s'il avait été alerté.

Mme Hélène Bourbouloux explique : « *Cet arrêt pose un vrai problème, car il n'incite pas à mener des opérations en conciliation.* »

Cette jurisprudence est très dangereuse et est incompatible avec l'exigence de responsabilité que commande la protection de l'emploi. Les cessions d'entreprises avant faillite, sans procédure de conciliation ou de mandat *ad hoc*, permettent donc aujourd'hui à certains groupes d'échapper à leurs responsabilités sociales au regard de cette jurisprudence. Plutôt que d'abandonner les procédures amiables qui ne donnent pas satisfaction aujourd'hui, il faut, à l'inverse, les rendre beaucoup plus contraignantes pour les repreneurs et garantir un suivi strict des

(1) Cour de Cassation, ch. commerciale, 1er mars 2023, n° 21-14.787.

(2) Réponses écrites du président du tribunal de commerce de Paris, M. Patrick Sayer.

cessions par le juge consulaire. Dans ce cadre, les procédures amiables pourraient être systématisées pour les entreprises qui connaissent des difficultés économiques depuis de nombreuses années. Plus fondamentalement, il faut prévoir en droit l'obligation pour une société-mère de s'assurer que le repreneur d'une filiale en difficulté dispose d'un projet viable. La durée de la période dite « suspecte », pendant laquelle certains actes accomplis avant le jugement d'ouverture d'une procédure collective peuvent être annulés <sup>(1)</sup>, doit, par ailleurs, être maintenue à son niveau actuel de dix-huit mois, voire être prolongée, et non réduite.

**Recommandation n° 15 : Faciliter l'engagement de la responsabilité civile du cédant qui procède à une cession malgré des alertes formelles sur l'absence de viabilité du projet du repreneur.**

### **3. L'absence d'informations solides sur le passé des repreneurs**

La justice commerciale souffre d'une lacune structurelle majeure : l'absence d'information centralisée sur le passé des repreneurs. Aucun dispositif ne permet à un tribunal de savoir qu'un repreneur, notamment un fonds, a systématiquement manqué à ses engagements dans des dossiers traités dans d'autres tribunaux. Le président du tribunal des activités économiques de Paris l'a reconnu lors de son audition : si son tribunal examine « très précisément le *pedigree* du fonds », cette évaluation reste informelle et elle repose sur la connaissance personnelle des juges, non sur un mécanisme institutionnel de partage d'information.

Cette lacune est d'autant plus préoccupante que le comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri) reconnaît lui-même, dans sa réponse écrite à la commission d'enquête, l'insuffisance du dispositif actuel et mène une réflexion sur « une plus grande transparence sur les reprises passées pour les tribunaux de commerce » <sup>(2)</sup>. Cette réflexion doit impérativement déboucher sur un registre accessible permettant d'évaluer si le repreneur d'une entreprise a rempli ses engagements par le passé.

**Recommandation n° 16 : Renforcer le filtrage des repreneurs en créant un registre national des plans de cession homologués.**

## **B. LIMITER LA CAPTATION DE VALEUR PAR LES FONDS ET LES REMONTÉES AGRESSIVES DE TRÉSORERIE**

Une fois la reprise consommée, l'exemple de Mutares montre comment les fonds prédateurs **réussissent à extraire le maximum de valeur de l'entreprise rachetée, souvent au détriment de sa pérennité et de l'emploi**. Ces mécanismes

---

(1) Articles L. 632-1 et L. 632-2 du code de commerce.

(2) Réponses écrites du Comité interministériel de restructuration industrielle.

ont été identifiés : **prestations de conseil, *management fees*, dividendes anticipés, prêts intragroupe à taux majorés, cessions-bails immobilières, etc.** Ils sont, le plus souvent, aussi parfaitement légaux dans leur forme qu'économiquement dévastateurs dans leurs effets.

## 1. Des outils existants insuffisamment puissants

### a. *Les instruments de sanction des remontées abusives ne suffisent pas*

Le droit positif, dans sa dimension pénale ou civile, prévoit différents instruments pour sanctionner ou prévenir les remontées abusives de trésorerie. Au cours des auditions, différentes actions civiles ou délictuelles ont été citées :

– au niveau pénal, la sanction d'**abus de biens sociaux** <sup>(1)</sup> ou le délit de banqueroute (lorsque l'entreprise est déjà en redressement judiciaire ou en liquidation), permet de poursuivre pénalement tout dirigeant qui, de mauvaise foi, fait des biens ou du crédit d'une société un usage contraire à son intérêt direct ou indirect. La démonstration de l'élément intentionnel, la mauvaise foi, est difficile à établir face à des fonds qui, par ailleurs, se cachent derrière des dirigeants mandatés, lesquels ne s'enrichissent pas nécessairement à titre personnel ;

– l'**action en insuffisance d'actifs** <sup>(2)</sup> en cas de liquidation judiciaire ouverte contre une société causée notamment par une ou plusieurs fautes de gestion ayant contribué à cette insuffisance. La facturation de *management fees* sans contreparties réelles ou proportionnées peut ainsi conduire le tribunal à retenir la faute de gestion vis-à-vis du dirigeant de droit ou la holding (si l'immixtion dans la gestion de l'entreprise est constatée et si la holding est elle-même en procédure de liquidation) ;

– l'**action en extension de liquidation judiciaire** <sup>(3)</sup> offre la possibilité au liquidateur d'étendre la procédure à une autre entité (typiquement, la holding du fonds) lorsqu'il démontre l'existence de flux financiers anormaux entre les deux entités. C'est potentiellement l'instrument le plus puissant : il permet d'aller chercher les actifs du fonds lui-même pour désintéresser les créanciers et donc, par exemple, d'empêcher ce fonds de se défausser sur les AGS du soin de verser les salaires et autres rémunérations auxquels les salariés ont le droit.

Mais elle se heurte à une difficulté probatoire centrale, relevée par M. François Legrand du CNAJMJ <sup>(4)</sup> : « *Toute la difficulté, lorsqu'on cherche à définir la responsabilité des fonds, est d'établir ce qui est "anormal". Dans les relations d'affaires, est-il anormal d'avoir emprunté une somme importante pour acquérir une filiale ? Est-il anormal de faire remonter des dividendes pour rembourser un emprunt ou des management fees pour payer des prestations ? Pour*

---

(1) Articles L. 241-3 et L. 242-6 du code du commerce.

(2) Article L. 651-2 du code de commerce.

(3) Article L. 621-2 du code de commerce.

(4) Compte rendu n° 20 du 26 mars 2026.

*qualifier l'anormalité, nous devons démontrer un abus, voire un intérêt personnel. Il s'agit donc d'un cadre assez complexe et restrictif.* » M. Legrand a, par ailleurs, rappelé que le mouvement de dépenalisation du droit des affaires, engagé depuis la fin des années 2000, particulièrement sous la présidence de M. Nicolas Sarkozy, avait supprimé la possibilité de solliciter l'extension de liquidation judiciaire pour certaines fautes.

**Dans les faits, il apparaît que souvent l'engagement de la responsabilité civile du fonds prédateur ou la qualification pénale de certains faits demeurent très complexes à établir.**

### *b. Le rôle affaibli des commissaires aux comptes*

Les commissaires aux comptes (CAC) constituent le premier poste d'alerte précoce dans les entreprises. Leur mission principale est la certification des comptes annuels (certification sans réserve, certification avec réserves, refus de certifier), mais le législateur leur a confié une mission d'alerte cadencée qui peut les conduire *in fine* à informer le tribunal de commerce en cas de menace à la continuité d'exploitation.

Dans le cadre de leurs missions, les CAC sont ainsi conduits à se pencher sur certaines pratiques de fonds qu'on peut juger douteuses (niveau de frais de gestion excédant manifestement les prestations fournies, versement à la holding de dividendes déconnectés de la performance de l'entreprise, investissement insuffisant pour renouveler l'outil de production, etc.), comme l'a rappelé M. Philippe Vincent, président de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes, lors de son audition.

Le pouvoir d'alerte reconnu au CAC s'exerce « en bout de chaîne » et non concomitamment aux décisions de gestion (voire en amont de celles-ci). Cette procédure d'alerte, qui peut prendre plusieurs mois, est donc inadaptée à des pratiques prédatrices qui peuvent se déployer en quelques semaines. En six mois, a reconnu M. Vincent, « nous n'avons pas les moyens de réagir »<sup>(1)</sup> en l'absence d'alerte ou si le dirigeant n'informe pas des opérations réalisées sous seing privé (sans intervention d'un tiers et sans publicité). En outre, la loi relative à la croissance et la transformation des entreprises du 22 mai 2019, dite loi « Pacte », a significativement affaibli le rôle des CAC en relevant les seuils de désignation obligatoire<sup>(2)</sup> : selon les données de la profession elle-même, entre 93 % et 97 %

---

(1) *Compte rendu n° 19, audition du 26 mars 2026*

(2) *La désignation d'un commissaire aux comptes est obligatoire pour les sociétés commerciales dépassant, à la clôture de l'exercice, deux des trois seuils suivants, tels que relevés par le décret n° 2024-152 du 28 février 2024 : 5 millions d'euros de total de bilan, 10 millions d'euros de chiffre d'affaires HT, 50 salariés.*

*La désignation d'un CAC est également imposée aux têtes de groupe de sociétés (les holdings) dépassant ces seuils dans leurs comptes consolidés. Pour les entreprises contrôlées directement ou indirectement par une entité devant désigner un CAC (sociétés filles détenues par une holding mère ayant un CAC), la nomination devient obligatoire dès lors que deux des trois seuils suivants sont franchis : 2,5 millions d'euros de total bilan, 5 millions d'euros de chiffre d'affaires HT, 25 salariés.*

des entreprises défaillantes présentées à la barre des tribunaux de commerce n'ont, dorénavant, plus de commissaire aux comptes.

**Recommandation n° 17 : Imposer un commissaire aux comptes dans toute filiale française appartenant à un groupe dont l'actionnaire direct ou indirect est un fonds d'investissement et supprimer le relèvement des seuils de désignation obligatoire mis en œuvre par la loi Pacte.**

## 2. Encadrer davantage les remontées de trésorerie : des règles plus strictes pour un contrôle renforcé

### a. *Quatre signaux d'alerte que le droit ne sait pas encore saisir*

Lors de leur audition, les représentants de la Fédération des experts-comptables (ECF) <sup>(1)</sup> ont dressé la liste des signaux qui, pris dans leur ensemble, permettent de qualifier un risque de prédation, notamment lorsqu'un fonds d'investissement contrôle une entreprise :

– une remontée précoce de dividendes, déconnectée du cycle d'exploitation et des performances de l'entreprise ;

– la cession des actifs immobiliers (murs des magasins, sites industriels), avec relocation à une holding, contrôlée directement ou indirectement par le fonds, à des loyers exorbitants ;

– des *management fees* facturés par la holding à la filiale sans contrepartie réelle ou dont le montant excède toute prestation justifiable (à ces *management fees*, on pourrait évidemment ajouter les frais de conseil) ;

– des plans d'affaires dont l'ambition déraisonnable dissimule une stratégie d'extraction de valeur plutôt qu'un projet industriel.

Concernant les différents services qu'une holding peut facturer à l'entreprise cible (frais de gestion, prestations de conseil, loyers, prêts intra-groupe) le régime des conventions réglementées <sup>(2)</sup> permet, normalement, d'encadrer la facturation imposée par cette holding à l'entreprise qu'elle détient.

---

(1) *Compte rendu n° 45, audition du 7 mai 2026.*

(2) *Articles L. 225-38 et suivants du code de commerce pour les sociétés anonymes (dispositions analogues pour les SARL et SAS).*

### **Les conventions réglementées**

Les conventions réglementées sont des contrats conclus entre une société et l'un de ses dirigeants ou actionnaires significatifs, dans lesquels ces derniers ont un intérêt personnel susceptible d'entrer en conflit avec l'intérêt social de la société.

Elles sont soumises à une procédure spécifique de contrôle prévue par le code de commerce – autorisation préalable du conseil d'administration ou de surveillance, puis approbation *a posteriori* par l'assemblée générale – destinée à garantir leur transparence et à prévenir les abus. Elles sont rédigées par les parties elles-mêmes, généralement assistées de leurs conseils juridiques, et font l'objet d'un rapport spécial du commissaire aux comptes qui les décrit et les soumet à l'approbation des associés – sans que ce rapport constitue pour autant une validation de leur contenu ou de leur équité.

**Mais les conventions réglementées présentent des limites importantes :** pour les filiales non cotées, le contrôle est souvent formel et, dans les sociétés par actions simplifiées (forme juridique de prédilection des holdings de fonds), les statuts peuvent aménager librement le régime des conventions réglementées, réduisant à néant la protection. **Par ailleurs, ces conventions ne prévoient aujourd'hui aucun plafond légal applicable aux différentes prestations qu'une holding exerce pour sa filiale. Le législateur a fait le choix d'un simple contrôle procédural plutôt que substantiel.**

#### ***b. De nouvelles règles à mettre en œuvre***

Le cas « Lapeyre » montre l'impérieuse nécessité d'encadrer plus strictement les remontées de trésorerie, en particulier pour les sociétés en difficulté. Tout le paradoxe de la cession de Lapeyre à Mutares SA réside dans le fait que les conditions du protocole de conciliation semblaient, aux yeux du tribunal de commerce, de la mandataire et du procureur, strictes – contrairement à ce que le PDG de Saint-Gobain a prétendu lors de son audition, cela montre bien que les acteurs étaient parfaitement au courant des risques de remontée agressive de trésorerie vers Mutares – alors qu'elles se sont révélées largement insuffisantes pour lutter contre les pratiques délétères de la holding allemande.

### Les conditions encadrant la cession de Lapeyre à Mutares

La cession de Lapeyre à Mutares a été encadrée par :

- une fiducie <sup>(1)</sup> immobilière pour une durée de trois ans, pour garantir qu'au cas où Mutares vendrait des magasins, le produit de ces ventes ne servirait pas à un autre usage que d'abonder la trésorerie d'investissement et d'exploitation de Lapeyre ;
- une fiducie monétaire pour une durée de trois ans, compartimentée (dépenses d'exploitation, investissements, restructurations d'effectifs), le « compartiment » dédié au départ éventuel de salariés de Lapeyre bénéficiant d'une enveloppe de 55 millions d'euros ;
- l'interdiction de procéder à des réductions d'emplois pendant une période d'au moins dix-huit mois après la cession ;
- la limitation de l'encaissement des prestations de conseil à hauteur de 2 millions d'euros par an pour une durée de trois ans.

Si la systématisation des accords encadrant la cession des entreprises *in bonis* est bienvenue, il faut également en renforcer largement la portée. Le problème majeur, dans le cas de Lapeyre, est la durée limitée à trois ans des obligations et des fiducies. Une fois la période de trois ans échue, Mutares a eu les mains totalement libres pour faire remonter des frais de gestion et de conseil. **Les acteurs du retournement considèrent qu'il faut entre cinq et sept ans pour redresser une entreprise : la durée des obligations devrait donc être du même ordre, c'est-à-dire comprise entre cinq à sept ans.**

Au regard des pratiques détaillées du fonds de retournement Mutares, il paraît urgent de modifier le droit existant pour encadrer bien davantage les remontées de trésorerie, que l'entreprise soit en difficulté ou pas. **Il paraît aujourd'hui urgent de fixer dans la loi une limite aux prestations de conseil ou aux *management fees* imposés par l'actionnaire. Le montant des prestations facturées par l'actionnaire pourrait être encadré par des barèmes et ne pas dépasser un pourcentage maximum du chiffre d'affaires.**

Le président du tribunal des activités économiques de Paris a, par ailleurs, également évoqué la piste de l'encadrement par un « barème » des honoraires des conseils, désignés par l'entreprise ou les créanciers, pendant la phase de restructuration. <sup>(2)</sup> Un groupe de travail au sein de la Chancellerie devrait remettre un rapport, d'ici la fin de l'année 2026, sur ce sujet.

---

(1) *La fiducie-sûreté permet de placer des fonds sous le contrôle d'un fiduciaire indépendant et de conditionner leur déblocage à la réalisation d'objectifs définis dans le plan*

(2) « On a pu, çà et là, rencontrer des situations dans lesquelles le total des honoraires et des commissions d'autres conseils des entreprises pouvait donner le tournis. Nous vivons dans un État libéral, mais ces entreprises se trouvent tout de même en très grande difficulté. Faut-il envisager l'instauration de bonnes pratiques et l'encadrement des barèmes de certaines commissions ? Je ne vais pas me faire que des amis en tenant ces propos, mais cela ne me choquera pas totalement. ». *Compte rendu n° 30 du 16 avril 2026*

**Recommandation n° 18 : Lutter contre les remontées agressives de trésorerie :**

- en encadrant strictement les prestations de services ou de conseil facturées par la holding à une filiale (barèmes, plafond en pourcentage maximum du chiffre d'affaires) ;
- en limitant la distribution de dividendes à la suite de la reprise d'une entreprise en difficulté, pendant une certaine durée ;
- en subordonnant toute reprise d'entreprise, homologuée par le tribunal de commerce, à des engagements stricts permettant de limiter les remontées de trésorerie et garantissant la pérennité de ces engagements (5 à 7 ans au minimum).

La Fédération des experts-comptables a également recommandé à la commission d'enquête la mise en place d'un rapport annuel spécifique du commissaire aux comptes sur les flux intragroupe, ainsi qu'une déclaration fiscale de transparence intragroupe sur le modèle des prix de transfert. Ces deux instruments permettraient de rendre visibles des flux aujourd'hui opaques, parfois structurés dans plusieurs pays pour échapper à tout contrôle.

Le cas des prêts accordés par Walor-Bordeaux à Ferrial United, mentionnés plus haut, montre qu'une transparence est indispensable. Il pourrait aussi être envisagé d'aller plus loin en régulant la rémunération des prêts qui sont accordés.

**Recommandation n° 19 : Réguler les flux intragroupe en imposant la production d'un rapport annuel spécifique adressé au CSE et au président du tribunal de commerce et en encadrant plus strictement la rémunération de ces prêts.**

*c. Renforcer les droits des salariés pour détecter et signaler les pratiques prédatrices*

Les représentants syndicaux, auditionnés lors de la table-ronde du 29 janvier 2026, ont formulé des propositions convergentes pour renforcer les droits des élus du personnel face aux pratiques financières des fonds. Ces propositions méritent d'être traduites en normes législatives.

Le droit d'alerte économique du CSE (articles L. 2312-63 *sqq.* du code du travail) permet aux élus de se saisir de tout fait de nature à affecter de manière préoccupante la situation économique de l'entreprise. Ce droit existe donc, mais il n'est pas explicitement étendu aux remontées de trésorerie et aux transferts intragroupe.

Dans les entreprises détenues par des fonds, les élus manquent de visibilité sur ces flux, qui constituent précisément le vecteur principal de la prédation.

La base de données économiques, sociales et environnementales (BDESE) pour les entreprises de plus de cinquante salariés, qui doit fournir aux élus une

information complète sur la situation économique et sociale de l'entreprise, est structurée au niveau de la société débitrice et non du groupe. Les filiales ne sont pas tenues de présenter les données consolidées du groupe, ni les flux financiers avec la holding. Les organisations syndicales ont ainsi dénoncé des données « *parfois volontairement insuffisantes pour noyer le poisson* ».

La CFDT <sup>(1)</sup> a demandé que la BDESE comporte des éléments par filiale dans les groupes contrôlés par des fonds. Elle a également **proposé de faire évoluer le droit de consultation vers un avis conforme non bloquant du CSE sur certaines décisions financières** – en d'autres termes, non pas un droit de veto *stricto sensu*, qui soulèverait des difficultés constitutionnelles au regard du droit de propriété, mais une procédure par laquelle un avis négatif motivé du CSE obligerait le conseil d'administration à répondre formellement, point par point, avant de pouvoir valider la décision. On pourrait imaginer que cet avis puisse porter sur les conventions réglementées.

La CGT plaide, quant à elle, pour un véritable droit de veto sur les décisions financières de l'entreprise.

**Recommandation n° 20 : Soumettre les conventions réglementées à l'avis conforme du CSE. Étendre le droit d'alerte économique du CSE aux flux intragroupe, renforcer ses droits d'information sur les pratiques des fonds.**

### **3. Renforcer la formation des juges consulaires et lutter contre les conflits d'intérêts**

La commission d'enquête a entendu, sur la question de la formation des juges consulaires, des propos parfois contradictoires.

Le président Patrick Sayer <sup>(2)</sup> a défendu avec conviction la compétence des 210 juges du tribunal des activités économiques de Paris, issus en moyenne de trente-cinq ans de vie professionnelle et bénéficiant d'une formation initiale de quatre mois à l'École nationale de la magistrature (ENM), complétée par trois cents heures de formation universitaire spécialisée à l'université Paris-Panthéon-Sorbonne.

Le professeur Phalippou a formulé, à l'inverse, un constat sévère sur la préparation de l'ensemble de l'appareil judiciaire face aux montages de capital-investissement : « *Peu de magistrats ou de procureurs maîtrisent les mécanismes de facturation invisible. En théorie, un procureur pourrait se saisir d'un dossier pour abus de biens sociaux et l'administration fiscale pourrait intervenir pour facturation de services non rendus. Pourtant, aux États-Unis comme en Angleterre, des enquêtes ont été abandonnées sous pression politique. En France, elles*

---

(1) Compte rendu n° 04 du 29 janvier 2026.

(2) Compte rendu n° 30 du 26 avril 2026

*semblent inexistantes. Le défaut d'application observé ne découle donc pas de carences de la loi, mais plutôt d'un appareil judiciaire insuffisamment préparé.* » <sup>(1)</sup>

La formation initiale de quatre mois à l'ENM et la formation continue de deux jours par an semblent largement insuffisantes pour permettre aux juges de décoder des montages en cascade, des conventions intragroupe complexes ou des *business plans* calibrés pour légitimer des flux d'extraction.

Cette lacune est d'autant plus problématique que les juges ont l'obligation formelle <sup>(2)</sup> de signaler au parquet ou à l'administration fiscale tout flux qui s'apparente à un abus de biens sociaux, une banqueroute ou une dissimulation fiscale. Le tribunal des activités économiques (TAE) de Paris a dû produire une note interne expliquant à ses propres juges comment procéder à ce signalement, ce qui suggère que cette obligation légale est insuffisamment connue et pratiquée dans l'ensemble des juridictions commerciales françaises.

**Recommandation n° 21 : Renforcer la formation des juges consulaires aux montages financiers des fonds d'investissement et aux mécanismes de la prédation financière et systématiser les signalements au parquet dès lors qu'un flux financier anormal est identifié.**

Au-delà de la question de la formation, le risque des conflits d'intérêts, véritable serpent de mer de la justice consulaire, n'a pas disparu, loin de là. Un article des *Échos* en date du 18 mai 2026 <sup>(3)</sup> relaie des soupçons de connivence, notamment au TAE de Paris, dans de nombreuses affaires où des juges auraient été parties prenantes des litiges sans avoir pris soin de déclarer leur situation (Orpéa, H2O, Bio c'Bon). Si ce sujet dépasse celui des fonds prédateurs, le risque que des acteurs du retournement, positionnés dans de nombreux dossiers de reprise, tissent des liens avec les juges consulaires et les administrateurs judiciaires, est apparu parfois en filigrane au cours des auditions.

#### **4. Une exigence transversale : la conditionnalité des aides publiques**

Plusieurs des dossiers examinés par la commission d'enquête ont en commun d'avoir bénéficié d'aides publiques significatives (prêts garantis par l'État, subventions de l'État et des collectivités territoriales, garanties BPI...) avant ou après leur reprise par des fonds aux pratiques contestées.

**Le contrôle de la conditionnalité des aides, comme le montre le cas NovAsco, paraît aujourd'hui largement insuffisant et constitue une anomalie démocratique majeure.** L'argent public qui soutient une reprise d'entreprise ne devrait jamais financer, *in fine*, l'actionnaire (le fonds) qui en tire les bénéfices. **II**

---

(1) *Compte rendu n° 03 du 22 janvier 2026*

(2) *Article 40 du code de procédure pénale et article L. 101 du livre des procédures fiscales.*

(3) <https://www.lesechos.fr/politique-societe/societe/conflits-dinterets-soupcons-de-connivence-ces-affaires-qui-secouent-le-plus-grand-tribunal-de-commerce-de-france-2231961>.

**ne semble exister aucun mécanisme systématique permettant de conditionner le bénéfice d'aides publiques à des pratiques vertueuses, notamment en matière de remontées de trésorerie.** Comme le rappellent les représentants de la CFDT <sup>(1)</sup> : « *les aides à l'entreprise doivent être fléchées, il faut qu'on en fasse un réel bilan et qu'on sache à quoi elles servent* ».

Le Ciri a lui-même identifié la nécessité de « *clarifier les principes encadrant l'intervention de financements publics aux côtés d'investisseurs privés, afin de garantir un alignement d'intérêts compatible avec un redressement durable* » <sup>(2)</sup>. La commission d'enquête souhaite traduire cette orientation en recommandation contraignante.

**Recommandation n° 22 : Conditionner systématiquement l'ensemble des aides publiques accordées dans le cadre d'une reprise au respect d'engagements vérifiables en matière d'emploi, d'investissement et de limitation des remontées de trésorerie. Sanctionner tout manquement par un remboursement immédiat des aides perçues, majoré d'une pénalité.**

\*

\* \*

---

(1) *Compte rendu n° 04 du 29 janvier 2026.*

(2) *Contribution écrite du Ciri.*

## TROISIÈME PARTIE : REPRENONS LE CONTRÔLE DE NOS CAPACITÉS PRODUCTIVES

Le développement des fonds prédateurs n'est pas un mouvement économique spontané qui s'impose aux États. Les responsables politiques ont clairement encouragé leur expansion tout en refusant de développer une offre publique de financement pour protéger les entreprises stratégiques et soutenir celles qui doivent être redressées. Les outils de contrôle des investissements, notamment la procédure de contrôle des investissements étrangers en France (IEF), se sont révélés largement insuffisants pour limiter l'accaparement des forces productives françaises et BPIFrance n'a pas endossé le rôle qu'on pouvait attendre d'une grande banque publique.

### I. LE DÉVELOPPEMENT ENCOURAGÉ DES FONDS D'INVESTISSEMENT SANS AUCUN CONTRÔLE

#### A. LE « TAPIS ROUGE » DÉROULÉ AUX FONDS D'INVESTISSEMENT

Le développement des fonds d'investissement, en particulier de capital-investissement, est assumé et a constitué une priorité des gouvernements successifs depuis plusieurs décennies. Cette priorité a été renforcée depuis 2017.

##### 1. Attirer les capitaux coûte que coûte

Les différents ministres chargés de l'économie et des finances, tout comme les services de l'État compétents, n'ont cessé de rappeler leur objectif prioritaire : attirer des capitaux pour financer les entreprises françaises. Ainsi, pour M. Bruno Le Maire, « *le problème principal de l'Europe et de la France est le manque de capital (...). Pendant les sept ans passés à la tête du ministère de l'économie et des finances, je me suis battu pour attirer les capitaux en France* »<sup>(1)</sup>. Cet agenda est partagé par la Commission européenne, qui considère que les fonds dédiés au capital-investissement sont encore insuffisants aujourd'hui : « *De fait, si cette [croissance rapide du capital-investissement] apparaît encourageante, elle semble en deçà du niveau nécessaire pour répondre aux besoins de financement futurs de l'Union européenne, tels que ceux associés aux transitions technologiques et climatiques et au financement de l'innovation. Les besoins d'investissements supplémentaires auxquels est confrontée l'UE sont estimés à environ 750 ou 800 Md€ par an d'ici 2030, et ce sans compter les dépenses relatives à l'industrie de la défense* »<sup>(2)</sup>.

---

(1) Compte rendu n° 41 du 30 avril 2026.

(2) Réponse écrite de la DG Fisma.

Cette politique très accueillante vis-à-vis des investisseurs privés s'est traduite, en France, par une fiscalité de plus en plus avantageuse sur le capital : réduction de l'impôt sur les sociétés à 25 %, instauration du prélèvement forfaitaire unique (*flat tax*), baisse progressive des impôts de production, *etc.*

Mais au-delà de mesures générales bénéficiant à l'ensemble des investisseurs privés, **des dispositifs spécifiques ont également permis de soutenir le développement des fonds d'investissement.**

*a. La « boîte à outils » en faveur du capital-investissement*

Plusieurs évolutions législatives et réglementaires ont permis de faciliter l'accès des particuliers au capital-investissement et rendu la France plus attractive pour domicilier des fonds d'investissement et concurrencer le Luxembourg ou les pays anglo-saxons. Deux jalons méritent une mention particulière :

– l'ouverture de l'assurance vie, du plan d'épargne en actions et du plan d'épargne retraite (PER) au capital-investissement par un décret en date du 14 novembre 2019 <sup>(1)</sup>, publié en application de la loi « Pacte » <sup>(2)</sup>, constitue une ouverture sans précédent des fonds privés vers les particuliers, qui peuvent dorénavant souscrire des unités de compte dans des fonds de capital-investissement, de dette privée ou d'infrastructures. Cette ouverture répond à un lobbying intensif de France Invest, selon le journaliste Cyprien Boganda <sup>(3)</sup>. La loi du 23 octobre 2023 relative à l'industrie verte est allée encore plus loin en imposant une part de capital-investissement dans les nouveaux contrats d'assurance-vie et les plans d'épargne retraite. Selon les données publiées par France Invest, les souscriptions des particuliers fléchées vers des fonds d'investissement (capital-investissement, dette privée, infrastructures) auraient atteint 3,1 milliards d'euros en 2025, pour un total de 14,5 milliards d'euros d'encours sous gestion ;

– la création de la société de libre partenariat (SLP) par la loi « Macron » de 2015 <sup>(4)</sup>, nouvelle forme de fonds d'investissement alternatif (FIA), fait droit à la revendication ancienne des acteurs du capital-investissement de disposer d'un véhicule équivalent au *limited partnership* de droit anglo-saxon ou aux « sociétés en commandite spéciale » luxembourgeoises. En effet, le véhicule traditionnel français, à savoir le fonds professionnel de capital-investissement (FPCI), n'était

---

(1) Décret n° 2019-1172 du 14 novembre 2019 favorisant l'investissement dans l'économie par la diffusion du capital-investissement.

(2) Articles 72 et 73 de la loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

(3) Comme l'a expliqué M. C. Boganda, « cette progression s'est accompagnée d'un lobbying extrêmement efficace, mené par France Invest, qui a culminé en novembre 2019 lorsqu'un décret a autorisé les épargnants à investir dans le *private equity* (capital-investissement) via leur assurance-vie. De manière générale, la démocratisation de l'accès au capital est l'un des chevaux de bataille de France Invest ». *Compte rendu n° 9 du 5 février 2026.*

(4) Article 145 de la loi du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques.

pas « transparent » du point de vue fiscal et il était donc défavorable aux investisseurs étrangers <sup>(1)</sup>.

La SLP permet d'éviter d'imposer les investisseurs étrangers en France et son instauration vise ainsi à rapatrier en France de nombreux fonds domiciliés au Luxembourg. Une ordonnance du 3 juillet 2024 <sup>(2)</sup> a même créé la « SLP spéciale » (SLPs), sans personnalité morale et fiscalement transparente : assimilée fiscalement à un *limited partnership*, elle permet d'aller encore plus loin dans la convergence avec les standards internationaux. Comme le rappelle M. Romain Feydel, docteur en droit privé, « désormais le droit de la gestion collective français n'a plus rien à envier à ses concurrents étrangers. » <sup>(3)</sup>.

### ***b. Des évolutions fiscales favorables au capital-investissement***

En matière fiscale, la baisse des impôts s'appliquant aux revenus de la finance privée s'inscrit dans le temps long. Outre l'« amendement Carrez » qui favorise l'intégration fiscale au bénéfice des LBO (voir partie II), de nombreux autres dispositifs fiscaux ont largement favorisé le développement du capital-investissement.

#### *i. Les carried interests*

Le régime d'imposition de la part des bénéficiaires générés par le fonds qui est attribuée aux équipes d'investissement des sociétés de gestion (*general partners*), afin d'aligner leurs intérêts sur ceux des investisseurs (*limited partners*) – à savoir le *carried interest* et l'intéressement des gestionnaires lié à la performance de l'investissement, – a été assoupli par une instruction fiscale en date du 28 mars 2002.

#### **La rémunération plus que confortable des équipes d'investissement**

La rémunération des équipes d'investissement par rapport à leurs investisseurs (*limited partners*) comprend deux composantes :

– d'une part, des frais de gestion annuels (environ 2 % des engagements financiers), qui financent notamment la rémunération fixe et variable des équipes ;

---

(1) On parle d'une entité « non transparente » du point de vue fiscal lorsque cette entité est soumise, en tant que telle, à l'impôt. À l'inverse, l'entité est « transparente » du point de vue fiscal quand l'imposition « traverse » la structure et remonte directement vers ses propriétaires.

(2) Ordonnance n° 2024-662 du 3 juillet 2024 portant modernisation du régime des fonds d'investissement alternatifs.

(3) <https://www.actu-juridique.fr/affaires/societes/la-societe-de-libre-partenariat-speciale-insertion-dans-le-code-monetaire-et-financier-dun-nouveau-type-de-societe-en-commandite-simple-dotee-dun-regime-fiscal-inedit/>.

– d’autre part, une rémunération liée à la performance du fonds (*carried interest*), c’est-à-dire la part des bénéfices du fonds allouée aux gestionnaires en contrepartie de la « sur-performance » réalisée au-delà d’un seuil de rendement minimum prédéfini (*hurdle rate*), généralement fixé entre 5 % et 9 % annuels. Ce mécanisme, dont le taux est généralement fixé à 20 % des bénéfices du fonds, est subordonné au remboursement préalable du capital investi par les souscripteurs ainsi qu’à l’atteinte du rendement minimum convenu. En France, pour bénéficier du régime fiscal applicable aux *carried interests*, les gestionnaires doivent investir leur capital personnel dans le fonds qu’ils gèrent <sup>(1)</sup>.

**Au cours des auditions, les différents représentants des fonds d’investissement auditionnés ont tous refusé de communiquer publiquement le montant de leur rémunération. Une seule personne auditionnée a accepté de transmettre sa rémunération par écrit, alors que la même demande avait été adressée à tous et que les représentants de ces fonds s’étaient engagés à transmettre cette information. Le niveau de rémunération d’un directeur (*partner*) au sein d’un fonds d’investissement atteint plusieurs centaines de milliers d’euros par an et peut même atteindre sept chiffres, sans prendre en compte le *carried interest* et les bonus.**

Sous certaines conditions, ce dispositif permet d’imposer les gains correspondant aux *carried interests* selon le régime des plus-values mobilières des particuliers, qui s’applique aux revenus du capital issus de transferts de titres et prend aujourd’hui la forme d’un prélèvement forfaitaire unique au taux de 31,4 %. Malgré différentes tentatives d’imposition au barème progressif de l’impôt sur le revenu, la loi de finances pour 2009, dans le cadre du régime « Arthuis », a définitivement confirmé le principe de taxation des *carried interest* selon le régime des plus-values mobilières, sous certaines conditions : investir au moins 1 % du total des souscriptions du fonds, acquérir des parts à un prix correspondant à leur valeur et percevoir une rémunération en propre au titre du travail réalisé pour le fonds. L’écart de taxation entre le régime favorable du *carried interest* et une imposition de nature salariale est très significatif : **pour ces gestionnaires très fortunés, le fait de soumettre les *carried interests* à l’impôt sur le revenu pourrait porter le taux effectif d’imposition à près de 60 % (c’est-à-dire le cumul de la tranche marginale d’imposition à 45 %, de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus à 4 % et de 10 % environ de cotisations sociales), soit trente points de plus que le prélèvement forfaitaire unique.**

Or ce traitement de faveur repose sur une « fiction juridique », comme l’a rappelé M. Christophe Nijdam : **le *carried interest* n’est pas une plus-value mobilière ordinaire, c’est-à-dire un profit généré par la vente de titres, mais bien un bonus de performance** – c’est-à-dire une rémunération liée à l’exercice des fonctions de gestionnaire et qui devrait être imposée comme telle au barème progressif de l’impôt sur le revenu des personnes physiques. Votre rapporteure recommande en conséquence la suppression du régime Arthuis et l’imposition des *carried interests* au barème progressif de l’impôt sur le revenu.

---

(1) Un investissement minimal généralement fixé à au moins 1 % des engagements totaux pour les fonds n’excédant pas 1 milliard d’euros.

**Recommandation n° 23 : Abroger le régime « Arthuis » institué par la loi de finances pour 2009 en faveur des gains de *carried interest* et les soumettre au barème progressif de l'impôt sur le revenu selon les règles applicables aux traitements et salaires.**

ii. Les *management packages*

Les *management packages* désignent l'ensemble des mécanismes mis en place pour associer les dirigeants et cadres clés de l'entreprise rachetée par le fonds à la réussite de l'opération, avec l'objectif de les fidéliser et d'aligner leurs intérêts sur ceux de l'investisseur financier. En pratique, les managers sont généralement conduits à investir une partie de leur patrimoine personnel dans la holding de reprise, aux côtés du fonds d'investissement. En contrepartie, ils bénéficient d'instruments financiers leur permettant de bénéficier de la plus-value lors de la cession ultérieure de l'entreprise.

Les *management packages* jouent un rôle préjudiciable à l'intérêt économique et social de l'entreprise, comme le rappelle M. Nijdam : « *C'est l'équipe dirigeante du LBO en série qui officie aux basses œuvres des suppressions d'emplois grâce aux incitations financières du management package, devenues indécentes : la première est grassement payée pour dégraisser les seconds.* »<sup>(1)</sup>. Concrètement, pour maximiser les revenus de l'entreprise et son niveau de rentabilité (Ebitda), le chef d'entreprise est incité à réduire les coûts par la compression des salaires, la suppression d'emplois, voire la baisse des investissements. La structure des rémunérations des dirigeants d'entreprises rachetées par des fonds institutionnalise donc, jusqu'au plus haut niveau du management, l'objectif de maximiser le gain financier sans égard aux conséquences économiques et sociales d'une telle maximisation.

Pendant plusieurs années, un certain « flou » a persisté sur le traitement fiscal de ces rémunérations considérées comme des plus-values mobilières ou, à l'inverse, comme des compléments de rémunération, imposables au taux marginal de l'impôt sur le revenu auquel s'ajoutent les cotisations sociales<sup>(2)</sup>. Cette incertitude était présentée par la profession comme un frein à l'attractivité des équipes de gestion françaises face à leurs concurrentes londoniennes ou américaines. La loi de finances pour 2025 a donc institué un régime fiscal *sui generis* pour les gains issus de *management packages*, désormais codifié à l'article 163 bis H du code général des impôts. Les gains réalisés lors de la cession sont dorénavant imposés au taux forfaitaire de 30 % (prélèvement forfaitaire unique) lorsque certaines conditions sont réunies : souscription des titres à leur juste valeur au moment de l'entrée, durée de détention d'au moins deux ans, instruments utilisés figurant sur une liste limitative (actions ordinaires, actions de préférence, BSPCE, obligations convertibles), etc.

---

(1) Contribution écrite de Christophe Nijdam.

(2) Voir par exemple : Conseil d'État, 13 juillet 2021, n° 428506 et 435452.

Ces conditions d'imposition ont été récemment allégées, lorsque les gains donnent lieu à réinvestissement dans un LBO successif<sup>(1)</sup>. En effet, **la loi de finances pour 2026 a introduit un mécanisme de report d'imposition de la fraction salariale des gains de *management packages* lorsque le dirigeant réinvestit dans une nouvelle structure dans le cadre d'un LBO successif. Cette mesure constitue un signal politique d'une gravité particulière. Elle revient à soutenir fiscalement les opérations qui constituent le vecteur principal de la prédation des entreprises françaises : les LBO en série**, dont chaque itération alourdit l'endettement de l'entreprise cible, réduit ses capacités d'investissement et accroît son risque de défaillance.

Votre rapporteure considère donc qu'il est urgent de revenir sur les avantages fiscaux dont bénéficient les *management packages* et, en particulier, sur l'allègement fiscal introduit par la loi de finances pour 2026.

**Recommandation n° 24 : Abroger l'allègement, introduit par la loi de finances pour 2026, de la fiscalité des *management packages* des dirigeants d'entreprises en cas de LBO successif.**

## 2. Un mouvement de pantouflage qui s'accélère

La politique de soutien affirmé aux fonds d'investissement doit être mise en perspective avec la porosité croissante observable entre les fonds d'investissement, d'une part, et les décideurs publics, d'autre part. Le journaliste Cyprien Boganda a rappelé, lors de son audition, que le parcours du Président de la République Emmanuel Macron l'a conduit à nouer des liens proches avec les représentants de France Invest : « *Je sais, pour en avoir discuté avec des membres de France Invest, que le président Emmanuel Macron voit d'un bon œil le développement du capital-investissement en France : cela n'est guère surprenant, puisqu'il a rencontré France Invest à plusieurs reprises, à l'époque où il était banquier d'affaires chez Rothschild, puis lorsqu'il était ministre de l'économie.* »<sup>(2)</sup>.

Le « pantouflage » vers les fonds d'investissement, c'est-à-dire le départ de décideurs publics (hauts fonctionnaires, ministres ou membres de cabinets) vers ces fonds, s'est intensifié au fil des années. La commission d'enquête a ainsi pu dresser une liste non exhaustive de ces départs vers des fonds d'investissement :

– concernant les ministres, une véritable accélération des recrutements s'observe depuis dix ans, avec celui de **Mme Nathalie Kosciusko-Morizet** par le fonds Antin en 2021, celui de **M. François Fillon** par le fonds Tikehau Capital en 2017, ou celui de **Mme Florence Parly** par le fonds Jolt en 2023. Quant à **M. Julien**

---

(1) Ibid.

(2) *Compte rendu n° 9 du jeudi 5 février 2026.*

**Denormandie**, il a rejoint le fonds français Raise en octobre 2022, en tant que *senior advisor*.

Certains ministres ont développé leur propre fonds d'investissement, comme **Mme Fleur Pellerin** dont le fonds Koreyla Capital a levé près de 200 millions d'euros auprès de l'entreprise coréenne Naver avec qui elle avait noué des liens en tant que ministre – et ce, malgré l'interdiction de la Haute Autorité pour la transparence de la vie publique (HATVP) de faire état de ses anciennes fonctions de ministre dans le cadre de ses activités ;

– concernant les hauts fonctionnaires, le cas le plus emblématique est certainement celui de **M. Bruno Bézard**, directeur général du Trésor de 2014 à 2016, ancien directeur général des finances publiques, ancien directeur général adjoint de l'Agence des participations de l'État et sans doute l'un des plus grands commis de l'État sous la présidence de M. François Hollande. M. Bruno Bézard est passé en 2016, sans transition, de la direction générale du Trésor au fonds d'investissement franco-chinois Cathay Capital, dont il est aujourd'hui un des principaux dirigeants (*managing partner*).

Le directeur général actuel de France Invest, **M. Vincent Marinet**, ancien délégué aux enjeux numériques à la direction générale du Trésor, tout comme le directeur précédent (2019-2025), **M. Alexis Dupont**, en poste auparavant à la Représentation permanente de la France auprès de l'Union européenne, constituent deux exemples qui montrent l'importance, pour le secteur, de s'appuyer sur de hauts fonctionnaires capables d'influencer les décisions politiques et administratives. France Invest estime d'ailleurs à quelques dizaines le nombre de fonctionnaires qui rejoignent le capital-investissement chaque année.

Le parcours de **M. Xavier Musca**, ancien secrétaire général de l'Élysée et directeur général du Trésor et de la politique économique, d'abord passé par le secteur bancaire avant d'atterrir chez Tikehau Capital en 2025 en tant que président du conseil de surveillance, est symptomatique d'un basculement possible des pantouflages de la finance bancaire traditionnelle vers les fonds d'investissement. Au-delà de la DG Trésor, les fonds d'investissement peuvent aussi cibler des profils spécialistes pour leur compétence dans un domaine particulier : **M. Quentin Besnard**, recruté par Tikehau Capital, a été directeur de programme Cybersécurité, pendant plus de dix ans, au ministère des armées ;

– les collaborateurs de décideurs politiques, juniors comme seniors, sont de plus en plus nombreux à basculer vers des fonds d'investissement. **M. Pierre de Bousquet de Florian**, directeur de cabinet du ministre de l'intérieur Gérald Darmanin de 2020 à 2022 et **Mme Ombeline Gras**, conseillère « Affaires globales » à l'Élysée, ont été recrutés par le fonds Tikehau Capital. **M. Basile Thodoroff**, ancien conseiller de M. Bruno Le Maire au ministère de l'économie et des finances, a rejoint en 2025 la plateforme Ardian Semiconductor en tant que directeur.

**Les transferts du public vers le privé, dont la liste ci-dessus ne constitue qu'un aperçu, soulèvent nécessairement des questions sur de potentiels conflits d'intérêts, alors que le pouvoir politique et administratif a fortement encouragé le développement du capital-investissement.**

**La proportion élevée de hauts fonctionnaires au sein de certains fonds comme Tikehau Capital doit être rapportée aux coopérations nombreuses qui peuvent exister entre les pouvoirs publics (BPIFrance, Caisse des dépôts et consignations, ministère de l'économie, *etc.*) et la société de gestion, aujourd'hui critiquée dans la gestion interne de ses équipes <sup>(1)</sup>. L'exercice de fonctions de direction par M. Bruno Bézard au sein de Cathay Capital suscite des interrogations, le fonds franco-chinois étant un des premiers fonds financés par BPIFrance.** Le directeur général de BPIFrance a d'ailleurs assumé, lors de sa seconde audition, une proximité amicale avec M. Bézard, l'ayant même encouragé à rejoindre le fonds franco-chinois à son départ du Trésor, sans évoquer l'existence de règles mises en œuvre pour éviter tout conflit d'intérêts.

La réaction disproportionnée de l'ancien ministre chargé de l'économie et des finances, M. Bruno Le Maire, lorsqu'il a été interrogé par la commission d'enquête sur ces pantouflages, est le signe d'une fébrilité inquiétante. Son refus de répondre sur l'identité d'autres collaborateurs ayant potentiellement rejoint des fonds d'investissement est particulièrement choquant et ne peut que susciter la méfiance accrue des citoyens.

## **B. DES FONDS D'INVESTISSEMENT EN ROUE LIBRE**

Ce soutien sans réserve aux fonds d'investissement est d'autant plus inquiétant qu'il ne s'accompagne d'aucune véritable régulation.

### **1. Une connaissance des opérations conduites par les fonds d'investissement à renforcer**

#### ***a. L'absence totale de pilotage des fonds***

Les règles applicables aux fonds de capital-investissement européens sont principalement établies par la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (directive AIFM) <sup>(2)</sup>, la directive OPVCM s'appliquant aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Ces directives ont pour principal objet de protéger les investisseurs sans prise en compte de l'intérêt économique et social des entreprises. Par définition, les investisseurs institutionnels dans les fonds privés (capital-investissement, dette privée, infrastructures) étant

---

(1) Voir l'article de l'Informé du 13 mai 2026 : [https://www.linforme.com/banque-finance/article/management-par-la-peur-denigrement-le-malaise-s-installe-chez-tikehau-le-blackstone-a-la-francaise\\_3986.html](https://www.linforme.com/banque-finance/article/management-par-la-peur-denigrement-le-malaise-s-installe-chez-tikehau-le-blackstone-a-la-francaise_3986.html)

(2) La directive AIFM a été modifiée à neuf reprises depuis 2011. En outre, le règlement européen ELTIF (fonds européens d'investissement de long terme), révisé en 2024, encadre des fonds apportant des financements de long terme à des projets d'infrastructure, des sociétés non cotées, ou à des PME cotées. Toutes les règles de la directive AIFM s'appliquent aux gestionnaires de fonds ELTIF.

considérés comme des professionnels « avertis », la régulation des fonds de capital-investissement (fonds d'investissement alternatifs) est sensiblement moins stricte que celle des OPVCM qui sont ouverts aux particuliers.

La directive AIFM impose donc peu d'obligations aux sociétés de gestion, à l'exception :

– d'un certain nombre d'obligations de *reporting* relatives à la stratégie, aux risques ou à la gouvernance ;

– d'une évaluation indépendante obligatoire des actifs dans les portefeuilles des fonds ;

– d'un respect des règles d'honorabilité, de bonne conduite et de gestion des conflits d'intérêts.

Vis-à-vis des entreprises et des salariés que ces fonds financent, la directive AIFM est quasiment muette, à l'exception de quelques dispositions qui ne concernent même pas les petites et moyennes entreprises et industries (PME-PMI) :

– exigence d'information à l'égard de l'entreprise, de ses actionnaires et des autorités compétentes ;

– **lutte contre l'*asset stripping***, c'est-à-dire le fait de vendre des actifs (ou des parties d'une entreprise) immédiatement après leur acquisition afin de maximiser la valeur de l'investissement, par l'encadrement de la distribution de dividendes, du rachat d'actions et de la réduction du capital dans les vingt-quatre premiers mois suivant l'acquisition d'une entreprise (article 30 de la directive).

**Le suivi, par les services de l'État ou les autorités de régulation, des effets du capital-investissement (mais aussi du comportement d'autres fonds d'investissement alternatifs, comme les *hedge funds*) sur l'emploi ou l'activité économique est, par conséquent, aujourd'hui inexistant.** L'Autorité des marchés financiers (AMF) a pour seule mission de protéger l'épargne investie en produits financiers, de garantir l'information des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés. La Banque de France étudie, quant à elle, les conséquences de l'activité des fonds d'investissement sur la stabilité financière, sans réaliser de suivi spécifique des fonds en fonction de leurs pratiques.

#### ***b. L'absence de données économiques***

Dans ce contexte, l'évaluation des effets économiques réels des fonds d'investissement paraît être un véritable « angle mort », reflet d'une opacité structurelle qui rend très difficile pour les pouvoirs publics, les chercheurs, les représentants du personnel et les parlementaires, l'évaluation rigoureuse des effets des opérations des fonds d'investissement. Comme le rappelle le professeur Nicolas Bédou à propos des opérations de LBO, « *la disponibilité des données constitue le cœur du problème. Les données disponibles sont globalement insuffisantes, à la fois*

*en quantité et en qualité.* »<sup>(1)</sup>. M. Bédu signale, en outre, le biais méthodologique (« biais du survivant ») résultant du fait que les entreprises liquidées, du fait de l'absence des données comptables et financières, ne sont pas prises en compte dans les études sur les investissements des fonds : celles-ci sont donc biaisées en faveur des opérations réussies.

Par ailleurs, la plupart des données relatives aux effets économiques du capital-investissement (croissance, emploi, *etc.*) sont aujourd'hui transmises par l'association professionnelle France Invest, sur la base du volontariat et sans certitude sur la fiabilité des données. Sans remettre en cause le travail réalisé par cette association professionnelle, ses résultats ne peuvent prétendre à l'objectivité nécessaire, son intérêt étant de promouvoir et de développer l'activité de capital-investissement.

Le professeur Olivier Darmouni, auditionné par la commission d'enquête, propose ainsi qu'après « *chaque prise de participation, pendant cinq ans, un rapport annuel soit publié, détaillant les évolutions en matière d'emploi, de salaires, d'organisation de l'activité et de structure financière* »<sup>(2)</sup>. Cette obligation devra certainement passer par une modification du cadre réglementaire européen. La Banque de France, déjà chargée de l'observatoire du financement des entreprises, pourrait être l'autorité compétente pour recevoir les informations économiques relatives aux opérations des fonds d'investissement concernant l'endettement, l'investissement, l'emploi, la pérennité et la défaillance des entreprises. La transmission de ces données, dont la confidentialité serait préservée par la Banque de France, donnerait lieu à la publication d'un rapport qui serait transmis au Parlement.

**Recommandation n° 25 : Imposer aux fonds d'investissement de rendre compte des effets économiques et sociaux des stratégies qu'ils déploient au sein des entreprises qu'ils détiennent et confier à la Banque de France une mission permanente d'observation des effets économiques des fonds (emploi, croissance, innovation, risque de défaillance, etc.)**

**Par ailleurs, force est de constater que les efforts réalisés pour canaliser l'épargne vers les fonds les plus vertueux du point de vue économique, social et environnemental sont largement insuffisants** : le label ISR (Investissement socialement responsable), créé en 2016 et supervisé par le ministère de l'économie, permet d'évaluer les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (critères ESG) dans la politique de gestion et d'investissement des fonds d'investissement. Or ce label ne concerne aujourd'hui que les fonds cotés (valeurs mobilières) et les fonds immobiliers.

Au niveau européen, le règlement (UE) 2019/2088 du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 22 janvier 2026.*

(2) *Compte rendu de l'audition du 22 janvier 2026.*

services financiers, dit règlement « SFDR », a prévu des catégories de placements dits « article 9 » (objectif d'investissement durable) et « article 8 » (prise en compte de critères ESG). Le champ des placements « article 8 » est aujourd'hui beaucoup trop large et le niveau d'exigence très faible : près de la moitié des en-cours seraient gérés par des fonds « article 8 ».

## 2. L'absence de contrôle macro-prudentiel de l'activité

### *a. Des règles sans efficacité ni effet sur les sociétés de gestion de droit étranger*

Les sociétés de gestion extra-européennes, non soumises à la directive AIFM, peuvent aujourd'hui prendre des participations dans des entreprises européennes à partir de fonds domiciliés en dehors du territoire européen<sup>(1)</sup>, sans véritable contrôle des autorités de tutelle.

L'AMF et la Banque de France sont donc totalement démunies face à ces sociétés de gestion : leurs évaluations quantitatives reposent sur des sources commerciales ne faisant pas l'objet de collectes obligatoires auprès d'institutions publiques.

Or les sociétés de gestion d'actifs de droit étranger (KKR, Apollo, Blackstone, etc.) gèrent de nombreux fonds qui prêtent ou investissent dans des entreprises françaises et la part des actifs détenus par des sociétés de gestion étrangères ne cesse d'augmenter. Dans le système européen des comptes (SEC), la catégorie « Reste du monde », qui inclut notamment les participations des fonds d'investissement de droit étranger, représente 11 838 milliards d'euros de patrimoine financier en France, soit 21 % des actifs circulant au niveau du système financier français en 2024, contre seulement 14 % en 1999.

Il est donc impératif de soumettre ces sociétés de gestion extra-européennes à la directive AIFM dès lors que leurs fonds sont domiciliés en Europe, que ces fonds sont commercialisés auprès d'une clientèle européenne ou, tout simplement, qu'ils acquièrent des actifs européens.

**Recommandation n° 26 : Soumettre à la directive AIFM les sociétés de gestion d'actifs extra-européennes.**

### *b. L'absence de ratios prudentiels : une crise financière en perspective ?*

Il existe aujourd'hui une asymétrie manifeste de régulation entre les acteurs bancaires, soumis à des ratios prudentiels de solvabilité, de levier et de liquidité qui

---

(1) Les sociétés de gestion implantées dans l'Union européenne doivent respecter la directive AIFM pour l'ensemble des fonds d'investissement alternatifs qu'elles gèrent, quelle que soit la domiciliation de ces fonds. En revanche, un gestionnaire établi hors de l'Union européenne qui commercialise un fonds d'investissement alternatif auprès d'investisseurs professionnels dans un État membre peut être soumis à des régimes nationaux de placement privé, variables selon les États membres.

ont vocation à être renforcés dans le cadre de la réglementation « Bâle III », et les fonds d'investissement alternatifs, qui n'ont presque aucune obligation en la matière, même lorsque leur activité est semblable à celle des banques. Très concrètement, un fonds de capital-investissement peut fonctionner sans aucun matelas réglementaire de capital et être endetté à des niveaux que les banques ne seraient jamais autorisées à atteindre.

**Cette absence de régulation est, sans aucun doute, l'une des causes majeures de l'essor de la finance non-bancaire et du *shadow banking* au sens large.** Comme le rappelle la Banque de France, des risques financiers réels existent pourtant, à savoir le « *recours excessif à l'effet de levier, le risque de liquidité qui intervient lorsque des fonds d'investissement offrent à leurs investisseurs une liquidité supérieure à la liquidité des actifs dans lesquels ils investissent, et le risque lié aux interconnexions reflétant le rôle que peuvent jouer les fonds d'investissement dans l'amplification ou la transmission d'un choc* »<sup>(1)</sup>. Le risque de liquidité est croissant, puisque de plus en plus de fonds d'investissement promettent aux investisseurs la possibilité de récupérer rapidement les sommes investies, alors même que les actifs acquis avec ces fonds ne peuvent être cédés dans des délais restreints. En outre, pour la Banque de France, « *les directives actuelles ont été pensées dans une optique de protection des investisseurs, à une époque où la contribution potentielle des fonds au risque systémique en Europe était plus limitée qu'aujourd'hui. (...) Or le poids des fonds d'investissement et, plus largement de la finance non bancaire, est aujourd'hui beaucoup plus important et leurs interconnexions avec le secteur bancaire mal évaluées.* »

À cet égard, les signes de l'écllosion d'une « crise de la dette privée » aux États-Unis sans que le régulateur européen ou national soit en mesure de parfaitement évaluer les risques de contagion en Europe, ni d'évaluer l'exposition réelle des banques européennes, ne peuvent qu'inquiéter. Or les sociétés de gestion qui ont mis la main sur des entreprises au titre des activités de capital-investissement sont, en règle générale, les mêmes que celles qui prêtent aux entreprises au titre de fonds de « dette privée ».

---

(1) Réponses écrites de la Banque de France.

## Les risques d'une crise de la dette privée aux États-Unis

### Un essor récent

La « dette privée » (*private credit* ou *private debt*) correspond aux prêts accordés par des fonds d'investissement aux entreprises non cotées en bourse. Les fonds de dette privée prêtent directement aux entreprises (*direct lending*) ou adossent leur financement à des actifs (*asset-based finance*) : à la différence du capital-investissement, dans le cadre duquel ils deviennent actionnaires des entreprises, les fonds sont ici créanciers de ces entreprises.

Le marché de la dette privée a connu, ces dernières années, une forte croissance, liée au durcissement de la régulation bancaire et à la forte baisse des taux d'intérêt. Le marché mondial de la dette privée sous gestion est estimé aujourd'hui entre 1 800 et 2 500 milliards de dollars au niveau mondial par la plupart des institutions, contre environ 1 000 milliards de dollars en 2020. Il représente 70 milliards d'euros en France.

Longtemps réservés aux investisseurs institutionnels (assureurs, fonds de pension, etc.), les fonds de dette privée se sont ouverts aux particuliers.

L'exposition des banques françaises aux institutions financières non bancaires (incluant le *private equity* et la dette privée) a atteint environ 650 milliards d'euros en 2024 selon le comité européen du risque systémique. Sur dix ans, le marché européen du crédit privé a quasiment triplé pour s'établir à 430 milliards d'euros.

Parfois en concurrence, banques et fonds de dette privée sont étroitement interconnectés :

- les fonds de dette privée bénéficient de lignes de financement des banques ;
- les banques et fonds de dette privée peuvent accorder des financements complémentaires à une même entreprise ou investir ensemble (*co-lending*) ;
- les banques transfèrent une partie de leurs risques aux fonds via la titrisation (le fait de transformer un prêt en titre financier) vers les fonds de dette privée ;
- les banques peuvent investir directement dans les fonds de dette privée, notamment via des sociétés de gestion sous forme de filiales ;
- les banques assurent les opérations des fonds.

En prêtant à un fonds de dette privée, les banques réduisent leur exposition aux risques et leurs exigences en fonds propres par rapport à des prêts directs aux entreprises. Le secteur assurantiel est également exposé à la dette privée (81 milliards d'euros en France).

### Des événements inquiétants

Deux entreprises américaines du secteur de l'automobile aux États-Unis (Tricolor et First Brands), fortement endettées auprès de fonds de dette privée, ont fait faillite en septembre 2025. Ces faillites ont mis en difficulté plusieurs banques anglo-saxonnes ou suisses. En outre, de nombreuses banques anglo-saxonnes ont annoncé des pertes de crédit qui pourraient être liées directement ou indirectement au crédit privé : Jefferies, Western Union, First Third, Zions Bancorp, Western Alliance, JP Morgan.

**Le directeur général de JP Morgan, M. Jamie Dimon, évoquant les entreprises auxquelles des fonds de dette privée ont prêté, estimait ainsi, en octobre 2025 : « Je ne devrais probablement pas dire ça, mais quand on voit un cafard, il y en a probablement d'autres. Tout le monde devrait être prévenu sur ce point ».**

**A la suite de rumeurs de pertes, voire de soupçons de fraude, ou en raison de l'exposition à des entreprises en difficulté, plusieurs fonds ont été confrontés à des demandes de retrait par des investisseurs, qui ont atteint des niveaux anormalement élevés** (Blue Owl, Blackrock, Blackstone, Apollo, Ares). Certaines sociétés américaines de gestion d'actifs ont dû bloquer, temporairement ou durablement, les demandes de retrait de leurs clients et d'autres ont limité les montants de ces retraits.

Au-delà du secteur de l'automobile, plusieurs secteurs de l'économie ayant eu fortement recours à la dette privée sont aujourd'hui en difficulté : c'est notamment le cas des sociétés de logiciels aux États-Unis, dont la valorisation s'écroule en raison du développement de l'intelligence artificielle, qui pourrait préfigurer leur obsolescence. Selon le rapport de stabilité financière du FMI, **40 % des entreprises financées par des prêts directs ne génèrent pas de flux de trésorerie positifs en 2024. Les banques centrales ont lancé récemment des exercices de « test de résistance » pour mieux évaluer les interdépendances entre les acteurs bancaires et les fonds de dette privée.**

Les fonds de capital-investissement montrent également des signes de tension. La forte croissance des « fonds de continuation », c'est-à-dire des fonds auxquels sont transférés les actifs d'un fonds précédent arrivé à échéance (notamment, lorsque la cession des entreprises à un industriel ou leur introduction en bourse n'est pas possible ou à un prix trop défavorable), et l'augmentation du nombre de cessions d'entreprise entre fonds pourraient signaler une forme de « bulle », les fonds d'investissement étant dans l'incapacité de générer un rendement suffisant pour leurs investisseurs : d'après France Invest, en 2024, les opérations secondaires, c'est-à-dire les cessions à une autre société de capital-investissement, progressent en nombre (277 opérations, contre 220 en 2023) et en montant (6 milliards d'euros, contre 3,2 milliards d'euros en 2023), loin devant les cessions industrielles (2,4 milliards d'euros en 2024) ou encore les introductions en bourse (22 millions d'euros en 2024).

**Face au risque d'une crise financière liée à un développement incontrôlé des fonds d'investissement, votre rapporteure ne peut que faire siennes les propositions du président de la Fédération bancaire française qui plaide pour que les obligations en matière de ratios prudentiels qui s'imposent aux banques s'appliquent également aux fonds d'investissement :** « *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."* (...). *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* » <sup>(1)</sup>.

Cette révision ne peut être imposée qu'au niveau européen, mais la France doit jouer un rôle moteur pour imposer la régulation de cette nouvelle finance. Parallèlement, l'exposition des banques françaises et européennes aux fonds de

---

(1) *Compte rendu n° 38 du jeudi 23 avril.*

dette privée semble aujourd'hui très mal évaluée par les autorités de régulation, et doit impérativement être mieux appréhendée.

**Recommandation n° 27 : Imposer aux fonds d'investissement les mêmes ratios prudentiels qui s'appliquent au secteur bancaire (levier, liquidité, fonds propres) et développer les outils de contrôle macroprudentiel des acteurs non bancaires.**

**Recommandation n° 28 : Mieux évaluer l'exposition des banques françaises aux fonds de dette privée et encadrer l'activité de financement des fonds de dette privée par les banques.**

## **II. QUAND « IEF » RIME AVEC « IMPUISSANCE DE L'ÉTAT FRANÇAIS » : COMMENT L'ÉTAT LAISSE PASSER NOS CAPACITÉS PRODUCTIVES SOUS PAVILLON ÉTRANGER**

Le contrôle des investissements étrangers en France (IEF) a connu une indéniable montée en puissance, mais ce dispositif n'apparaît pas aujourd'hui suffisant pour empêcher la cession d'actifs stratégiques français à des acteurs étrangers – souvent des fonds anglo-saxons pratiquant le rachat avec effet de levier. Les cas Biogaran, LMB Aerospace et Atos illustrent, chacun à sa manière, les angles morts d'un dispositif que l'État tarde à renforcer.

### **A. LE CONTRÔLE DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE (IEF) : UNE PROTECTION INSUFFISANTE**

Le contrôle des investissements étrangers en France est aujourd'hui un instrument réel, progressivement consolidé, mais dont les limites se révèlent précisément aux occasions où la souveraineté économique est le plus directement en jeu.

#### **1. La montée en puissance du contrôle IEF**

##### *a. L'extension continue du champ d'application*

Le contrôle des investissements étrangers en France (IEF) trouve son origine dans la loi du 28 décembre 1966 relative aux relations financières avec l'étranger, qui maintenait des conditions dérogatoires d'examen de certains investissements au moment même où étaient libéralisés les mouvements de capitaux. Le dispositif s'est progressivement structuré autour d'une liste de secteurs stratégiques soumis à autorisation préalable, dont le périmètre a été élargi par paliers successifs et au gré des crises : onze domaines recensés par le décret n° 2005-1739 du 30 décembre 2005 réglementant les relations financières avec l'étranger et portant application de l'article L. 151-3 du code monétaire et financier, dit décret « Villepin », auxquels le décret n° 2014-479 du 14 mai 2014 relatif aux investissements étrangers soumis à autorisation préalable, dit décret

« Montebourg », a ajouté l'énergie, l'eau, les transports, les communications électroniques, les ouvrages d'importance vitale et la santé publique, après que l'affaire Alstom eut révélé les lacunes du dispositif existant. Le décret du 29 novembre 2018 a ensuite étendu le champ aux opérations spatiales et aux systèmes électroniques des forces de sécurité, avant que le décret du 31 décembre 2019, pris en application de la loi Pacte et transposant le règlement européen de filtrage du 19 mars 2019, n'étende à son tour le contrôle aux activités de recherche et développement portant sur des technologies critiques (robotique, semi-conducteurs, photonique, cybersécurité, intelligence artificielle) et ne substitue la notion d'« infrastructures, biens ou services essentiels » à celle d'activités essentielles.

S'agissant des seuils, le même décret de 2019 a abaissé de 33,33 % à 25 % le seuil de prise de participation déclenchant l'obligation d'autorisation pour les investisseurs extracommunautaires. En juillet 2020, le seuil applicable aux sociétés cotées a été temporairement ramené à 10 % des droits de vote ; d'abord prorogé à deux reprises, il a été pérennisé à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2024 par le décret du 28 décembre 2023, lequel a en outre élargi le périmètre aux activités liées à l'extraction, la transformation et le recyclage des matières premières critiques, à la sécurité des établissements pénitentiaires, ainsi qu'aux prises de contrôle des succursales françaises d'entités de droit étranger.

Les demandes d'autorisation d'investissement peuvent, à l'issue de l'instruction <sup>(1)</sup>, être considérées comme inéligibles au contrôle IEF (c'est-à-dire non soumises à l'application du contrôle), ou faire l'objet d'une décision lorsqu'elles sont éligibles (autorisation simple, autorisation assortie de conditions, refus). Certaines demandes sont parfois retirées par les investisseurs avant la fin de l'instruction. Les conditions pouvant assortir une autorisation peuvent viser, dans le respect du principe de proportionnalité, le maintien et la pérennité des activités sensibles sur le territoire national, l'adaptation de la gouvernance ou encore l'information de l'État.

Le suivi de la mise en œuvre des conditions définies est assuré grâce à la transmission chaque année d'un rapport par l'investisseur. Des contrôles sur pièces et sur place peuvent être diligentés « *pour vérifier, par exemple, si les restrictions d'accès à certaines zones (...) imposées pour protéger des informations sensibles sont bien respectées ou si, pour les activités sensibles, les investissements en faveur du maintien en conditions normales de production sont bien réalisés. Ces inspections sont effectuées, pour l'ensemble de l'industrie par le service de l'information stratégique et de la sécurité économiques (Sisse) de la direction générale des entreprises (DGE), pour les entreprises de la BITD par la DGA, pour les entreprises du secteur de la santé par le ministère de la santé. Les informations sont ensuite remontées à la direction générale du Trésor, qui vérifie que les conditions sont correctement respectées* » <sup>(2)</sup>. Si les conditions ne sont pas

---

(1) Voir ci-après le déroulé de la procédure IEF (infographie).

(2) Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.

respectées, une procédure contradictoire est engagée. Le ministre chargé de l'économie peut user de ses pouvoirs de police et prononcer, le cas échéant, des sanctions. Madame Claire Cheremetinski, directrice générale adjointe du Trésor, a ainsi déclaré à la commission d'enquête : « [Le ministre] *peut (...) enjoindre à l'investisseur de respecter les conditions et, si ce n'est pas suffisant, prononcer des sanctions, lesquelles sont rarement nécessaires – je n'ai jamais eu à connaître de tels dossiers dans l'exercice de mes fonctions.* » <sup>(1)</sup>.

### ACTIVITÉS SOUMISES AU CONTRÔLE IEF EN 2024 <sup>(2)</sup>

<b>392</b> dossiers déposés <small>+27 % vs 2023</small>	<b>337</b> décisions rendues	<b>182</b> autorisations délivrées <small>dont 54 % sous conditions</small>	<b>65 %</b> investisseurs d'origine <small>hors UE/EEE</small>
--	---------------------------------	---	--

I — Activités sensibles par nature (Défense et sécurité nationale)	II — Infrastructures, biens ou services essentiels	III — Activités de R&D liées aux blocs I et II
<ul style="list-style-type: none"> <li>1* Armement et matériels de guerre</li> <li>2* Technologies à double usage</li> <li>3* Secret défense</li> <li>4* Cybersécurité des opérateurs d'importance vitale</li> <li>5* Contrats avec le ministère de la Défense</li> <li>6* Cryptologie</li> <li>7* Interception de communications</li> <li>8* Évaluation et certification de la sécurité informatique</li> <li>9* Jeux d'argent (hors casinos)</li> <li>10* Agents pathogènes/toxiques et contre-mesures</li> <li>11* Données sensibles liées aux activités 1* à 10*</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1* Énergie</li> <li>2* Eau</li> <li>3* Transports</li> <li>4* Opérations spatiales</li> <li>5* Communications électroniques</li> <li>6* Police, gendarmerie, sécurité civile, établissements pénitentiaires, douane, sécurité privée</li> <li>7* Installations d'importance vitale</li> <li>8* Santé publique</li> <li>9* Sécurité alimentaire</li> <li>10* Presse d'information politique et générale</li> <li>11* Matières premières critiques</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1* Technologies critiques (IA, cyber, quantique, biotech, semi-conducteurs, stockage d'énergie, photonique...)</li> <li>2* Biens et technologies à double usage</li> </ul>

Répartition sectorielle des autorisations 2024	Origine des investisseurs 2024
<ul style="list-style-type: none"> <li>Activités sensibles <span style="float: right;">26 %</span></li> <li>Infrastructures, biens ou services <span style="float: right;">37 %</span></li> <li>R&amp;D <span style="float: right;">14 %</span></li> <li>Activités "mixtes" <span style="float: right;">22 %</span></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>65 % — Hors UE/EEE</li> <li>35 % — UE/EEE</li> <li>Principaux pays hors UE : États-Unis, Royaume-Uni, Suisse</li> <li>Principaux pays UE/EEE : Luxembourg, Allemagne, Pays-Bas</li> <li>Catégorie des investisseurs ultimes 2024 : 44 % investisseurs financiers ; 28 % personnes physiques ; 27 % investisseurs industriels</li> </ul>

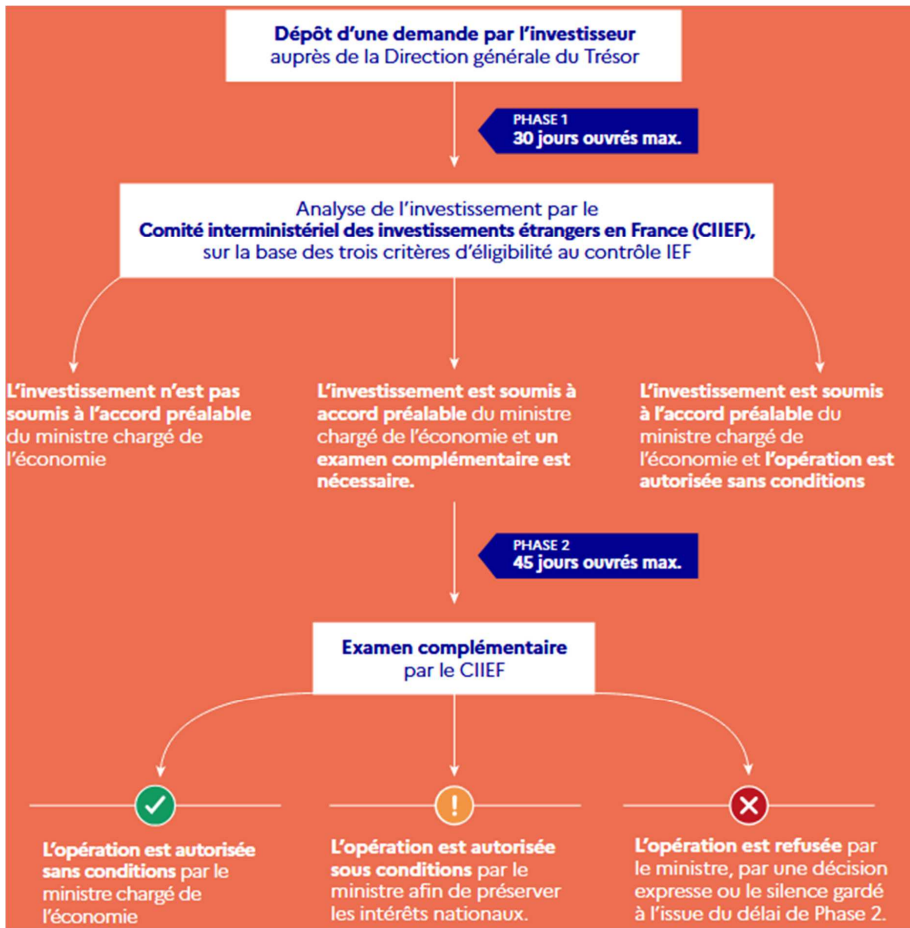
Lecture : Les opérations « mixtes » relèvent simultanément de deux ou trois catégories.

Source : Commission d'enquête, à partir de DG Trésor, Contrôle des Investissements Étrangers en France, [Rapport annuel 2025](#)

(1) Ibid.

(2) Article R. 151-3 du code monétaire et financier.

## LE DÉROULÉ DE LA PROCÉDURE DE CONTRÔLE IEF



Source : DG Trésor, *Contrôle des Investissements Étrangers en France*, [Rapport annuel 2025](#)

### ***b. Plus de 300 décisions rendues par an***

Le dispositif de contrôle IEF connaît une montée en charge continue depuis plusieurs années, illustrant l'attractivité persistante du territoire national pour les capitaux étrangers <sup>(1)</sup>. Le nombre de dossiers déposés auprès de la direction générale du Trésor a plus que doublé entre 2018 (184 dossiers) et 2022 (325 dossiers). En 2024, 392 demandes ont été déposées, soit une hausse de près de 27 % en un an.

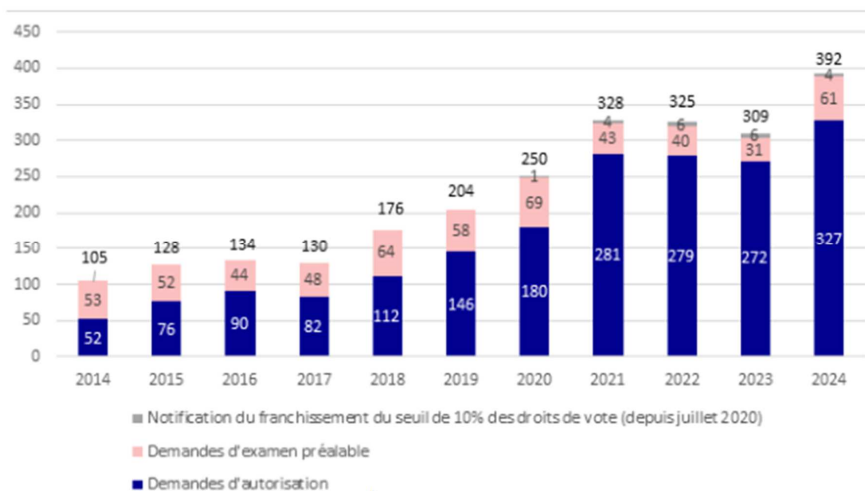
Cette dynamique s'explique notamment, d'après la direction générale du Trésor, par la reprise de l'activité des fusions-acquisitions au premier semestre 2024 et par la mise en place d'une nouvelle plateforme numérique de dépôt des

(1) Direction générale du Trésor, *Contrôle des investissements étrangers en France*, Rapport annuel 2025 (données de l'exercice 2024).

dossiers <sup>(1)</sup>. Au total, 337 décisions ont été rendues en 2024 sur des demandes d'autorisation d'investissement, contre 255 en 2023, poursuivant ainsi une tendance haussière cohérente avec l'augmentation des flux d'investissements étrangers soumis au contrôle.

Sur les 337 décisions rendues en 2024, 182 ont porté sur des opérations jugées éligibles au contrôle, soit 54 % du total, au motif que les activités concernées étaient susceptibles de porter atteinte à l'ordre public, à la sécurité publique ou aux intérêts de la défense nationale. La caractéristique la plus notable de l'année 2024 est la forte progression de la part des autorisations assorties de conditions (99 décisions) : celles-ci représentent désormais 54 % des décisions d'autorisation délivrées, contre 44 % en 2023. Ces conditions visent notamment à garantir la pérennité des activités sensibles sur le territoire, à protéger les savoirs et savoir-faire, ou encore à assurer la gouvernance des entités concernées. À l'inverse, six décisions de refus ont été prononcées au cours des trois dernières années (2022-2024), dans des cas où l'impossibilité de fixer des conditions suffisantes pour préserver les intérêts nationaux a justifié un refus explicite, auxquels s'ajoutent plusieurs retraits spontanés de demandes d'autorisation, ce qui traduit une forme de dissuasion implicite du dispositif.

#### ÉVOLUTION DU NOMBRE DE DOSSIERS DÉPOSÉS DEVANT LE CIEF (2018-2024)



Source : DG Trésor, *Contrôle des Investissements Étrangers en France, Rapport annuel 2025*

L'analyse du profil des investisseurs soumis au contrôle révèle deux tendances structurelles préoccupantes.

(1) Voir le [rapport d'information](#) n° 1453 (XVII<sup>e</sup> législature) déposé par le comité d'évaluation et de contrôle des politiques publiques sur le contrôle des investissements étrangers en France et présenté par MM. François Jolivet et Hervé de Lépinau, enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 22 mai 2025, p. 45.

D'une part, la part des investisseurs d'origine non européenne demeure très majoritaire, représentant 65 % des demandes d'autorisation déposées en 2024, avec en tête les investisseurs américains, britanniques et suisses. D'autre part, les investisseurs financiers (fonds d'investissement et autres acteurs du capital) constituent désormais 44 % des investisseurs ultimes identifiés dans les opérations contrôlées (contre 43 % en 2023), tandis que la part des investisseurs industriels s'est au contraire contractée, passant de 33 % à 27 %. **Ce croisement entre prédominance non européenne / anglo-saxonne et montée en puissance des acteurs financiers au détriment des industriels nourrit une préoccupation centrale pour la commission d'enquête : les investissements étrangers dans les secteurs stratégiques français sont de plus en plus le fait d'acteurs dont la logique est celle du rendement à court terme et non de l'ancrage industriel durable, ce qui justifie pleinement le renforcement continu du dispositif de contrôle et de suivi des conditions imposées.**

## 2. Les limites structurelles du contrôle IEF

La procédure de contrôle IEF connaît plusieurs limites, dont le rapport du comité d'évaluation et de contrôle des politiques publiques (CEC) sur le contrôle des investissements étrangers en France publié en mai 2025 dresse l'inventaire. Ce rapport relève en effet que *« les limites de l'outil IEF se sont à maintes reprises révélées, souvent à l'occasion de cessions polémiques : insuffisant ciblage des outils de contrôle, vulnérabilités nombreuses, listage incomplet des intérêts stratégiques de la nation, manque de coordination entre les outils de sécurité économique, carence d'une vision globale »*.

### a. Un dispositif trop rigide

La première limite tient au périmètre sectoriel. L'article R.151-3 du code monétaire et financier établit une liste limitative d'activités soumises à autorisation préalable qui, par définition, ne peut être exhaustive et à jour des dernières évolutions technologiques et économiques.

Aujourd'hui, ni la sidérurgie, ni la production d'acier, ni la métallurgie, ni la chimie n'y sont mentionnées. Pour ces secteurs industriels, une opération ne peut entrer dans le champ du contrôle qu'à la condition que l'activité exercée par l'entreprise cible relève, en elle-même, de l'une des catégories expressément énumérées, notamment les activités relatives aux armes et matériels de guerre (I-1°), aux biens à double usage (I-2°), aux contrats de fourniture au profit du ministère de la défense (I-5°), ou aux activités de R&D portant sur des technologies critiques (III-1°). Il en résulte que des opérations de reprise industrielle majeures par des fonds d'investissement, comme celle de Kem One par le fonds américain Apollo, peuvent échapper à tout contrôle préalable, malgré leur importance économique et sociale.

Votre rapporteure recommande d'étendre le périmètre du contrôle IEF afin d'inclure expressément, parmi les secteurs soumis à autorisation préalable, les

secteurs industriels présentant un caractère stratégique au regard des intérêts de la Nation, notamment la sidérurgie, la production d'acier, la métallurgie et la chimie. Le contrôle IEF s'inscrirait dans une logique de filtrage modulable et gradué : les critères d'éligibilité pourraient varier selon la sensibilité des secteurs et des actifs concernés.

**Recommandation n° 29 : Étendre le périmètre du contrôle IEF aux secteurs industriels présentant un caractère stratégique au regard des intérêts de la Nation, notamment la sidérurgie, la production d'acier, la métallurgie, la chimie, dans le cadre d'un filtrage modulable et gradué.**

Le CEC a relevé plusieurs lacunes significatives du dispositif de contrôle des investissements étrangers en France. Les plateformes numériques, réseaux sociaux et centres de données ne bénéficient d'aucune protection autonome et ne peuvent relever du contrôle IEF que dans la mesure où leur compromission affecterait des activités déjà énumérées par ailleurs, ce qui réduit considérablement la portée dudit contrôle. Les activités bancaires et financières sont absentes en tant que telles de l'article R. 151-3, seuls les établissements désignés opérateurs d'importance vitale bénéficiant d'une protection résiduelle, laissant hors périmètre l'ensemble des acteurs intermédiaires et des fintechs. Les activités culturelles ne font l'objet d'aucune protection générale, la seule exception étant la presse d'information politique et générale, ce qui laisse sans couverture les industries créatives au sens large (audiovisuel, cinéma, musique, édition littéraire, patrimoine) pourtant exposées aux stratégies d'influence étrangère. Enfin, les investissements immobiliers à proximité de sites stratégiques demeurent entièrement en dehors du dispositif, contrairement au régime américain du CFIUS (*cf. infra*) qui couvre expressément de telles acquisitions.

#### ***b. L'absence de contrôle a posteriori***

La deuxième limite tient au caractère non automatique du contrôle. Le dispositif français repose exclusivement sur une logique *a priori* et déclarative : c'est à l'investisseur étranger qu'il revient de déposer une demande d'autorisation lorsqu'il estime remplir les critères d'éligibilité. L'État ne détecte pas proactivement les opérations sensibles ; il les attend. Ainsi, chaque année, entre cinq et dix régularisations interviennent *a posteriori*, comme l'a reconnu Mme Claire Cheremetinski devant la commission d'enquête : « *Il peut arriver que des opérations passent entre les mailles du filet. (...) Il est alors possible de procéder à une régularisation a posteriori – nous en traitons cinq à dix chaque année.* »<sup>(1)</sup>. Ces déclarations soulignent les failles du dispositif actuel. Pour cinq ou dix opérations faisant l'objet d'une régularisation, combien restent sous les radars de Bercy et de la DGA ?

Le code monétaire et financier ne prévoit aujourd'hui que la possibilité d'un contrôle *a priori*. Hormis les cas de sanction et de régularisation, l'État ne peut

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

intervenir après la réalisation d'une opération. Comme le souligne le rapport du CEC, « *il est, en conséquence, impossible de procéder à un contrôle de souveraineté sur une opération intervenue dans une activité non recensée par la liste, mais qui, pour un certain nombre de raisons (unicité du fournisseur, position stratégique sur un marché, situation de crise rendant tel produit indispensable, etc.), aurait acquis par la suite un caractère sensible qui justifierait l'imposition de conditions à l'investisseur.* » <sup>(1)</sup>.

À la différence de régimes comparables comme le CFIUS américain <sup>(2)</sup> ou des dispositifs britannique et allemand qui recourent à des listes plus larges ou à des clauses générales permettant un contrôle *a posteriori*, le droit français ne laisse que peu de marges d'appréciation hors liste ou une fois l'investissement effectué.

Votre rapporteure recommande d'une part de conditionner tout investissement étranger en France dépassant un seuil défini par décret, quel que soit le secteur d'activité, à une notification préalable au ministère de l'Économie. Cette notification devra permettre de détecter en amont les investissements éligibles au contrôle IEF et ainsi d'éviter que des opérations échappent au dispositif de contrôle. À défaut de notification, l'investisseur s'exposera à une sanction financière dans la limite d'un plafond défini par la loi.

**Recommandation n° 30 : Conditionner tout investissement étranger en France dépassant un seuil défini par décret, quel que soit le secteur d'activité, à une notification préalable au ministère de l'Économie.**

D'autre part, votre rapporteure recommande d'assouplir le dispositif en prévoyant une clause générale permettant à l'État de déclencher à tout moment un contrôle sur des opérations ayant acquis *a posteriori* un caractère sensible au regard des intérêts de la Nation, que l'activité figure ou non sur la liste des secteurs stratégiques.

**Recommandation n° 31 : Prévoir une clause générale permettant à l'État de déclencher à tout moment un contrôle sur des opérations ayant acquis *a posteriori* un caractère sensible au regard des intérêts de la Nation, que l'activité figure ou non sur la liste des secteurs stratégiques.**

Le dispositif IEF n'est donc pas un rempart : c'est un filtre, dont les mailles laissent passer ce que ses concepteurs n'ont pas voulu ou pas su retenir. Les deux

---

(1) Op. cit., p. 78.

(2) *Le Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) est un comité interministériel américain, dont les prérogatives ont été instituées par le Defense Production Act de 1950 et considérablement renforcé par le Foreign Investment Risk Review Modernization Act (FIRRMA) de 2018. Il est chargé d'examiner les investissements directs étrangers susceptibles de porter atteinte à la sécurité nationale des États-Unis, avec compétence pour imposer des conditions voire bloquer une opération (la décision relève formellement du Président des États-Unis).*

opérations qui suivent, conclues l'une et l'autre avec l'aval de Bercy, en font la démonstration.

## **B. BIOGARAN ET LMB AEROSPACE : DEUX « PÉPITES » FRANÇAISES CÉDÉES À DES ACTEURS ANGLO-SAXONS AVEC LA VALIDATION DE BERCY**

Deux entreprises françaises, deux « pépites » dans leur domaine, ont été cédées en 2025 et 2026 à des acteurs anglo-saxons : Biogaran, premier distributeur de médicaments génériques en France, au fonds britannique BC Partners ; LMB Aerospace, fournisseur de la défense nationale, au groupe américain Loar Group. Dans les deux cas, l'État n'a pas interdit : il a négocié des conditions. Dans les deux cas, le vendeur était français : un laboratoire pharmaceutique pour Biogaran, des fonds d'investissement français pour LMB.

### **1. Biogaran : la cession d'un fleuron pharmaceutique français à un fonds britannique**

Biogaran SAS est l'un des principaux distributeurs de médicaments génériques sur le marché français puisqu'il fournit de l'ordre de 30 % des médicaments génériques consommés dans le pays. Son modèle économique repose sur l'externalisation intégrale de sa production, dont environ 50 % est réalisée en France. Biogaran compte plus de mille références de médicaments à son catalogue <sup>(1)</sup>, dont de nombreux médicaments essentiels, et réalise la quasi-totalité de ses ventes en France (98 %). Elle employait au moment de sa vente à BC Partners environ 230 salariés pour un chiffre d'affaires moyen de 840,7 millions d'euros sur les cinq dernières années <sup>(2)</sup>.

---

(1) « Biogaran : Bercy valide la cession du poids lourd des génériques à un fonds d'investissement étranger », Le Monde, 30 janvier 2026.

(2) Réponses écrites du groupe Servier.

### **BC Partners**

Fondé en 1986 sous le nom de Baring Capital Investors, BC Partners est l'un des pionniers du capital-investissement pan-européen et l'un des rares acteurs de grande taille à être demeuré indépendant et non coté. Établi à Londres, il a ouvert son bureau parisien en 1987 et s'est spécialisé pendant près de quatre décennies dans les rachats, par effet de levier, de grandes et moyennes entreprises européennes et nord-américaines. La société gère plus de 40 milliards de dollars d'actifs et emploie environ 230 collaborateurs dans le monde, dont une petite équipe dédiée en France.

Elle investit actuellement son douzième fonds de capital-investissement, dont le premier *closing* a été réalisé à 2,2 milliards d'euros pour un objectif de 5 milliards. BC Partners concentre son activité sur quatre secteurs clés : santé, TMT (technologie, médias et télécommunications), services aux entreprises et industrie.

Depuis sa création, BC Partners a réalisé plus de 130 investissements en capital-investissement et a investi plus de 4 milliards d'euros en France au travers de 25 opérations, parmi lesquelles Picard (2004), Medica (2010), Antelliq (2018), Havea (2022), leader européen des produits de santé naturelle, et Biogaran (2026).

BC Partners a opéré en 2026 un recentrage stratégique significatif en cédant son activité immobilière à Proprium Capital Partners. Ce mouvement illustre les pressions croissantes auxquelles font face les gestionnaires de taille intermédiaire face à la concurrence des très grands fonds américains, contraints de choisir entre diversification à marche forcée et recentrage sur leur cœur de métier.

*Source : BC Partners.*

#### ***a. Les conditions de la cession de Biogaran à BC Partners***

Biogaran a été détenue à 100 % par le groupe Servier, deuxième entreprise pharmaceutique française, depuis sa création en 1996 jusqu'à sa cession. Servier a justifié cette cession par un choix stratégique de recentrage sur l'innovation thérapeutique. Le groupe Servier a confirmé à la commission d'enquête le montant du prix de cession de Biogaran, estimé par la presse, notamment *Le Monde* et *Les Échos*, entre 800 millions et un milliard d'euros <sup>(1)</sup>.

Interrogée sur les raisons ayant conduit Servier à retenir l'offre de BC Partners, Mme Charlotte Marmousez-Tartar, vice-présidente exécutive de Servier, a indiqué à la commission d'enquête que le groupe – qui avait été approché par des laboratoires indiens – s'était efforcé de susciter d'autres offres lors du déclenchement du processus de vente en 2024, sans toutefois recevoir d'offre structurée concurrente sur les plans stratégique, financier et juridique <sup>(2)</sup>. La cession à un fonds de LBO n'était donc pas un choix industriel parmi d'autres, mais le seul véritable débouché d'un actif que son propriétaire avait décidé de céder pour financer son recentrage. Pour votre rapporteure, ce constat, loin d'atténuer la responsabilité publique, l'aggrave : c'est précisément lorsqu'un actif essentiel à la

---

(1) Voir notamment *Le Monde*, *op. cit.* et *Les Échos*, « La vente par Servier de Biogaran au fonds BC Partners et à BPIFrance est actée », 30 janvier 2026.

(2) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

santé publique ne trouve pas de repreneur industriel que l'État devrait mobiliser ses propres leviers, et non se contenter d'une participation minoritaire de BPIFrance à hauteur de 15 %.

C'est en effet en association avec BPIFrance que BC Partners, fonds d'investissement dont le siège social est basé à Londres, a racheté Biogaran, dont il a acquis 85 % du capital. Votre rapporteure relève que, selon les déclarations de M. Cédric Dubourdieu, associé et responsable pour la France de BC Partners, devant la commission d'enquête, c'est BC Partners qui a pris l'initiative de contacter BPIFrance dès le début du processus de vente, en avril 2024, afin de lui proposer de co-investir <sup>(1)</sup>. La participation de BPIFrance n'est donc pas une garantie publique imposée à l'acquéreur ; elle est, pour BC Partners, un atout compte tenu de son « *expertise particulière* » dans le secteur de la santé autant qu'un signal de légitimité.

### ***b. Les conditions imposées par l'État***

Votre rapporteure s'est rendue, dans le cadre d'un contrôle sur pièces et sur place, au ministère de l'Économie afin d'examiner les documents relatifs au contrôle IEF et à l'accord économique qui ont encadré cette opération. Les engagements de BC Partners ont été formalisés dans deux documents distincts signés le 15 janvier 2026 : une lettre de conditions assortissant l'autorisation au titre du contrôle IEF et un accord économique conclu avec l'État. Les grandes lignes de ces garanties ainsi que l'entrée de BPIFrance au capital ont été annoncées le 30 janvier par voie de communiqué de presse <sup>(2)</sup>. D'après celui-ci, les conditions imposées à BC Partners visent à :

– la poursuite de l'exploitation de l'ensemble des spécialités jugées essentielles à la protection de la santé publique ;

– l'approvisionnement continu, sécurisé et approprié du marché français de ces spécialités. Cela concerne également la localisation des stocks de sécurité minimum pour la majorité des spécialités commercialisées par Biogaran et la production des médicaments les plus critiques ;

– le maintien de l'emploi en France ;

– le maintien de la production et de l'empreinte industrielle sur le sol national avec un engagement ferme à passer commandes auprès des sous-traitants français.

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

(2) *Communiqué de presse du 30 janvier 2026. Le détail des engagements pris par BC Partners dans le cadre de l'accord économique ainsi que le détail du périmètre et la nature des conditions imposées à BC Partners au titre du contrôle IEF étant protégés par le secret des affaires, ces informations, dont votre rapporteure a eues connaissance à la suite de son contrôle sur pièces et sur place au ministère de l'Économie, ne figurent pas dans le présent rapport.*

Le Gouvernement précise que « *la mise en œuvre de ces conditions doit faire l'objet d'un suivi étroit par les services de l'État. En cas de manquements à ces conditions imposées par le contrôle IEF, le plafond des sanctions pécuniaires pourra s'élever jusqu'au double du montant de l'investissement ou à 10 % du chiffre d'affaires annuel hors taxes de l'entreprise* » <sup>(1)</sup>.

### **c. Les questions soulevées par la cession de Biogaran**

#### **i. Le passage d'une logique industrielle à une logique financière**

BC Partners est avant tout un fonds d'investissement qui recherche la rentabilité : ce n'est pas un industriel, et son horizon de détention est de l'ordre de cinq à sept ans. M. Cédric Dubourdieu a reconnu, interrogé sur le taux de rendement interne attendu, que les TRI de BC Partners étaient « *historiquement en ligne avec ceux de l'industrie du LBO, de l'ordre de 15 % à 20 %* » <sup>(2)</sup>. Il a par ailleurs admis que, pour que la holding d'acquisition Bastille Investissement fasse face à ses frais financiers, « *il faudra que Biogaran, si elle le peut, lui verse des dividendes* ».

Le précédent de Phone 4U au Royaume-Uni, où BC Partners a essuyé un échec retentissant à la suite d'un rachat par LBO, ne saurait être ignoré. Quant à BPIFrance, le rôle de la banque publique d'investissement dans cette opération est questionné dans la sous-partie qui lui est consacrée plus loin dans ce rapport : avec 15 % du capital, son influence sur la stratégie de l'entreprise demeurera structurellement limitée.

#### **ii. Les risques pour l'emploi en France à moyen terme**

Interrogé avec précision par votre rapporteure sur l'engagement de ne pas délocaliser la production dans les cinq prochaines années, M. Dubourdieu a botté en touche à plusieurs reprises : « *Nous avons pris des engagements structurants et formels, que vous avez consultés : ils me semblent largement suffisants* » <sup>(3)</sup>. Sommé de répondre à la question de savoir si la part des produits fabriqués en France serait diminuée d'ici cinq ans, il a répondu par la négative, avant d'immédiatement préciser : « *Il y a les engagements pris avec l'État... mais il y a aussi la vie d'une société* » <sup>(4)</sup>. M. Nicolas Dufourcq, directeur général de BPIFrance, a, quant à lui, confirmé que « *le choix d'un sous-traitant n'est pas un choix stratégique, mais une décision opérationnelle* » sur laquelle BPIFrance n'a pas de droit de veto <sup>(5)</sup>.

Surtout, les conditions négociées par le ministère ne portent que sur une durée limitée, au-delà de laquelle BC Partners pourra mettre un terme aux contrats de fourniture qui le lient à ses soixante-cinq sous-traitants.

---

(1) Communiqué de presse du 30 janvier 2026 précité.

(2) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

(3) *Ibid.*

(4) *Ibid.*

(5) *Compte rendu de l'audition du 9 avril 2026*

Pour votre rapporteure, **il existe bel et bien un risque réel que Biogaran travaille à terme avec un nombre croissant de sous-traitants de pays à bas coût (en Inde notamment), ce qui permettrait à BC Partners d'accroître la rentabilité de son investissement et de maximiser d'ici quelques années le prix de revente de l'entreprise et le taux de rentabilité pour les investisseurs. En conséquence, elle appelle à la plus grande vigilance sur ce point.**

iii. La financiarisation du médicament, une tendance de fond

Le dossier Biogaran s'inscrit dans une tendance de fond qui touche l'ensemble du secteur pharmaceutique mondial. Comme l'a analysé le journaliste Mathias Thépot dans *Mediapart*, les grands groupes pharmaceutiques se recentrent désormais sur la production de médicaments ultra-rentables (traitements anticancéreux, maladies rares) et se séparent un à un de leurs activités de santé grand public : outre Sanofi et Servier, le groupe allemand Merck et le suisse Novartis ont suivi le même mouvement <sup>(1)</sup>. Les fonds d'investissement s'engouffrent dans la brèche, percevant dans les génériques et médicaments grand public une « *poule aux œufs d'or* » : coût de production faible, principes actifs achetés en Chine ou en Inde, clientèle solvable garantie par les organismes de protection sociale, et gisements de croissance dans les pays émergents.

L'opération Biogaran n'est, au reste, pas un cas isolé. Une autre opération du même type a fait grand bruit fin 2024 : la vente par Sanofi de la majorité du capital de l'entreprise Opella, propriétaire de la fameuse marque de paracétamol Doliprane, mais aussi de Dulcolax, Lysopaine ou encore Maalox, au fonds de capital-investissement américain CD&R. Cette opération, qui a donné lieu à l'un des LBO les plus importants de 2025 (6 milliards d'euros de dette), a également été validée par Bercy : comme pour Biogaran, BPIFrance est devenue actionnaire d'Opella, avec un investissement représentant 1,8 % du capital et un siège au conseil d'administration. Or, selon Fabien Mallet, délégué syndical CGT chez Sanofi interrogé par M. Thépot, l'accord avec CD&R n'aurait en réalité imposé qu'une seule exigence concrète : la commercialisation du Doliprane en France pendant cinq ans, sans aucune garantie sur les emplois des usines de Lisieux et de Compiègne, et sans obstacle à une production réalisée en Inde et réimportée sur le marché français.

Les garanties obtenues lors de ce type de cessions ne sécurisent pas les emplois à moyen ou long terme et ne portent pas sur le risque même que l'opération fait courir à la souveraineté sanitaire. Au vu de l'ensemble des éléments recueillis dans le cadre de son enquête, votre rapporteure recommande que l'État impose systématiquement des accords économiques <sup>(2)</sup> en cas de rachat par un investisseur étranger d'une entreprise présentant un caractère stratégique au regard des intérêts de la Nation.

---

(1) M. Thépot, « Du Doliprane à Biogaran, la finance fait main basse sur les médicaments « grand public » », *Mediapart*, 13 février 2026.

(2) D'après la direction générale du Trésor, seule une dizaine d'accords économiques ont été conclus.

Ces accords doivent prévoir des engagements en matière de maintien de l'emploi et de la production en France ou bien d'achat auprès de sous-traitants français portant sur une durée minimale de cinq ans.

**Recommandation n° 32 : En cas de rachat par un investisseur étranger d'une entreprise présentant un caractère stratégique au regard des intérêts de la Nation, mettre en place systématiquement un accord économique liant l'investisseur et l'État, qui prévoit des engagements en matière de maintien de l'emploi en France ou d'achat auprès de sous-traitants français portant sur une durée minimale de cinq ans.**

## **2. LMB Aerospace : quand un fonds français cède un maillon de notre défense nationale à un géant américain**

La cession de LMB Aerospace par Tikehau Capital au groupe américain Loar Group a fait l'objet d'une attention politique et médiatique particulière au début de l'année 2026, ce qui a conduit votre rapporteure à se pencher sur ce dossier et à utiliser ses prérogatives d'investigation, sur pièces et sur place, pour faire toute la lumière sur les conditions de cette opération <sup>(1)</sup>.

### **Tikehau Capital**

Tikehau Capital est un groupe mondial de gestion d'actifs alternatifs fondé à Paris en 2004, qui gérait 52,8 milliards d'euros d'actifs au 31 décembre 2025. Le groupe a développé un large éventail d'expertises à travers quatre classes d'actifs : le crédit, les actifs réels (immobilier et infrastructure), le capital-investissement (*private equity*) et les stratégies de marchés de capitaux. Au 31 décembre 2025, le groupe comptait 717 collaborateurs répartis dans dix-sept bureaux en Europe, en Asie et en Amérique du Nord.

Ses participations en France incluent notamment, dans le secteur de la cybersécurité, Memory, Chapsvision, Trustpair, Egerie ; dans le secteur des médias : Brut.

Le groupe est coté sur Euronext Paris. En 2025, les revenus totaux de l'activité de gestion d'actifs de Tikehau ont atteint 380 millions d'euros, pour un résultat net part du groupe de 136,4 millions d'euros, en retrait par rapport aux 155,8 millions d'euros enregistrés en 2024.

*Source : Tikehau Capital.*

### **a. La cession de LMB Aerospace à Loar Group**

LMB Aerospace est une PME corrézienne de quatre-vingts salariés environ, installée à Malemort-sur-Corrèze, spécialisée dans la conception et la fabrication de ventilateurs haute performance, de moteurs électriques et de systèmes de gestion thermique destinés à l'aéronautique et à la défense.

---

(1) Voir notamment « La vente de LMB, entreprise française de défense, au groupe américain Loar : une polémique que le gouvernement tente d'éteindre », Le Monde, 26 janvier 2026.

Ses produits équipent des plateformes militaires majeures, au premier rang desquelles le Rafale, mais également des hélicoptères Tigre, des sous-marins nucléaires et des chars.

En 2021, l'entreprise a été acquise pour environ 200 millions d'euros par le fonds Ace Aéro Partenaires, géré par Tikehau Capital, aux côtés d'Amundi Private Equity Funds, d'IDIA Capital Investissement, de Crédit Mutuel Arkéa et du management de l'entreprise. Ce fonds avait été lancé en juin 2020, à l'initiative des pouvoirs publics, pour soutenir la filière aéronautique fragilisée par la pandémie. Ses souscripteurs fondateurs reflétaient ce caractère semi-public : le fonds se présentait explicitement comme un instrument de souveraineté industrielle, avec pour mission de mener des opérations d'acquisition et de consolidation dans des PME et ETI françaises de la filière aéronautique.

Trois ans après cette acquisition, soit un délai sensiblement plus court que les cinq à sept ans habituellement observés dans le secteur du capital-investissement, Tikehau Capital a cédé LMB au groupe Loar Group, spécialisé dans les composants aéronautiques, pour un montant total de l'ordre de 400 millions d'euros. M. Henri Marcoux, président de Tikehau Investment Management, a défendu la logique de valorisation en ces termes : « *Au moment de notre acquisition en 2021, l'entreprise réalisait environ 25 millions d'euros de chiffre d'affaires, pour un résultat d'exploitation légèrement inférieur à 15 millions d'euros. Nous avons donc procédé à sa valorisation à partir de ce résultat d'exploitation, en appliquant un multiple correspondant à l'achat de treize années de bénéfices. Ce multiple est parfaitement standard et conforme aux pratiques observées sur le marché des PME et ETI françaises et européennes.* »<sup>(1)</sup>. Il a ajouté que la cession était intervenue sur la base du même multiple, appliqué cette fois à un résultat d'exploitation 2025 de 32 millions d'euros, consécutif à une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 17 % par an entre 2021 et 2025.

L'opération est financièrement très lucrative pour le fonds cédant. *Mediapart* souligne que ce dénouement tombait à pic pour Tikehau Capital, dont les autres participations dédiées à l'aéronautique ne produisaient pas les performances escomptées, et qui accumulait du retard sur ses objectifs financiers 2025. Le journaliste Mathias Thépot écrit sans ambages : « *Les autres participations ne se portant pas au mieux, la réalisation d'une juteuse plus-value sur LMB permettait donc à Tikehau de se donner un peu d'air financièrement. Et peu importe si c'est au détriment de la souveraineté militaire.* »<sup>(2)</sup>. Cette lecture pointe une tension réelle : les fonds d'investissement sont soumis à des obligations de rentabilité vis-à-vis de leurs souscripteurs et ces obligations l'emportent sur des considérations de long terme.

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

(2) M. Thépot, « *Vente de LMB Aerospace à Loar Group : Bercy choisit la finance plutôt que la souveraineté* », *Mediapart*, 30 janvier 2026.

M. Musca a lui-même illustré ce point en justifiant le rejet de la seule offre partielle d'un fonds français – la seule à s'être manifestée parmi les quatorze fonds contactés – par « *le devoir fiduciaire vis-à-vis des investisseurs, qui consiste à rechercher une solution robuste et pérenne* »<sup>(1)</sup>.

Votre rapporteure observe enfin que l'État, indirectement actionnaire via BPIFrance, souscripteur du fonds Ace Aéro Partenaires, n'a disposé d'aucune prérogative statutaire lui permettant de s'opposer à la cession ou d'imposer une orientation européenne du processus. La banque publique, en qualité de *limited partner*, n'avait, selon les termes mêmes de M. Nicolas Dufourcq, « *pas voix au chapitre* » dans la décision de cession, prise en toute autonomie par l'équipe de gestion<sup>(2)</sup>. M. Nicolas Dufourcq a précisé, lors de son audition, que BPIFrance avait perçu environ neuf millions d'euros au titre de la cession de LMB, soit une retombée modeste au regard de l'enjeu souverain que représentait LMB pour les armées françaises<sup>(3)</sup>.

### ***b. Les conditions imposées dans le cadre de la procédure IEF***

L'opération a été soumise à la procédure de contrôle des investissements étrangers en France (IEF). Le dossier de demande d'autorisation a été déposé le 12 mars 2025 par Loar Group auprès de la direction générale du Trésor. L'instruction a duré neuf mois, soit bien au-delà du délai théorique de soixante-quinze jours ouvrés. Ce dépassement résultait d'un besoin d'investigations approfondies de la part de la DGA, ce qui démontre de toute évidence que la cession de LMB n'était pas sans risque et sans enjeu du point de vue de l'État. La décision d'autorisation sous conditions a été notifiée à Loar Group le 19 décembre 2025 et l'opération a été réalisée le 23 décembre.

Les conditions imposées à l'acquéreur sont, sur le papier, substantielles. En premier lieu, Loar Group est tenu de poursuivre en France l'ensemble des activités de conception, de fabrication, de commercialisation et de maintenance des produits sensibles, entendus comme les différentes gammes de ventilateurs, de moteurs électriques et de blocs électropompes, et de continuer à les fournir aux clients sensibles français, au premier rang desquels Airbus, Liebherr Aerospace et les sous-traitants du ministère des armées. La définition des « *capacités industrielles* » retenue dans la lettre de conditions est large : elle inclut non seulement les actifs matériels et immatériels, mais aussi les « *moyens humains nécessaires à la réalisation des activités [sensibles]* »<sup>(4)</sup>, ce qui constitue une protection implicite de l'emploi, dans la limite de ce que permet le contrôle des IEF.

En deuxième lieu, le risque d'extraterritorialité américaine a fait l'objet d'un traitement spécifique. M. Laroche de Roussane, directeur de l'industrie de défense

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

(2) *Compte rendu de l'audition du 9 avril 2026.*

(3) *La performance doit toutefois s'apprécier de manière plus globale sur l'ensemble du portefeuille détenu par BPIFrance dans le fonds.*

(4) *Réponses écrites de la DG Trésor.*

à la direction générale de l'armement, a été catégorique à ce sujet : « *Le rachat de LMB n'entraîne pas l'assujettissement du Rafale à la réglementation ITAR*<sup>(1)</sup>, comme on a pu le lire à de nombreuses reprises. De fait, cette réglementation s'applique, non pas à une entreprise dans son ensemble, mais à des objets ou à des produits lorsqu'ils ont été développés avec le concours technique d'une entité ou d'un ressortissant américain, eux-mêmes soumis à cette réglementation au titre de leur activité dans le secteur de l'armement. Or les ventilateurs produits par LMB ont été développés en France par des ingénieurs français sans avoir recours à des expertises ou à des données qui pourraient être, de près ou de loin, « contaminés » par Itar. »<sup>(2)</sup>.

En troisième lieu, la protection des données sensibles a fait l'objet d'un chapitre entier de la lettre de conditions. Les informations dites « *French eyes only* » devront être stockées sur un réseau physiquement séparé, inaccessible aux actionnaires. M. Laroche de Roussane a précisé que « *ces conditions, assez classiques, ne posent pas de problèmes techniques* » et que leur respect sera suivi par le comité de sécurité et par les visites de terrain de la DGA<sup>(3)</sup>.

En quatrième lieu, une clause de continuité d'approvisionnement en cas de désengagement de Loar Group a été insérée. Elle a ainsi été résumée par M. Laroche de Roussane devant la commission d'enquête : « *Si jamais Loar Group décide de recentrer son activité sur d'autres segments, il devra néanmoins continuer, pendant douze à dix-huit mois, à produire en France et à fournir, dans des conditions économiques équivalentes, ces systèmes de refroidissement à nos grands maîtres d'œuvre afin de leur laisser le temps de diversifier leurs sources.* »<sup>(4)</sup>. Aucun stock minimal n'a en revanche été imposé directement à LMB, cette obligation pesant davantage sur les maîtres d'œuvre eux-mêmes.

Enfin, en dernier lieu, l'Agence des participations de l'État a acquis une action de préférence dans la société LMB Aerospace, pour un euro symbolique. Cette action confère à l'État un ensemble de droits exorbitants du droit commun, comme le droit de nommer un représentant (sans voix délibérative) dans tout organe de gouvernance ou le droit d'agréeer ou de refuser tout candidat à l'acquisition de titres de la société. Un comité de sécurité, au sein duquel siège un représentant de la DGA disposant d'un droit de veto, est par ailleurs obligatoirement consulté sur toute décision relative à la cessation, la cession, le déménagement ou la mutualisation des activités sensibles. En cas de manquement caractérisé aux conditions assortissant l'autorisation, le ministre de l'économie dispose de pouvoirs de police et de sanction substantiels dont il peut faire usage.

---

(1) La réglementation ITAR (*International Traffic in Arms Regulations*) soumet les exportations, transferts et retransferts de matériels, technologies et services de défense américains à une autorisation préalable du Département d'État américain, ce qui confère aux États-Unis un droit de regard extraterritorial sur tout produit ou composant intégrant des éléments soumis à cette réglementation, y compris lorsqu'il est fabriqué ou détenu par des entreprises étrangères.

(2) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

(3) *Compte rendu de l'audition du 26 février 2026.*

(4) *Ibid.*

Ce montage témoigne, en creux, des limites d'une politique qui choisit de gérer la dépendance plutôt que de la prévenir. L'État a autorisé la cession de LMB à un groupe américain au prix d'un dispositif de contrôle d'une complexité extraordinaire, dont l'effectivité dans la durée restera à démontrer. La contrepartie financière obtenue par BPIFrance, de l'ordre de neuf millions d'euros pour une participation minoritaire, apparaît dérisoire au regard des enjeux : il est permis de s'interroger sur le rapport entre le coût de surveillance d'un tel schéma conditionnel et la valeur stratégique réelle des droits ainsi acquis.

Votre rapporteure considère que cette opération illustre une déviation structurelle dans l'exercice du contrôle IEF : faute d'avoir mobilisé en amont les outils permettant de maintenir LMB dans un périmètre souverain, qu'il s'agisse d'un acquéreur européen, d'une entrée au capital de l'État ou d'un mécanisme de préemption, les pouvoirs publics se sont trouvés contraints d'accepter la vente tout en s'efforçant d'en limiter les effets par une architecture conditionnelle dont la robustesse n'est pas garantie.

### *c. Les questions soulevées par la cession de LMB Aerospace*

i. L'absence de repreneurs français ou européens : un signal à ne pas banaliser

Le premier fait troublant de cette opération est l'absence totale d'offre sérieuse émanant d'un acteur industriel ou financier français ou européen. Le ministre de l'Économie a lui-même reconnu, le 30 janvier 2026, qu'aucun repreneur national ne s'était manifesté pour une reprise intégrale. M. Henri Marcoux a précisé devant la commission d'enquête que plus de onze industriels avaient été sollicités, dont sept européens, sans qu'aucune offre n'ait été reçue de leur part, et que, parmi les quatorze fonds de capital-investissement contactés, un seul s'était positionné de manière partielle, pour moins de 50 % du capital, sans financement sécurisé.

Une lecture plus structurelle de cette absence d'investisseur français ou européen doit être proposée. Comme le souligne le journaliste Mathias Thépot dans *Mediapart*, le contexte financier de Tikehau Capital au moment de la cession n'est pas neutre : les autres participations aéronautiques du fonds ne produisaient pas les performances escomptées, et le fonds accumulait du retard sur ses objectifs financiers 2025. Dans ce contexte, la cession de LMB pour le double du prix d'achat représentait une aubaine indispensable pour honorer les rendements promis aux investisseurs. Or, comme le constate M. Thépot : « À ce prix-là, il n'y a que les Américains qui peuvent payer. »<sup>(1)</sup>. Cette logique financière, que votre rapporteure juge déterminante, soulève une question de fond : dans quelle mesure le niveau de valorisation retenu par Tikehau a-t-il lui-même conduit à l'éviction des candidats européens, moins capables d'absorber un multiple aussi élevé ?

---

(1) M. Thépot, « Vente de LMB Aerospace à Loar Group : Bercy choisit la finance plutôt que la souveraineté », *Mediapart*, 30 janvier 2026.

L'absence de repreneur français ou européen ne serait alors pas seulement le symptôme d'un marché du capital-défense peu développé en Europe, mais aussi, en partie, le résultat d'un prix fixé à un niveau que seul un acquéreur américain pouvait assumer.

La dimension judiciaire du dossier renforce ces interrogations. *Mediapart* rappelle que Tikehau Capital est sous le coup d'une enquête du Parquet national financier, qui le soupçonne d'avoir obtenu des informations confidentielles sur ses concurrents lors du processus de rachat en 2022, ce qui lui aurait permis de faire monter les enchères et d'acquérir LMB, quoiqu'à un prix élevé<sup>(1)</sup>. Si ces faits devaient être établis, cela signifierait que le prix de cession à Loar Group en 2025 serait, au moins partiellement, la conséquence d'une valorisation initiale artificiellement gonflée.

ii. Les risques liés à l'imprévisibilité de l'administration américaine

Le deuxième ensemble d'interrogations porte sur la robustesse du dispositif de protection mis en place dans le contexte géopolitique actuel. M. Benoît Laroche de Roussane, représentant la DGA, a voulu rassurer la commission d'enquête en soulignant que Loar Group est une entreprise privée indépendante du pouvoir politique américain, et que la lettre de conditions prévoit toutes les garanties nécessaires pour assurer, dans la durée, un accès souverain aux produits de LMB.

Votre rapporteure s'interroge toutefois sur le risque lié à la doctrine « America First » et à l'imprévisibilité de l'administration Trump. Elle considère qu'elles sont sources d'incertitudes qui ne peuvent être écartées. Si les garanties contractuelles permettent, en théorie, d'encadrer le comportement de Loar Group en tant qu'entité privée, elles ne sauraient préjuger des décisions unilatérales que pourrait prendre l'administration fédérale américaine, qu'il s'agisse d'injonctions à des entreprises américaines, de restrictions à l'exportation ou de pressions plus informelles dans un contexte de rapport de forces commercial ou diplomatique. Faire reposer la sécurité d'approvisionnement du Rafale sur la robustesse d'une clause contractuelle au sein d'un groupe coté américain constitue, dans ce contexte, un pari que votre rapporteure juge hasardeux, quand bien même la production resterait physiquement localisée en France.

iii. Le risque de rupture d'approvisionnement et les limites du filet de sécurité

Le troisième registre d'interrogations porte sur le risque de rupture d'approvisionnement. M. Laroche de Roussane a indiqué, devant la commission d'enquête, que le délai de douze à dix-huit mois prévu par la lettre de conditions correspond au temps jugé nécessaire pour trouver une solution de substitution et pour qualifier, auprès de la DGA, des produits alternatifs existants et les intégrer dans les systèmes concernés.

---

(1) Ibid.

M. Xavier Musca a, pour sa part, reconnu que le problème ne résiderait pas dans l'impossibilité de trouver un substitut, mais dans la durée nécessaire à cette substitution, qui pourrait créer une difficulté transitoire pour maintenir le rythme de production de Dassault.

Ce délai de qualification, inhérent aux contraintes de certification aéronautique militaire, constitue en réalité la principale vulnérabilité souveraine du dossier. En cas d'arrêt non prévu de la production par Loar Group, qu'il résulte d'une décision stratégique du groupe, d'un événement exogène, ou d'une pression du gouvernement américain, la France disposerait d'une fenêtre de douze à dix-huit mois pour trouver et qualifier un nouveau fournisseur. Cette fenêtre, bien que prévue contractuellement, repose sur la bonne exécution des obligations par Loar Group durant précisément cette période de transition, c'est-à-dire au moment où ses intérêts pourraient être les plus divergents de ceux de la défense française.

\*

L'opération LMB révèle une tension structurelle entre deux logiques : d'un côté, la logique des fonds d'investissement, soumis à des obligations de rendement très élevés et à des horizons temporels très courts ; de l'autre, la logique de la souveraineté industrielle de défense, qui requiert des engagements de long terme et une continuité d'actionariat stable. Le fonds Ace Aéro Partenaires, lancé en 2020 avec le soutien des pouvoirs publics et des grands donneurs d'ordre du secteur, se présentait comme un instrument de la souveraineté. La cession de LMB à un groupe américain, intervenue trois ans seulement après son acquisition par le fonds, révèle que cet affichage n'était adossé à aucune obligation contraignante de maintien dans un périmètre souverain, et que l'argent public mobilisé a, en définitive, servi à financer une opération de sortie vers un acquéreur étranger.

Votre rapporteure recommande donc qu'à l'avenir, lorsque l'État soutient, même indirectement via BPIFrance ou l'APE, un fonds d'investissement dans le rachat d'actifs de la base industrielle et technologique de défense, des clauses contractuelles explicites encadrent les conditions de revente, notamment en imposant une priorité formelle de cession à des acteurs français ou, à défaut, européens, un délai minimal de détention, et un droit de préemption de l'État en cas d'absence d'offre européenne crédible.

**Recommandation n° 33 : Lorsque l'État soutient, même indirectement via BPIFrance ou l'APE, un fonds d'investissement dans le rachat d'actifs de la base industrielle et technologique de défense (BITD), prévoir des clauses contractuelles explicites encadrant les conditions de revente, notamment en imposant une priorité formelle de cession à des acteurs français ou, à défaut, européens, un délai minimal de détention et un droit de préemption de l'État en cas d'absence d'offre européenne crédible.**

## C. ATOS : L'HISTOIRE D'UN GROUPE AU CŒUR DE NOTRE SOUVERAINETÉ NUMÉRIQUE ET PASSÉ SOUS LE CONTRÔLE DE FONDS ANGLLO-SAXONS

Le cas Atos est emblématique de l'échec de la puissance publique à défendre pleinement les capacités productives françaises face aux fonds prédateurs. Le groupe français spécialisé dans les services numériques, la cybersécurité et les infrastructures informatiques critiqués pour les entreprises et les administrations publiques est passé fin 2024 sous le contrôle de plusieurs acteurs financiers, en particulier des fonds spéculatifs anglo-saxons. Alerté de longue date, l'État a choisi de limiter son intervention à certains actifs, laissant le reste d'un groupe stratégique aux mains de ses créanciers-actionnaires. Cette doctrine défensive et fragmentée n'a pas empêché – et a même rendu possible – la prise de contrôle d'un acteur de souveraineté par des fonds dont l'unique horizon est le remboursement de leurs créances. **Votre rapporteure considère que cette séquence engage la responsabilité politique des gouvernements successifs et appelle une évolution de la doctrine d'intervention de l'État dans un contexte marqué par de fortes tensions géopolitiques.**

### 1. La prise de contrôle d'Atos par des fonds spéculatifs

#### a. La chute d'Atos (2019-2024)

Atos a longtemps été un géant français du numérique<sup>(1)</sup>. Pendant plus d'une décennie, Atos a conduit une stratégie de croissance externe soutenue mais maîtrisée, sans recours à l'endettement, qui a permis au groupe de doubler de taille et d'intégrer le CAC 40. C'est l'acquisition de Syntel en 2018, pour 3,4 milliards de dollars financés intégralement par endettement bancaire, qui a marqué le véritable point de rupture. Présentée comme un rattrapage stratégique, cette opération a rompu avec le principe cardinal de « zéro dette » qui avait jusque-là gouverné la stratégie du groupe, en faisant peser sur lui une charge financière que la rentabilité de Syntel s'est révélée incapable d'absorber.

Les représentants syndicaux auditionnés par la commission d'enquête dénoncent l'opacité qui a entouré certaines décisions, qui ont alimenté la crise. Symptôme de la crise qui traverse le groupe depuis plusieurs années, sept directeurs généraux se sont succédé entre 2019 et 2025 après le départ de M. Thierry Breton, plusieurs ayant exercé moins d'un an.

---

(1) Pour plus de détails sur la période antérieure au plan de sauvegarde accéléré de 2024, voir le [rapport](#) n° 568 (2023-2024) sur la situation et l'avenir du groupe Atos par Mme Sophie Primas, MM. Jérôme Darras, Fabien Gay et Thierry Meignen, enregistré à la présidence du Sénat le 30 avril 2024.

### **Atos, un prestataire informatique tentaculaire au service de la puissance publique**

Depuis sa création, le groupe Atos s'est développé en France et à l'international via un ensemble de filiales autour de trois grands métiers : l'infogérance et les services managés (gestion externalisée des infrastructures informatiques des clients), l'intégration de systèmes et les services numériques (conseil, transformation, développement et maintenance d'applications) et les activités de calcul haute performance, big data et cybersécurité (historiquement portées par Bull). Le groupe Atos est aujourd'hui structuré autour de deux branches :

– Atos pour les services : infrastructures en nuage (cloud) et hébergées, services de cybersécurité, données et intelligence artificielle, applications numériques, poste de travail numérique (*digital workplace*), plateformes intelligentes et conseil (marque Atos Amplify) ;

– Eviden pour les produits : produits de cybersécurité (*Cybersecurity Products*), systèmes de missions critiques (*Mission-Critical Systems* ou MCS), et analyse vidéo augmentée par l'intelligence artificielle (IA).

La branche Atos a réalisé un chiffre d'affaires de 7 milliards d'euros environ en 2025, contre 1 milliard d'euros pour la branche Eviden, y compris Eviden Holding France (ex-Bull SA) qui rassemble les activités de calcul haute performance (supercalculateurs), d'informatique quantique et d'intelligence artificielle, pour un chiffre d'affaires d'environ 700 millions d'euros, cédées à l'État français à compter du 1<sup>er</sup> avril 2026.

Atos assure des prestations numériques pour de nombreuses administrations françaises. Il est toutefois difficile d'en avoir une vision d'ensemble, ces prestations couvrant de nombreux domaines sensibles. Les organisations syndicales et la direction d'Atos ont néanmoins donné à la commission d'enquête un aperçu de l'étendue des activités du groupe.

Dans le secteur de la santé et de la protection sociale, Atos est prestataire de la Caisse nationale de l'assurance maladie pour l'espace numérique de santé (Mon Espace Santé). Selon la CGT, le groupe intervient également dans la gestion du système informatique de la carte Vitale ainsi que dans l'infrastructure du portail FranceConnect. Dans le domaine des services à l'administration, Atos assure la gestion informatique d'impots.gouv.fr pour le ministère des Finances.

Dans le domaine de la défense, le groupe intervient auprès du ministère des Armées dans différents programmes informatiques. Les actifs considérés comme stratégiques sont couverts par une convention de sécurité entre l'État (DGA) et le groupe Atos, quelle que soit l'entité juridique dont ils relèvent. L'essentiel des actifs sensibles sont rassemblés au sein de la holding Eviden Holding France (ex-Bull SA) et de sa filiale opérationnelle Avantix, dans laquelle l'État détient une action de préférence lui conférant des prérogatives dérogatoires au droit commun (*cf. infra*). Eviden Holding France a pris cette appellation le 4 juin 2026, selon les éléments communiqués par la direction d'Atos, et la marque « Bull » a été cédée à l'Etat avec la nationalisation de Bull SAS (supercalculateurs), à compter du 1<sup>er</sup> avril 2026.

Atos est enfin prestataire d'environ 150 collectivités territoriales en matière de cybersécurité et de gestion financière.

### ***b. Le tournant : le plan de sauvegarde accéléré de 2024***

Si les fonds d'investissement ne furent pas à la manœuvre de la stratégie de croissance externe artificielle conduite jusqu'en 2024, ils ont en revanche pris le contrôle du groupe à l'issue du plan de sauvegarde accélérée (PSA), qui a été approuvé par le tribunal de commerce spécialisé de Nanterre en octobre 2024. Les créanciers financiers, ayant converti une partie de leurs créances en capital, sont mécaniquement devenus actionnaires et propriétaires du groupe.

La restructuration financière d'Atos repose sur un mécanisme de transfert massif d'actifs au profit des créanciers. Le plan de sauvegarde accélérée homologué en octobre 2024 a conduit à convertir 2,9 milliards d'euros de dettes en capital, avec un encours total de dette restant à plus de 3,5 milliards d'euros <sup>(1)</sup>.

La structure capitalistique qui résulte du PSA appelle l'attention. Trois *hedge funds* anglo-saxons (Melqart Asset Management et Tresidor Investment Management, D. E. Shaw & Co.) et la banque néerlandaise ING détiennent entre 25 % et 30 % du capital, le reste étant émiété entre une multitude de petits porteurs, ce qui leur confère de fait le contrôle de la stratégie du groupe.

Les créanciers devenus propriétaires ont imposé la constitution d'une double holding de droit néerlandais (une « DutchCo ») sous laquelle les actifs du groupe ont été placés en garantie, constituant un collatéral mobilisable en cas de défaillance. En effet, pour garantir leurs créances, les prêteurs, qui étaient déjà créanciers du groupe au moment de la restructuration, ont exigé que l'ensemble des actifs nantis soit regroupé sous des holdings de droit néerlandais, la logique affichée étant de faciliter l'exercice des sûretés <sup>(2)</sup> en cas de défaillance d'Atos SE. Votre rapporteure observe que cette configuration, présentée par la direction d'Atos comme une pratique de marché « usuelle et standard », a eu pour effet concret de placer la majeure partie des filiales opérationnelles françaises, à l'exception notable de Eviden Holding France (ex-Bull SA) dans laquelle l'État détient une action de préférence, sous un cadre juridique étranger, soustrayant ainsi ces actifs à la protection du droit français dans l'hypothèse d'une future défaillance. La restructuration n'a donc pas seulement « sauvé » Atos : elle a remis les clés d'un acteur stratégique national entre les mains de créanciers-actionnaires dont l'horizon d'investissement et les intérêts sont par nature étrangers à la pérennité de l'emploi et des capacités technologiques en France.

## 2. Une intervention de l'État circonscrite

La dégradation financière d'Atos n'est pas survenue sans mise en garde de divers protagonistes. Dès 2023, des alertes convergentes ont été adressées aux pouvoirs publics : les organisations syndicales ont interpellé Bercy et plusieurs parlementaires ont pris position publiquement en faveur d'une intervention plus

---

(1) Réponses écrites de la direction d'Atos.

(2) Garanties juridiques consenties par un débiteur à ses créanciers, ici sous forme de nantissement des actifs du groupe, qui permettent à ces derniers de se saisir des actifs et de les vendre si le débiteur (Atos) ne rembourse pas sa dette.

résolue de l'État allant jusqu'à la nationalisation de l'entreprise <sup>(1)</sup>. En parallèle, une mission d'information conjointe du Sénat rendait ses conclusions en avril 2024, pointant les risques liés à la fragilisation d'un acteur stratégique <sup>(2)</sup>.

### **La prestation consternante de M. Bruno Le Maire devant la commission d'enquête**

Ministre de l'économie de 2017 à 2024, M. Bruno Le Maire a suivi le dossier Atos jusqu'à l'aboutissement du plan de sauvegarde accéléré d'octobre 2024, soit jusqu'au moment précis où le groupe a basculé sous le contrôle de ses créanciers-actionnaires. Il était donc le responsable politique que la commission d'enquête se devait d'interroger pour comprendre la gestion de ce dossier.

Prévenu plusieurs jours en amont de son audition (30 avril 2026) que certaines questions porteraient sur Atos, comme le président de la commission d'enquête a dû le lui rappeler au cours de l'audition, M. Le Maire a néanmoins refusé de répondre à la quasi-totalité des questions relatives aux scénarios alternatifs étudiés en 2024 : rapprochement avec Airbus, recours à des cabinets de conseil et à des banques d'affaires, contenu de ses échanges avec Mme Hélène Bourbouloux, administratrice judiciaire en charge de la procédure. À M. Aurélien Saintoul, membre de la commission d'enquête, il a opposé à plusieurs reprises la même formule : « *Si vous souhaitez créer une commission d'enquête sur Atos, monsieur le député, faites-le. Je pourrai alors me préparer, me replonger dans les dossiers, relire les notes et répondre précisément à vos questions* ».

M. Le Maire a fini par concéder lui-même n'avoir pas préparé ce volet de l'audition : « *Je ne m'attendais absolument pas à ce que l'on revienne sur l'intégralité de la procédure sur Atos* », a-t-il déclaré, allant jusqu'à indiquer qu'il avait « *sans doute mieux à faire* » que de répondre aux questions de la commission d'enquête sur ce dossier. Cette posture de soustraction face à la représentation nationale, alors qu'il a été le ministre référent du dossier pendant sept années, traduit au mieux une impréparation qui interroge la considération que M. Le Maire porte au contrôle parlementaire, au pire une méconnaissance manifeste d'un dossier dont il a eu la charge directe pendant plusieurs années. Comment un ministre de l'Économie peut-il, sept ans durant, suivre très régulièrement le dossier d'une entreprise stratégique de plusieurs dizaines de milliers de salariés opérant pour la dissuasion nucléaire, les armées et les principaux services publics français, et se déclarer aujourd'hui hors d'état de répondre à la moindre question de fond sur la conduite de ce dossier ?

À l'issue de cette audition, une certitude s'impose : la commission d'enquête n'aura pas obtenu de M. Le Maire les éléments qui auraient permis d'éclairer la représentation nationale sur la chaîne de décisions ministérielles ayant conduit, en 2024, à l'abandon d'Atos aux mains d'acteurs étrangers. Heureusement, d'autres interlocuteurs de la commission d'enquête se sont montrés plus diserts sur ce dossier majeur.

Ce n'est qu'au début de l'année 2024, alors que les négociations avec les repreneurs potentiels (Airbus, M. Daniel Kretinsky, M. David Layani/Onepoint) avaient successivement échoué et que le groupe se trouvait en situation de quasi-

---

(1) Votre rapporteure rappelle que le groupe LFI-NFP a fait adopter en 2024 en commission des finances de l'Assemblée nationale un [amendement](#) au projet de loi de finances pour 2025 visant à nationaliser Atos.

(2) [Rapport d'information](#) n° 568 (2023-2024) sur la situation et l'avenir du groupe Atos par Mme Sophie Primas, MM. Jérôme Darras, Fabien Gay et Thierry Meignen, enregistré à la présidence du Sénat le 30 avril 2024.

défaut, que le comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri) est intervenu dans le dossier à la demande du groupe Atos lui-même. L'État a alors agi selon une doctrine délibérément circonscrite : distinguer les activités jugées essentielles à la souveraineté nationale des autres, sans prendre en charge le passif d'un groupe privé endetté.

Cette approche *a minima*, retenue en lieu et place d'une intervention plus précoce et plus globale, a conduit à ce que les instruments de protection déployés ne couvrent qu'une partie du périmètre stratégique du groupe. L'intervention de l'État repose sur trois leviers : une action de préférence, détenue au niveau de Eviden Holding France ; une convention de sécurité, dont le champ couvre les activités jugées stratégiques par le ministère des armées – y compris celles qui ne sont pas logées dans Eviden Holding France ; et une nationalisation partielle, avec l'acquisition par l'Agence des participations de l'État (APE) des seules activités d'*Advanced Computing* (calcul haute performance, informatique quantique et IA), regroupées dans l'entité Bull SAS <sup>(1)</sup>.

#### *a. L'action de préférence et la convention de sécurité*

Depuis 2024, l'État détient une action de préférence au niveau de la société Bull SA (devenue Eviden Holding France), émise le 8 novembre 2024 dans le cadre de la convention de protection des actifs stratégiques signée le 26 juin 2024 entre l'État français et Atos SE, en contrepartie d'un prêt de 50 millions d'euros accordé via le Fonds pour le développement économique et social (Fdes). Cette action de préférence confère à l'État des droits de gouvernance au niveau de Eviden Holding France et des droits d'autorisation préalable et d'agrément visant à protéger les activités souveraines sensibles. L'État peut ainsi opposer son veto sur un certain nombre de décisions pour protéger ces activités <sup>(2)</sup>.

Comme l'a précisé M. Alexis Zajdenweber, directeur de l'Agence des participations de l'État (APE) « *la société Bull SA [Eviden Holding France] regroupe la quasi-totalité des actifs sensibles, dont la société Avantix* » ; « *c'est au niveau de cette entité que l'État détient une action de préférence, dont les droits se combinent à ceux de la convention de sécurité* » <sup>(3)</sup>. L'action de préférence couvre l'intégralité des actifs détenus par Eviden Holding France (ex-Bull SA) et confère à l'État un droit de regard sur toute cession à un tiers : « *une telle vente à un tiers d'un actif couvert par ces textes requerrait un agrément, c'est-à-dire une autorisation de l'État, quoi qu'il arrive* » <sup>(4)</sup>, a confirmé M. Zajdenweber.

---

(1) Les entités Bull SA et Bull SAS doivent être distinguées. Bull SAS est l'entité regroupant les activités d'*Advanced Computing*, qui a été nationalisée en mars 2026, tandis que Bull SA est une entité du groupe Atos qui regroupe la plupart des activités sensibles et héberge la filiale Avantix.

(2) Atos, « Émission par Bull SA d'une action de préférence au profit de l'État français dans le cadre des droits de protection accordés à l'État français sur les activités souveraines et sensibles », Point de marché, 8 novembre 2024.

(3) Compte rendu de l'audition du 6 mai 2026.

(4) Ibid.

Par ailleurs, en 2024, la direction générale de l'armement (DGA) a négocié avec le groupe Atos une convention de sécurité destinée à protéger les actifs sensibles. Cette convention institue un comité de sécurité présidé par la DGA, permettant à celle-ci, selon M. Benoît Laroche de Roussane, directeur de l'industrie de défense, de « *suivre la vie quotidienne et les décisions stratégiques prises pour ces activités sensibles* » et de disposer d'« *un espace de discussion* » et d'« *accès à de nombreuses informations pour veiller à ce que, dans la durée, les engagements soient pris et tenus* », sans toutefois disposer d'un droit de vote <sup>(1)</sup>.

### ***b. Une nationalisation tardive et partielle***

L'opération de rachat de Bull SAS par l'Agence des participations de l'État (APE) a été finalisée le 31 mars 2026, au terme d'un long processus d'audit engagé en novembre 2024, pour une valeur d'entreprise plafonnée à 404 millions d'euros.

La nationalisation se limite ainsi aux activités *Advanced Computing*. Comme l'a précisé le ministre de l'Économie lors de son audition, la nationalisation porte sur « *le calcul de haute performance, le quantique, l'informatique d'entreprise et l'IA. Les supercalculateurs Bull sont notamment utilisés pour la dissuasion nucléaire dans le cadre des programmes du Commissariat à l'énergie atomique et aux énergies alternatives (CEA)* » <sup>(2)</sup>. Le périmètre racheté exclut de facto plusieurs activités sensibles : les *Mission-Critical Systems (MCS)* et les *Cybersecurity Products*, qui demeurent au sein de la branche Eviden du groupe Atos.

Si « *l'État a poursuivi une ligne constante* » consistant à « *sécuriser les actifs les plus stratégiques pour notre souveraineté, et non [à] administrer l'ensemble du groupe* » <sup>(3)</sup>, pour votre rapporteure, la séparation de ces activités prive Atos de sa capacité d'intervenir sur l'ensemble de la chaîne de valeur numérique, depuis les infrastructures critiques et le calcul haute performance jusqu'aux services applicatifs, à la cybersécurité et à l'infogérance des systèmes d'information.

## **3. Les limites et les fragilités de l'intervention de l'État**

### ***a. L'absence de contrôle IEF en 2024***

Votre rapporteure a interpellé la direction générale du Trésor sur l'absence de déclenchement de la procédure de contrôle des investissements étrangers en France (IEF) lors du basculement d'Atos sous contrôle des créanciers-actionnaires étrangers <sup>(4)</sup>.

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 7 mai 2026.*

(2) *Compte rendu de l'audition du 30 avril 2026.*

(3) *Réponses écrites du cabinet du ministre de l'économie.*

(4) *Audition du 23 avril 2026.*

Un tel déclenchement aurait supposé de caractériser l'existence d'une action de concert entre ces différents créanciers, afin de pouvoir agréger leurs participations au capital.

À cet égard, la direction générale du Trésor a estimé que les critères cumulatifs posés par l'article L. 233-10 du code de commerce n'étaient pas réunis. Pour mémoire, l'action de concert suppose l'existence d'un accord entre plusieurs parties, portant sur l'acquisition ou l'exercice de droits de vote, en vue de mettre en œuvre une politique commune à l'égard de la société ou d'en prendre le contrôle.

La direction générale du Trésor a considéré qu'en l'espèce les créanciers demeuraient animés par des intérêts essentiellement individuels et convergents uniquement dans la préservation de leurs créances, sans stratégie industrielle commune ni volonté concertée relative aux grandes orientations stratégiques du groupe. Elle en a conclu qu'aucun franchissement de seuil prévu par les textes n'était juridiquement caractérisé et qu'il n'y avait, en conséquence, pas lieu de mettre en œuvre la procédure IEF sur le périmètre du groupe demeurant sous contrôle privé.

Toutefois, la rapporteure estime que cette analyse appelle plusieurs réserves. Lorsque plusieurs fonds et créanciers financiers détiennent conjointement une participation représentant plus de 25 % d'un capital fortement atomisé et exercent, dans le cadre d'une restructuration négociée, une influence convergente sur la gouvernance, les objectifs financiers et les décisions stratégiques d'une entreprise, la question de l'existence d'une action de concert peut légitimement être posée.

Dans le cas d'Atos, les accords conclus dans le cadre de la restructuration ont conduit à l'émergence d'un bloc de créanciers-actionnaires disposant d'une capacité collective d'influence sur les choix structurants du groupe, notamment au travers des exigences de désendettement, des objectifs de liquidité et des opérations de cession d'actifs. Cette influence s'est exercée dans une logique principalement orientée vers la sécurisation et le remboursement des créances financières, au risque d'affaiblir la cohérence industrielle du groupe et de privilégier des arbitrages de court terme. Les organisations syndicales ont d'ailleurs dénoncé à plusieurs reprises une stratégie de cessions successives susceptible de fragiliser des activités présentant un caractère stratégique pour la souveraineté nationale.

Dans ces conditions, votre rapporteure considère que la lecture actuellement retenue de la notion d'action de concert n'apparaît pas adaptée aux restructurations financières impliquant des fonds internationaux et des créanciers coordonnés. Une influence déterminante peut en effet s'exercer sans projet industriel explicite de prise de contrôle, mais au travers de mécanismes contractuels, d'objectifs financiers communs et d'une capacité collective à orienter les décisions stratégiques d'une entreprise. Votre rapporteure recommande en conséquence d'adapter le cadre du contrôle IEF et de revoir la notion d'action de concert applicable aux situations de restructuration financière impliquant des entreprises stratégiques, afin de permettre

une prise en compte plus effective des prises d'influence collectives exercées par des créanciers ou fonds d'investissement étrangers, même en l'absence de contrôle capitalistique classique.

**Recommandation n° 34 : Adapter le cadre du contrôle IEF et revoir la notion d'action de concert applicable aux situations de restructuration financière impliquant des entreprises stratégiques.**

*b. Les « angles morts » de l'action de préférence*

Le périmètre couvert par l'action de préférence se limite à Eviden Holding France (ex-Bull SA) et aux contrats exécutés au sein de cette entité. Toutes les activités en dehors de cette holding, notamment l'infogérance des services publics (Mon Espace Santé, carte Vitale, FranceConnect, etc.) l'hébergement de données régaliennes et la cybersécurité non classée stratégique demeurent dans le champ de la double holding de droit néerlandais (« DutchCo ») et exposées à une cession potentielle, sans que l'État ait son mot à dire au titre de l'action de préférence, alors même que ces activités présentent pour la plupart un caractère sensible. Il va de même de certains contrats de défense, « deux ou trois contrats spécifiques » n'étant pas rattachés à Eviden Holding France comme l'a admis le directeur de l'APE lui-même lors de son audition <sup>(1)</sup>. La direction d'Atos a confirmé à votre rapporteure que quelques contrats sensibles ne figurent pas dans le périmètre de cette holding, mais sont couverts par la convention de sécurité.

Par ailleurs, la nouvelle organisation juridique d'Atos pose des difficultés pour rassembler toutes les activités sensibles du groupe dans Eviden Holding France et sa filiale opérationnelle Avantix, c'est-à-dire dans le champ de l'action de préférence, comme en témoigne ce qu'il convient d'appeler « l'affaire Avantix ».

L'origine de cette affaire remonte à un audit conduit par la direction générale de l'armement (DGA) sur le périmètre « Défense » d'Atos en juin 2025. Selon les éléments rapportés par les représentants de la CGT Atos, la DGA y a constaté qu'au sein d'Eviden, « de multiples entités juridiques intervenant sur un même contrat de Défense et sur un même site » constituaient une situation « rédhitoire », et a adressé au groupe un avertissement assorti d'un « délai de mise en conformité exigé par les services de l'État » <sup>(2)</sup>. Devant la commission d'enquête, le délégué général pour l'armement, M. Patrick Pailloux, a tenu à nuancer la portée juridique de cette démarche : « Nous n'avons jamais exigé le regroupement de ces activités au sein d'Avantix » <sup>(3)</sup>, tout en reconnaissant que la DGA avait « sûrement recommandé en réunion » que les activités sensibles soient « autant que possible regroupées au sein d'Avantix » <sup>(4)</sup>.

(1) Compte rendu de l'audition du 6 mai 2026.

(2) Réponses écrites de la CGT Atos.

(3) Compte rendu de l'audition du 7 mai 2026. Le DGA a également précisé que sa direction avait obtenu que les activités sensibles se trouvent protégées par la convention de sécurité, pour l'essentiel au sein d'Avantix.

(4) Ibid.

Toujours est-il que la direction d'Atos avait bien engagé dès septembre 2025 une procédure d'information-consultation du CSE Eviden portant sur le transfert d'une centaine de contrats salariés relevant des Mission-Critical Systems vers la filiale Avantix, opération fixée au 1<sup>er</sup> janvier 2026 puis repoussée <sup>(1)</sup>.

Or, comme l'a relaté sous serment M. Didier Moulin, délégué syndical central CGT, lors d'une table-ronde publique avec d'autres représentants du personnel organisée par la commission d'enquête, « *le projet était très avancé et puis... plus rien, il n'y a pas eu de mutations vers Avantix* » <sup>(2)</sup>. La question, posée en CSE Eviden le 18 février 2026, a reçu une réponse explicite de la part de la direction d'Eviden : « *la finance et les créanciers n'ont pas donné leur accord* », « *l'opération pourrait ne pas se faire* », « *on verra alors une autre solution* » <sup>(3)</sup>.

Devant la commission d'enquête, M. Philippe Salle, président-directeur général d'Atos, a démenti l'implication des créanciers tout en confirmant que la DGA avait demandé le transfert de certains contrats vers Avantix et que celui-ci rencontrait des difficultés : « *La DGA a effectivement demandé que certains contrats passent à Avantix. Or faire passer des contrats d'une société sous caution à une société qui ne l'est pas pose des questions techniques. Nos créanciers n'ont strictement rien à voir avec cela, ils ne sont même pas au courant. Simplement, nous devons respecter un accord qui date de 2024. C'est en cours.* » <sup>(4)</sup>. Relancée sur ce point, la direction d'Atos a indiqué à votre rapporteure que « *le ministère des armées a émis des observations sur l'organisation des équipes en charge de l'exécution de certains contrats situés dans la société Eviden France couverts par la convention [de sécurité] entre ATOS Groupe et l'État* ». Avant d'ajouter : « *la Direction du Groupe ATOS a décidé, parmi d'autres options possibles, de regrouper ces contrats dans la société Avantix pour à la fois répondre aux observations du Ministère des Armées ET d'aligner le pilotage opérationnel de ces projets avec le pilotage des entités légales. Le projet a été mis en suspens le temps de faire une analyse juridique et opérationnelle permettant de s'assurer que le transfert serait fait en toute conformité par rapport aux accords de financement notamment.* » <sup>(5)</sup> Le projet serait donc « *toujours en cours selon un calendrier progressif avec les obligations d'Atos* ».

De toute évidence, il apparaît aux yeux de votre rapporteure que **l'architecture capitalistique imposée par les créanciers, une double holding de droit néerlandais (« DutchCo ») sous laquelle l'ensemble des actifs d'Atos (à l'exclusion de ceux relevant de Eviden Holding France) sont placés en garantie des créances, est facteur de blocage lorsqu'il s'agit de transférer des activités**

---

(1) Réponses écrites de la CGT Atos.

(2) Compte rendu de l'audition du 17 avril 2026.

(3) Extraits du procès-verbal du CSE Eviden du 18 février 2026 rapportés par la CGT Atos dans ses réponses écrites.

(4) Compte rendu de l'audition du 17 avril 2026.

(5) Réponses écrites de la direction du groupe Atos.

sensibles vers Eviden Holding France/Avantix, c'est-à-dire dans le champ de l'action de préférence. Cette séquence révèle que des transferts d'activités comportant des enjeux de défense nationale peuvent se voir bloqués sinon freinés par des clauses contractuelles protégeant des créanciers financiers étrangers : c'est la souveraineté française qui se trouve, *de facto*, subordonnée à l'architecture capitaliste imposée par le plan de sauvegarde accéléré d'Atos de 2024.

### c. Les faiblesses de la stratégie actuelle

La DGA fonde ses analyses du risque au regard de plusieurs critères dont celui de la substituabilité des activités. À ses yeux, la défaillance d'Atos sur les activités MCS et cybersécurité ne serait pas insurmontable dès lors que d'autres acteurs industriels français seraient en mesure de prendre le relais dans des délais raisonnables. M. Patrick Pailloux, délégué général pour l'armement, a estimé qu'il « *n'existerait pas d'éléments pour lesquels il serait impossible de trouver d'autres acteurs français dans des délais raisonnables au regard de nos besoins* » et que la DGA saurait « *trouver et développer une deuxième et même une troisième source en France* » en cas de défaillance <sup>(1)</sup>. À l'inverse, les supercalculateurs étaient jugés, eux, non substituables, ce qui a conduit l'État à les nationaliser.

Votre rapporteure juge cette doctrine d'intervention à géométrie variable risquée au regard de la situation d'Atos et du contexte géopolitique marqué par de très fortes tensions (intensification des cybermenaces contre les infrastructures critiques nationales, remise en cause des chaînes d'approvisionnement technologiques, compétition stratégique exacerbée, *etc.*), et ce pour plusieurs raisons.

En premier lieu, les activités MCS, qui couvrent entre autres les systèmes de commandement des armées, constituent une infrastructure numérique critique devant fonctionner en toutes circonstances. Retrouver de telles compétences auprès d'un prestataire alternatif ne peut s'improviser dans un contexte de crise. En second lieu, les compétences sont déjà en voie d'érosion au sein même d'Atos : la CFE-CGC a alerté la commission d'enquête sur une « *fuite significative des talents* » touchant « *de manière particulièrement critique les ingénieurs systèmes et cybersécurité du périmètre BDS/Eviden, les architectes cloud ainsi que les profils disposant d'habilitations de sécurité nationale* », partis vers des entreprises telles que Capgemini, Sopra Steria, Thales ou vers la fonction publique. Ces pertes « *constituent un risque majeur pour la continuité des activités stratégiques* » <sup>(2)</sup>. La CGT a, pour sa part, confirmé que des départs vers des acteurs du secteur « *défense* » ont été directement provoqués par les blocages de salaires et les incertitudes liées à la présence de fonds au capital <sup>(3)</sup>.

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 7 mai 2026.*

(2) *Réponses écrites de la CFE-CGC Atos France.*

(3) *Réponses écrites de la CGT Atos.*

La situation actuelle apparaît difficilement durable et votre rapporteure s'interroge donc quant à la compatibilité des « *délais raisonnables* » évoqués par le DGA s'il devait être nécessaire de changer de prestataire, en cas de défaillance d'Atos, avec les risques qui pèsent sur notre pays. À l'heure où le Parlement examine un projet de loi revalorisant de 36 milliards d'euros la loi de programmation militaire pour la période 2024-2030, qui prévoyait déjà 413 milliards d'euros pour nos armées, notre Défense nationale peut-elle se satisfaire de travailler avec un prestataire soumis à d'aussi fortes contraintes financières, imposées par des fonds étrangers dont la logique de rendement à court terme alimente une « *fuite des cerveaux* » et aggrave les risques opérationnels ?

Avec son groupe politique, votre rapporteure considère que la nationalisation des supercalculateurs de Bull n'était qu'une étape. Elle demande la nationalisation des activités stratégiques, en particulier les activités de systèmes de missions critiques (MCS) et de cybersécurité, logées pour l'essentiel au sein de Eviden Holding France/Avantix, au regard de la dégradation de la situation financière du groupe, du contexte géopolitique et des risques pesant sur l'ensemble des opérateurs d'importance vitale qui en dépendent.

**Recommandation n° 35 : Nationaliser les activités stratégiques d'Atos, en particulier les activités de systèmes de missions critiques (MCS) et de cybersécurité.**

#### **4. La « vente à la découpe », résultat de la stratégie imposée par les fonds**

Depuis le plan de sauvegarde de 2024, le périmètre d'Atos s'est contracté à un rythme accéléré : Worldgrid (973 salariés, pilotage des centrales nucléaires civiles) a été cédé à Alten le 5 novembre 2024 ; Bull SAS (environ 2 500 salariés) a été cédé à l'État à compter du 1<sup>er</sup> avril 2026 et les activités en Amérique latine ont été cédées le 30 avril 2026 <sup>(1)</sup>.

La contraction des effectifs traduit l'ampleur de ce mouvement. Atos comptait 18 000 salariés en France lors du rachat de Bull en 2015 ; ils ne sont plus qu'environ 8 000 début 2026 après la cession de Bull SAS, soit une réduction de plus de moitié des effectifs en onze ans en France. Au niveau mondial, le groupe est passé de 122 110 salariés en 2019 à 91 600 au 30 juin 2024, puis à 61 000 en mars 2026 à l'issue de la cession de Bull, et à environ 56 000 en *pro forma* après la cession des activités latino-américaines, avec un objectif annoncé par le groupe de 55 000 pour fin 2026 <sup>(2)</sup>.

Ces chiffres mettent en perspective un démantèlement progressif qui vise avant tout à rembourser la dette d'Atos plutôt qu'à poursuivre une stratégie industrielle cohérente. Comme l'a résumé M. Roland Lescure, ministre de

---

(1) Réponses écrites de la direction d'Atos.

(2) Réponses écrites de la CGT Atos, d'après les annonces faites en comité social européen pour l'année 2026.

l'économie, devant la commission d'enquête : « *Ces fonds cherchent à faire de l'argent, ils ont acheté une entreprise au rabais et ils espèrent qu'elle va se redresser. Je peux vous dire que dès qu'ils pourront en sortir avec un profit juteux, ils sortiront, quelles que soient les activités stratégiques en question.* »<sup>(1)</sup> Cette trajectoire de démantèlement est inscrite dans la documentation bancaire imposée par les créanciers-actionnaires au moment du PSA : toute cession d'actif déclenche automatiquement un remboursement anticipé obligatoire au bénéfice des créanciers, qui attendent par ailleurs le remboursement d'un véritable « *mur de la dette* », c'est-à-dire près de 3 milliards d'euros sur la période 2029-2032, pendant laquelle le groupe aura versé chaque année environ 200 millions d'euros d'intérêts<sup>(2)</sup>.

\*

Les dossiers Biogaran, LMB Aerospace et Atos révèlent une limite commune aux instruments dont dispose l'État : qu'il s'agisse du contrôle IEF, de l'action de préférence ou de la convention de sécurité, ces outils n'ont pas suffi à éviter que des activités sensibles passent sous le contrôle de fonds étrangers.

Cette réalité invite à s'interroger sur la nécessité d'une intervention plus directe et plus précoce de la puissance publique dans le capital des entreprises stratégiques, rôle dans lequel la banque publique d'investissement est susceptible de jouer une part déterminante.

### III. BPIFRANCE : UNE BANQUE PRIVÉE D'INVESTISSEMENT ?

**Par son activité de capital-investissement BPIFrance, aussi bien en investissant directement dans les entreprises qu'en finançant d'autres fonds d'investissement (activité « fonds de fonds »), assure-t-elle réellement sa mission d'intérêt général et de soutien aux entreprises productives de notre pays ?**

Cette question est fondamentale et elle pourrait d'ailleurs être adressée aux autres investisseurs publics (Agence des participations de l'État, Caisse des dépôts et consignations) : en entrant au capital d'entreprises privées, BPIFrance pourrait constituer une véritable alternative aux fonds prédateurs, qu'elles soient fragilisées temporairement ou parce qu'elles doivent être impérativement protégées au regard de l'enjeu stratégique majeur qu'elles représentent. **Les travaux menés par la commission d'enquête aboutissent à un constat inquiétant : BPIFrance ne joue pas son rôle.**

**Soutenant fortement les fonds de capital-investissement, BPIFrance ne pèse pas sur leurs pratiques, ni ne lutte réellement contre l'affaiblissement du**

---

(1) *Compte rendu de l'audition du 30 avril 2026.*

(2) *Comme l'a indiqué M. Salle lors de son audition le 17 avril 2026, les 3 milliards d'euros de dette qu'Atos doit rembourser se décomposent ainsi : 1,1 Md€ d'obligations de dette senior de premier rang dite First-Lien (2029), 1,6 Md€ d'obligations de dette intermédiaire dite First-and-a-half Lien (2030) et 350-400 millions d'euros d'obligations de second rang dite Second Lien (2032).*

**secteur industriel de la France.** Une phrase devrait retenir l'attention de tous, celle de Loïc le Noc, secrétaire national à la protection sociale et à la protection de la santé au travail de la CFDT, auditionné par la commission d'enquête. Il déclare en décrivant le secteur de la biologie médicale après l'entrée des fonds d'investissement : *« Vous nous avez demandé si l'arrivée d'EQT avait changé la donne dans le secteur. Mais ce fonds n'est pas seul, ils sont nombreux : la Caisse des dépôts et placements du Québec, Straco, BPIFrance, Ardian, Mubadala Capital, GIC (Singapour), APG (Pays-Bas), Cinven Group (Grande-Bretagne), Elliott (États-Unis), Synlab (Allemagne)... pour n'en citer que quelques-uns. Depuis l'arrivée de ces fonds d'investissement, plus personne ne veut venir travailler en biologie médicale. »* <sup>(1)</sup>

Cette phrase dit tout : pour les salariés et leurs représentants, BPIFrance est un investisseur comme un autre, indiscernable des fonds privés par ses pratiques ou ses priorités. En réalité, loin d'être un contrepoids à la financiarisation de l'économie, BPIFrance est l'un de ses acteurs les plus éminents. **Les deux auditions du directeur général de BPIFrance Nicolas Dufourcq, principal responsable de cette institution, ont permis de mettre en lumière un choix assumé : celui de cantonner BPIFrance au rôle d'« investisseur avisé » principalement guidé par la performance financière au détriment de sa mission d'intérêt général.** Elle a aussi mis en lumière les angles morts d'une institution qui, depuis sa création en 2012, a largement délaissé le financement des entreprises pouvant être redressées au profit du seul capital-risque, comme si le soutien à l'innovation et aux technologies de ruptures empêchait de financer d'autres pans entiers de l'industrie pourtant stratégiques pour l'économie nationale.

**Car si BPIFrance refuse d'assurer son rôle de soutien aux entreprises qui peuvent être redressées, cela signifie que l'intervention d'acteurs comme Europlasma (et derrière Europlasma, ABO) ou Mutares n'est pas une fatalité mais bien la conséquence de décisions politiques et d'une doctrine d'intervention déficiente. Au-delà des entreprises en difficulté, les entreprises stratégiques pour la nation peuvent avoir besoin de financements ou d'un soutien au capital à un moment de son développement. À défaut de soutien public, elles peuvent se retrouver dans des situations de fragilité qui compromettent la pérennité de l'activité à terme. Si BPIFrance était en soutien de ces entreprises, elles ne se retrouveraient pas dans cette situation.**

## **A. L'ACTIVITÉ DE CAPITAL-INVESTISSEMENT DE BPIFRANCE**

L'article 1 A de l'ordonnance du 29 juin 2005 relative à la banque publique d'investissement donne pour mission à BPIFrance de « favoriser l'innovation, l'amorçage, le développement, l'internationalisation, la mutation et la transmission des entreprises, en contribuant à leur financement en prêts et en fonds propres ».

---

(1) *Compte rendu n° 17 du lundi 23 mars 2026.*

Le financement en fonds propres des entreprises est au cœur de l'activité de BPIFrance, à côté de son activité de prêts, de garantie de prêts, de subventions ainsi que d'accompagnement ou de conseil des entreprises.

### **1. La présentation de l'activité d'investissement de BPIFrance**

BPIFrance Participations, détenue en totalité par BPIFrance SA, est la société de portefeuille du groupe qui détient l'ensemble des actifs gérés pour compte propre. BPIFrance Investissement, filiale à 100 % de BPIFrance Participations, est la société de gestion agréée et contrôlée par l'AMF, soumise à la directive « AIFM ». Les interventions en fonds propres (*equity*) de BPIFrance sont toutes réalisées par BPIFrance Investissement :

– pour le compte de BPIFrance (lorsque BPIFrance Participations est souscripteur des fonds gérés) ;

– pour le compte de tiers, lorsque des souscripteurs externes, publics (notamment l'État) ou privés, souscrivent dans les fonds.

BPIFrance Investissement prend des participations directes dans des entreprises (avec ses capitaux propres ou pour le compte de tiers) ou finance des fonds d'investissement, cette activité « fonds de fonds » constituant une part non négligeable des investissements de BPIFrance. En 2025, BPIFrance a investi 4,8 milliards d'euros en capital (*equity*) dont 3,0 milliards d'euros en investissements directs et 1,7 milliard d'euros au titre de l'activité fonds de fonds. À titre de comparaison, l'activité de financement bancaire de BPIFrance et celle de garantie des prêts représentent respectivement 21 milliards d'euros et 10 milliards d'euros.

Depuis sa création, BPIFrance a investi dans près de 3 300 entreprises ce qui en fait un des plus grands fonds de capital-investissement du monde en nombre d'opérations.

ACTIVITÉ DE CAPITAL-INVESTISSEMENT ET DE DETTE PRIVÉE DE BPIFRANCE

(en millions d'euros)

		2020	2021	2022	2023	2024	2025
Dettes privées	Fonds propres	34	101	115	116	130	134
Capital-développement	Fonds propres	1 269	1 557	1 478	1 160	1 244	1 947 <sup>(1)</sup>
	Pour le compte de l'État	0	3	159	53	16	15
	Autres tiers	548	615	868	509	554	521
	<b>Total</b>	<b>1 817</b>	<b>2 175</b>	<b>2 506</b>	<b>1 721</b>	<b>1 813</b>	<b>2 483</b>
Capital-innovation	Fonds propres	310	400	482	214	274	265
	Pour le compte de l'État	243	220	227	442	289	276
	Autres tiers	16	32	16	20	8	18
	<b>Total</b>	<b>570</b>	<b>652</b>	<b>726</b>	<b>677</b>	<b>572</b>	<b>559</b>
Fonds de fonds – Autorisations d'engagements	Fonds propres	814	1 019	981	948	970	988
	Pour le compte de l'État	266	394	333	555	494	621
	Autres tiers	301	287	181	79	98	201
	<b>Total</b>	<b>1 381</b>	<b>1 700</b>	<b>1 494</b>	<b>1 582</b>	<b>1 562</b>	<b>1 809</b>

Source : DG Trésor, Agence des participations de l'État et direction générale des entreprises.

## 2. Les objectifs de BPIFrance : développer les fonds privés, attirer les capitaux et faire du profit

La doctrine d'intervention de BPIFrance, fixée en 2013 et n'ayant fait l'objet que d'une seule mise à jour en 2019, met l'accent sur le soutien aux TPE-PME et aux ETI, à l'innovation ou à la redynamisation des territoires, aux entreprises de l'économie sociale et solidaire, à la transition énergétique et à la décarbonation : un ensemble d'objectifs et d'éléments qui participent logiquement de la mission d'intérêt général d'une banque publique.

Mais selon les termes de cette stratégie, BPIFrance s'attache aussi à favoriser « l'émergence d'un écosystème complet et performant de financement ». Le directeur général a particulièrement insisté, lors de son audition, sur l'importance de cette mission à ses yeux. Avant même d'évoquer les règles qui devraient encadrer l'investissement financier ou d'en déterminer les finalités, sa première fierté est d'avoir réussi à créer une véritable industrie du capital-investissement : « Lors de mes premières interventions publiques auprès de la profession, en 2013, je leur lançais des défis en soulignant qu'il n'y avait guère qu'un seul fonds, parmi eux, qui gérait 1 Md€ d'actifs, qu'ils étaient tous trop petits et qu'il leur fallait grandir afin que l'industrie française soit compétitive face à l'industrie anglo-saxonne. Mais nous sommes très fiers de constater que quantité de fonds gèrent désormais 2, 3, 4 ou 5 Md€ »<sup>(2)</sup>.

(1) Dont 502 millions d'euros pour la diversification.

(2) Compte rendu n° 25 du 9 avril 2026.

Pour le directeur général, BPIFrance est clairement un acteur du capital-investissement qui doit être comparé avec les autres fonds.

Ses méthodes et les objectifs ne diffèrent pas sensiblement de celles des autres fonds d'investissement, à savoir la recherche du rendement et de la performance : « *Depuis le début de son action, le 1<sup>er</sup> janvier 2013, la banque publique d'investissement est guidée par une culture de la performance, qui est la simple discipline du résultat. Cela prend une forme extrêmement simple : la création de valeur moyenne de la banque, c'est-à-dire de ses équipes, sur son portefeuille, y compris coté, doit être supérieure à 5 %.* »

L'obligation d'être un « investisseur avisé » opérant aux conditions de marché l'emporte sur toute autre obligation. **Le taux de retour sur investissement (TRI) du portefeuille non coté de BPIFrance est ainsi de près de 12 % selon l'affirmation du directeur général. En la matière, BPIFrance n'a rien à envier aux principaux fonds français**, même si ce taux élevé permet de financer l'activité de capital-risque, par définition moins rémunératrice.

## **B. UNE BANQUE PUBLIQUE QUI COLLABORE AVEC DES FONDS D'INVESTISSEMENT SANS AUCUNE MAÎTRISE DE LEURS PRATIQUES**

Conformément à sa doctrine d'intervention, BPIFrance devrait jouer un rôle d'aiguillon pour les pratiques des fonds de capital-investissement français en donnant priorité à l'impact positif de ses investissements en matière économique, sociale et environnementale par rapport à la maximisation de la rentabilité. BPIFrance semble en réalité incapable de contrôler les pratiques des fonds avec lesquels il opère, et constitue parfois même une caution regrettable de ces pratiques.

### **1. L'investissement en direct : l'illusion du contrôle minoritaire**

En tant qu'actionnaire minoritaire, BPIFrance est souvent dans l'incapacité de véritablement peser sur les pratiques des fonds d'investissement et la vie de l'entreprise elle-même. BPIFrance négocie certes, dans la plupart des cas, un siège au conseil d'administration de l'entreprise et bénéficie d'une information privilégiée sur la vie de l'entreprise, **mais son rôle d'actionnaire minoritaire la cantonne au mieux, au rôle de lanceur d'alerte et d'influenceur, au pire, à celui d'observateur passif et complaisant.**

#### **a. L'absence d'influence sur les stratégies opérationnelles**

En tant qu'investisseur minoritaire, BPIFrance n'a pas de pouvoir sur les décisions et la stratégie opérationnelles de l'entreprise.

Le cas de la cession de Biogaran est éclairant (voir *supra*). Entré au capital du principal distributeur de génériques à hauteur de 15 % à côté du fonds BC Partners, BPIFrance a obtenu la nomination d'un administrateur parmi cinq administrateurs, des droits de veto sur les « décisions stratégiques » et une

représentation dans trois comités : le comité d’audit, le comité de nomination et de rémunération et le comité *ad hoc* sur la sécurité d’approvisionnement qui a accès la gestion de la *supply chain* (notamment la chaîne de valeur des sous-traitants).

Sur le papier, de telles garanties paraissent prometteuses. Dans les faits, BPIFrance paraît totalement tributaire de la stratégie de l’actionnaire principal et de l’équipe dirigeante. Si BC Partners indique partager les mêmes vues stratégiques que BPIFrance (augmentation des investissements, développement de nouvelles gammes dans les génériques, les biosimilaires et les médicaments en vente libre, maintien de l’ancrage industriel en France), **le directeur général de BPIFrance a été incapable de s’engager, lors de son audition, sur le maintien de l’empreinte industrielle durable de la production en France en admettant n’avoir pas de veto sur la décision de remplacer un sous-traitant en France par un sous-traitant à l’étranger pour des motifs économiques.** Pour BC Partners, le partenariat avec BPIFrance constitue moins une corde de rappel – par l’attention particulière qu’aurait portée BPIFrance aux enjeux économiques, sociaux et de souveraineté de l’activité de l’entreprise – qu’un atout, à savoir l’« expertise particulière »<sup>(1)</sup> de BPIFrance dans le secteur de la santé. Les représentants de BC Partners ont d’ailleurs indiqué, lors de leur audition, avoir directement sollicité BPIFrance pour être coinvestisseur dans Biogaran.

#### ***b. Des schémas financiers incontrôlés***

Dans ses investissements directs, le directeur général indique que BPIFrance sélectionne les autres fonds avec lesquels il souhaite travailler avec une attention particulière aux conditions d’acquisition. Concernant l’effet de levier, évoqué devant la commission d’enquête, M. Nicolas Dufourcq se montre catégorique : « *Il existe deux types de fonds : ceux qui mettent en dette sept fois le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (Ebitda) et ceux qui s’arrêtent à trois fois l’Ebitda. Nous ne finançons que ces derniers et ne réalisons nous-mêmes d’opérations que sur des leviers de dette raisonnables, qui ne mettront pas l’entreprise en péril. Nous sommes donc très critiques vis-à-vis des opérations conduites pendant une quinzaine d’années, entre le début des années 2000 et 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 six ou sept. 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 passons notre chemin.* »<sup>(2)</sup>

**Le co-investissement de BPIFrance avec le fonds suédois EQT dans l’entreprise Cerba HealthCare constitue un contre-exemple flagrant de ce que prétend le directeur général de BPIFrance.**

---

(1) *Compte rendu n° 28 du 9 avril 2026.*

(2) *Idem.*

Le directeur général de BPIFrance a dû admettre devant la commission d'enquête un niveau de dette sensiblement trop élevé. Les informations transmises par écrit par le fonds EQT indiquent que l'effet de levier (ratio dette/Ebitda) au moment du rachat de Cerba Healthcare dépassait sensiblement les niveaux indiqués par le directeur général de BPIFrance. Le rachat de Cerba HealthCare par EQT constituait par ailleurs le sixième LBO que subissait le groupe de santé : comment alors prendre au sérieux la critique de BPIFrance des fonds réalisant des LBO en série alors qu'il s'associe précisément à l'un d'eux pour réaliser une opération de LBO ni primaire, ni secondaire, ni tertiaire, ni quaternaire... mais hexanaire !

En matière de niveau d'endettement ou de LBO en série, au regard des contradictions manifestes entre le discours et la réalité, BPIFrance doit concevoir et rendre publique une doctrine fixant par secteur et type d'entreprise, des plafonds de valorisation des cibles et des plafonds qui s'appliquent aux ratios d'endettement des co-investisseurs avec lesquels elle s'engage.

Non seulement une telle directive permettrait de sécuriser les investissements mais ces ratios pourraient progressivement s'imposer comme un standard de la profession pour les investisseurs.

**Recommandation n° 36 : Fixer publiquement les plafonds de valorisation des entreprises cibles et les ratios d'endettement maximums acceptés par BPIFrance en tant que co-investisseur d'un fonds dans l'acquisition d'une entreprise.**

Concernant les remontées agressives de dividendes ou les schémas d'évasion fiscale, l'exemple du co-investissement de BPIFrance avec le fonds américain Apollo dans Verallia, filiale cédée par Saint-Gobain en octobre 2014, est symptomatique de l'impuissance de BPIFrance. Ayant investi près de 60 millions d'euros, soit près de 10 % du capital, BPIFrance a non seulement avalisé les décisions de suppressions d'emplois et la fermeture du four de Cognac, mais, plus encore, la présence de BPIFrance au capital de l'entreprise n'a permis d'éviter ni des remontées très agressives de dividendes via un *dividend recap* – une technique financière très problématique qui permet le versement de dividendes à la holding d'acquisition en s'endettant – ni un schéma fiscal particulièrement douteux – la structure actionnaire de Verallia en 2019, au moment de son introduction en bourse, était Horizon Parent Holding, une structure luxembourgeoise, et le fonds de la société de gestion d'Apollo (AIF VIII Euro Leverage) était domicilié dans les Îles Caïmans.

**Recommandation n° 37 : Conditionner le co-investissement de BPIFrance avec des fonds partenaires au respect de règles financières et fiscales renforcées (domiciliation des holdings en France, interdiction des dividend recaps, etc.)**

*c. Des investissements qui interrogent*

Si BPIFrance investit dans des entreprises industrielles, elle investit également massivement dans des entreprises de services, sans que sa présence semble indispensable au bon fonctionnement de l'entreprise ou que le lien entre l'activité de l'entreprise et l'objectif d'intérêt général poursuivi par BPIFrance soit clairement établi.

Ainsi BPIFrance a investi en 2023 dans l'entreprise EPSA avec le fonds d'investissement Towerbrook. Cette entreprise est une société de conseil et de gestion qui, dans sa présentation, dit soutenir « la performance financière des entreprises par l'optimisation de l'ensemble [des] charges sociales et fiscales ». Le directeur général de BPIFrance n'a rien trouvé à redire au fait que BPIFrance soutienne une entreprise qui contribue à limiter les recettes fiscales et sociales pour les organismes de la sécurité sociale et l'État.

BPIFrance a investi en février 2026 avec le Crédit agricole dans le cabinet d'expertise comptable Anderlaine. Face au témoignage du président de la Fédération des experts-comptables, qui s'inquiète que sa profession réglementée perde son indépendance avec une emprise croissante des fonds d'investissement sur leur activité (*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*<sup>(1)</sup>), le directeur général de BPIFrance n'a pas su répondre autrement qu'en pointant « l'intérêt corporatiste » d'une profession qui a simplement demandé qu'on respecte son indépendance et qu'on ne lui impose pas des obligations de rentabilité qui vont à l'encontre de ses pratiques et de sa déontologie.

Ces deux exemples, mentionnés lors de la deuxième audition, montrent que la politique d'investissement direct de BPIFrance devrait être précisée et resserrée afin de s'assurer que chaque investissement poursuive un but précis d'intérêt général. Certains choix d'investissement direct en capital-risque qui ont échoué comme **Ynsect ou Swap interrogent également, quant à la stratégie menée, aux montants investis ou à la part de capital détenu dans ces projets.**

**2. L'activité de fonds de fonds : BPIFrance, investisseur passif et spectateur de décisions qui lui échappent.**

L'activité de fonds de fonds est au cœur de la stratégie de BPIFrance : elle représentait en 2025 plus de la moitié de ses investissements directs.

---

(1) *Compte rendu n° 45 du 7 mai 2026.*

ACTIVITÉ « FONDS DE FONDS » DE BPIFRANCE

(en millions d'euros)

Souscriptions	2021	2022	2023	2024	2025
Fonds de fonds – capital développement	504	498	614	647	719
Fonds de fonds – capital innovation	946	1 097	940	1 039	1 006
<b>Total</b>	<b>1 450</b>	<b>1 595</b>	<b>1 554</b>	<b>1 686</b>	<b>1 725</b>

Source : BPIFrance.

Cette stratégie doit normalement permettre de soutenir l'écosystème du capital-investissement mais doit aussi garantir la prise en compte « des meilleures pratiques notamment en matière d'investissement long terme, d'investissement socialement responsable (ISR) et de prise en compte des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance » aux termes de sa doctrine d'intervention.

Lors de la formalisation d'une souscription dans un fonds, BPIFrance, comme tout investisseur, s'engage en fonction d'une « thèse d'investissement » (entreprises ciblées, domaine d'activité, durée du fonds et période d'engagement, retour sur investissement cible, etc.). Par ailleurs, BPIFrance établit, parmi l'ensemble de la documentation juridique, une liste d'informations requises dans les rapports du fonds concernant les entreprises accompagnées par le fonds, en matière d'emplois par exemple (effectifs de l'entreprise avant l'investissement, au moment du désinvestissement et sur l'exercice en cours) permettant de faire le suivi économique et social du fonds.

**Mais dans les faits, BPIFrance est, comme tout investisseur (« limited partner »), dans l'incapacité de peser sur les décisions d'investissement du fonds conformément aux obligations du code monétaire et financier <sup>(1)</sup>, comme l'a rappelé M. Nicolas Dufourcq lors de son audition : « Quel est, dans ce contexte, le rôle d'un Limited Partner (LP), d'un financeur de fonds ? Il est d'apporter des capitaux sans disposer de la gestion du sous-jacent, c'est-à-dire du portefeuille. C'est la règle de base des fonds d'investissement, fixée par l'AMF : nous n'avons pas le droit de nous immiscer dans la gestion du fonds. » <sup>(2)</sup>.**

Comment BPIFrance pourrait-elle, dans ces conditions, garantir un investissement de long terme socialement responsable ? **Le directeur général de BPIFrance a d'ailleurs reconnu une absence totale de pilotage lors de la deuxième audition, puisque pour transmettre la liste exhaustive des sous-jacents des fonds dans lesquels BPIFrance a investi, comme l'avait demandé votre rapporteure au titre de ses pouvoirs de contrôle sur pièce et sur place, BPIFrance a dû réaliser un travail qu'elle n'avait jamais réalisé auparavant.**

(1) Autorité des marchés financiers, Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogérés : « Une société de gestion de portefeuille prend ses décisions d'investissement de façon indépendante. Tout comité regroupant des personnes externes à l'équipe de gestion, seule habilitée à prendre les décisions d'investissement, ne peut dès lors n'avoir qu'un rôle consultatif. Ainsi un comité regroupant porteurs/actionnaires, experts externes ou tout autre tiers extérieur à la société de gestion de portefeuille ne peut disposer de voix décisionnaire dans le processus d'investissement. »

(2) Idem.

Le cas de la vente de LMB Aerospace à Loar Group (voir *supra*) est un autre cas d'école. Investisseur dans un fonds (Ace Aero Partenaires) géré par une filiale de Tikehau Capital, BPIFrance a passivement bénéficié de la vente d'une entreprise stratégique pour les activités militaires de la France à une entreprise américaine : BPIFrance a reçu de 9 millions d'euros de plus-value à l'occasion de cette vente et a plus que doublé sa mise de départ dans cette cession hautement controversée.

La situation est donc simple :

– soit le cadre réglementaire en vigueur doit être modifié pour permettre à BPIFrance (ainsi qu'aux autres investisseurs publics) d'imposer aux fonds dans lesquels elle investit de véritables obligations en matière sociale et économique, de protection de la souveraineté et de durée d'investissement. BPIFrance devrait alors s'assurer que les entreprises dans lesquelles ces fonds, à qui elle confie des capitaux publics, investissent, poursuivent un objectif compatible avec la mission d'intérêt général de BPIFrance ;

– soit l'activité de fonds de fonds doit être drastiquement limitée (hors capital-risque et capital-retournement, éventuellement), l'industrie du capital-investissement en France étant aujourd'hui pleinement développée et ne nécessitant plus le soutien de la puissance publique.

Enfin, *a minima*, une plus grande transparence de la part de BPIFrance doit être obtenue : elle doit publier la liste des fonds dans lesquels elle investit en précisant la nature du fonds, le sous-jacent (entreprises dans lesquelles le fonds investit) dans la mesure où le fonds l'autorise, et la thèse d'investissement, alors qu'elle se contente aujourd'hui de publier la seule liste des sociétés de gestion d'actifs partenaires.

**Recommandation n° 38 : Réduire drastiquement la part des capitaux investis en fonds de fonds ou donner la capacité à BPIFrance de disposer d'un droit de contrôle sur la gestion des investissements par les fonds dans lesquels elle investit.**

**Recommandation n° 39 : Publier la liste des fonds dans laquelle BPIFrance investit ainsi que la thèse d'investissement du fonds.**

### **C. LES ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ : L'INACTION TOTALEMENT ASSUMÉE DE BPIFRANCE**

BPIFrance n'a jamais réellement investi le champ du capital retournement. Sa doctrine d'intervention autorise exceptionnellement l'intervention en investissement direct dans les entreprises en difficulté et conduit BPIFrance à privilégier le soutien au capital retournement via son activité de fonds de fonds. Dans les faits, la rapporteure n'a connaissance d'aucune intervention directe de BPIFrance pour soutenir une entreprise stratégique en difficulté (en dehors du

soutien que BPIFrance apporte aux entreprises déjà en portefeuille). Mais même son activité de fonds de fonds en capital-retournement est très peu développée.

### **1. Des montants dérisoires investis dans les entreprises en difficulté**

Selon les éléments écrits transmis par BPIFrance, BPIFrance n'a investi depuis 2016, sur ses fonds propres ou pour le compte de l'État, que 193,7 millions d'euros pour le retournement d'entreprises en difficulté (hors fonds supplémentaires injectés par BPIFrance dans les entreprises déjà dans son portefeuille et dont la situation se dégrade). En 10 ans, BPIFrance a investi, pour le retournement d'entreprises en difficulté, l'équivalent de moins de 5 % du montant de ses souscriptions pour la seule année 2025, une véritable goutte d'eau dans un océan :

– BPIFrance gère le Fonds de fonds de retournement, lancé en 2014 dans le cadre du plan d'investissements d'avenir (PIA) et du programme France 2030 et doté de 124,5 millions d'euros. BPIFrance n'a pas été en mesure de consommer tous les crédits puisque seuls 112 millions d'euros ont été investis dans sept fonds, dont six fonds privés gérés par : Hivest CP pour deux d'entre eux, Prudentia Capital, Turenne qui gère le fonds régional des Hauts-de-France « Reboost », Aldebaran CP et Arcole ainsi qu'un fonds de renforcement des PME géré par BPIFrance elle-même. Les tickets de BPIFrance dans les six fonds privés varient entre 3,4 millions d'euros et 20 millions d'euros et représentent en moyenne un peu plus du tiers du montant global du fonds. La durée des fonds varie entre 9 et 12 ans.

– De 2008 à 2020, BPIFrance a souscrit 53 millions d'euros (ce montant comptabilise également le ticket dans le fonds « Reboost ») dont 18,4 millions d'euros depuis 2016, majoritairement en fonds propres, dans dix fonds régionaux et interrégionaux. Les tickets de BPIFrance dans ces dix fonds régionaux et interrégionaux, qui varient entre 0,5 million d'euros et 10,5 millions d'euros, représentent en moyenne un peu plus de 20 % de la taille des fonds ;

– À partir de 2021, BPIFrance assume pour l'État la gestion du Fonds France Relance État-Régions (FFRER), doté initialement de 250 millions d'euros, ramené à 190 millions d'euros, pour investir aux côtés des régions dans des fonds régionaux/interrégionaux de capital développement-transmission ou de rebond. Sur la période 2021-2025, BPIFrance a souscrit 70,1 millions d'euros dans huit fonds de rebond ayant permis de mobiliser au total 341 millions d'euros et d'accompagner 65 entreprises à ce jour.

### **2. Les prétextes des contraintes réglementaires et financières qui cachent mal des présupposés idéologiques : laisser faire la « destruction créatrice » !**

Pour BPIFrance comme pour les ministres successifs des Gouvernements du président Emmanuel Macron, plusieurs facteurs expliquent l'absence réelle d'intervention de BPIFrance sur le secteur du capital-retournement :

– premièrement, l’investissement dans des entreprises en difficulté est coûteux. Dans les fonds de retournement, la perte des capitaux investis atteindrait 30 % selon les informations transmises par le directeur général. Les pouvoirs publics n’auraient pas vocation à « socialiser les pertes » comme l’ont rappelé successivement tous les ministres auditionnés ;

– deuxièmement, le cadre réglementaire européen et national empêcherait BPIFrance de soutenir des entreprises en difficulté. La communication de la Commission relative à la notion d’« aide d’État » visée à l’article 107, paragraphe 1, du traité sur le fonctionnement de l’Union européenne (TFUE) <sup>(1)</sup> précise qu’une intervention publique en faveur d’une entreprise est susceptible d’être qualifiée d’aide d’État si l’intervention ne respecte pas le « test de l’investisseur » en économie de marché (réalisée à des conditions de marché ou, le cas échéant, *pari passu* avec des investisseurs privés significatifs). Par ailleurs, la doctrine d’intervention prévoit que BPIFrance intervient principalement par une prise de participation minoritaire.

Ces contraintes ne peuvent pas être niées mais elles n’expliquent pas seules la quasi-absence d’action de BPIFrance en soutien des entreprises en difficulté. Premièrement, le coût pour l’investisseur public dans le soutien d’une entreprise en difficulté doit être rapporté aux autres économies réalisées pour la collectivité (chômage, indemnités de licenciement) et le système productif en général (pertes de compétence et de savoir-faire, coûts de dépollution du site industriel, *etc.*).

En outre, c’est la responsabilité de BPIFrance que de n’avoir pas su ou voulu véritablement faire naître davantage d’équipes d’investisseurs, en interne comme dans d’autres sociétés de gestion.

L’activité du retournement nécessite beaucoup d’expérience et quelques échecs ne peuvent justifier le refus d’investir dans le capital retournement. Le directeur général de BPIFrance reconnaît lui-même que si les premiers fonds développés par les équipes de Développement et Partenariat, Perceva ou Vermeer, opérés en 2005 et 2014, ont connu des performances mitigées en raison de modèles mal pensés et d’équipes de gestion pas assez professionnelles, les nouveaux fonds de rebond donnent davantage satisfaction : « *Pour l’instant, la performance globale des nouvelles équipes de gestion est bonne. Certaines comptent d’ailleurs d’anciens membres du comité interministériel de restructuration industrielle. La filiation est intéressante. Arcole estime, par exemple, que 545 emplois directs ont été sauvés et quarante créés. Breizh Rebond, qui est un acteur du recouvrement, évalue à trois cents le nombre des emplois préservés entre 2021 et 2026, pour un portefeuille de dix entreprises.* » <sup>(2)</sup>

Par ailleurs, l’évocation de contraintes réglementaires appelle plusieurs remarques : la doctrine d’intervention de BPIFrance ne constitue pas un texte sacré,

---

(1) [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52016XC0719\(05\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52016XC0719(05)).

(2) *Idem.*

elle peut être modifiée. En outre, la requalification d'une intervention publique en tant qu'aide d'État n'est pas réhabilitoire. Les *Lignes directrices concernant les aides d'État au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté autres que les établissements financiers* 2014/C 249/01 de la Commission européenne <sup>(1)</sup> n'empêchent nullement de notifier l'aide d'État en la justifiant par un plan de restructuration crédible, par une aide limitée au minimum nécessaire, par une contribution propre significative et un partage adéquat des pertes par les investisseurs. Il était en outre de la responsabilité des gouvernements successifs de la France de plaider pour une modification du cadre réglementaire européen pour faciliter le soutien aux entreprises en difficulté. En tout état de cause, un investissement plus massif dans des fonds de retournement fortement encadrés par la puissance publique aurait également été possible. La priorité donnée aux start-up, dont certaines ont connu des échecs importants comme l'entreprise Ynsect, montre bien que BPIFrance est capable de prendre des risques et de ne pas toujours se comporter en « investisseur avisé ».

En réalité, ne pas assumer le redressement des entreprises qui ont un véritable potentiel relève d'un choix assumé. Les propos de M. Nicolas Dufourcq, particulièrement caricaturaux lors de son audition, ne laissent pas place au doute : *« Vous évoquez la question des fermetures d'entreprise et de la "destruction créatrice". De tels mouvements procèdent d'une conception plastique de l'économie, avec des entités qui vivent et d'autres qui meurent. Il n'est pas possible de vitrifier une économie : vouloir que la banque publique devienne une sorte d'"agence de pétrification de l'économie" (...). Cela s'appelle la nationalisation générale de l'économie ! »*

**La caricature d'entreprises qui souffrent d'une « maladie auto-immune grave », comme les a présentées le directeur général de BPIFrance, et qui ne mériteraient pas qu'on « brûle » de l'argent pour les redresser ne tient pas : évidemment, à aucun moment il ne peut être question de soutenir toutes les PME et ETI en redressement judiciaire.** Mais comme le rappelle M. Dominik Zwerger, fondateur du fonds Prudentia Capital, auditionné par la commission d'enquête : *« En 2024, 37 milliards d'euros ont été investis, en fonds propres et en infrastructures, dans les entreprises en bonne santé et moins de 100 millions d'euros dans les entreprises en difficulté. C'est là que le bât blesse : peut-on raisonnablement penser qu'il n'y a actuellement, en France, que 0,2 % ou 0,5 % des entreprises qui soient en difficulté »* <sup>(2)</sup> ?

### 3. Un soutien renforcé aux entreprises en difficulté est possible

**Replacer BPIFrance au centre de la vie des entreprises est possible, à plusieurs niveaux. BPIFrance ne doit pas se cantonner au financement des**

---

(1) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/> » *Je suis prêt à aller à la télévision dire aux Françaises et aux Français qu'on nous demande de brûler leur argent. Je vous assure que je le ferai* [TXT/?uri=CELEX:52014XC0731\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/?uri=CELEX:52014XC0731(01)) .

(2) Compte rendu n° 21 du 26 mars 2026.

**start-up de la « deeptech » mais elle doit aussi soutenir des industries structurantes et essentielles dans les secteurs de la chimie, de la sidérurgie ou de l'automobile.**

Une première évolution à cadre réglementaire constant est possible : en conservant la logique d'intervention via des fonds de fonds, BPIFrance pourrait largement renforcer le financement du capital-retournement en France tout en le conditionnant fortement, étant donné le manque d'intervention des capitaux privés. **Les fonds de rebond nationaux ou régionaux, s'ils étaient strictement encadrés, pourraient être davantage abondés. Si la rentabilité ciblée n'est pas différente de celle d'un fonds de capital-investissement classique, le modèle d'intervention d'un fonds de retournement « à la française » est nettement plus vertueux que le modèle des fonds vautours : la rentabilité de ces fonds réside entièrement dans le produit de la cession des entreprises, une fois redressées, la rémunération de l'équipe de gestion du fonds étant assurée par des frais de gestion fixes pris en charge par les investisseurs et non par l'entreprise.** Ces fonds ne facturent théoriquement aucun *management fee* ni prestations de conseil. BPIFrance pourrait d'ailleurs s'en assurer au moment de la souscription dans ces fonds. Pour être rentables, ces fonds devraient présenter des taux de succès nécessairement bien supérieurs à ceux de Mutares dans le redressement des entreprises et ne pas chercher à maximiser les remontées de trésorerie.

M. Dominik Zwerger propose ainsi de transposer l'initiative « Tibi »<sup>(1)</sup>, dédiée au financement des nouvelles technologies, par l'investissement de 500 millions d'euros à 1Md€ dans des fonds de retournement, ce qui permettait de constituer un écosystème performant en moins de 10 ans : « *Si l'on investissait de 500 M à 1 Md€ dans des fonds de situations complexes, avec un coût moyen de 50 000 euros par emploi sauvé, on pourrait stabiliser et développer plusieurs dizaines de milliers d'emplois industriels en France. Cela représenterait un impact équivalent à un point de PIB : un plan dédié aux entreprises en difficulté ferait remonter le poids de l'industrie dans le PIB de 10,5 % à 11,5 %* »<sup>(2)</sup>.

**Mais une action encore plus ambitieuse pourrait être mise en œuvre. BPIFrance ne doit plus s'interdire d'intervenir directement, y compris par des participations majoritaires au sein de certaines entreprises stratégiques. Elle doit modifier sa doctrine d'intervention et faire pression sur la Commission européenne pour faciliter les aides d'État en la matière.**

**Elle pourrait elle-même mettre en œuvre un fonds d'investissement de reconversion public, avec des équipes professionnalisées, pour les entreprises qui présentent clairement un potentiel de redressement.**

---

(1) L'initiative Tibi, lancée en 2019 par M. Philippe Tibi à la demande du gouvernement, est un programme visant à mobiliser les grands investisseurs institutionnels français (assureurs, mutuelles, fonds de pension) pour qu'ils investissent davantage dans les fonds de capital-risque et de croissance finançant les startups et scale-ups technologiques françaises. Elle a permis de flécher plusieurs milliards d'euros vers l'écosystème French Tech, dans l'objectif de réduire la dépendance des entreprises technologiques françaises aux financeurs anglo-saxons et asiatiques.

(2) Idem.

En Italie ou en Espagne, des fonds publics existent (le *Fondo per la salvaguardia dei livelli occupazionali e la prosecuzione dell' attività d'impresa* en Italie <sup>(1)</sup>, le *Fondo de Apoyo a la Solvencia de Empresas Estratégicas* en Espagne) et permettent de mobiliser des fonds privés à des niveaux importants.

***In fine*, à tous les moments de vie d'une entreprise (capital-risque, capital-développement, capital-transmission et capital-retournement), BPIFrance doit devenir une véritable banque publique qui définit clairement :**

– les objectifs économiques à poursuivre dans le cadre d'une planification écologique et sociale – en premier lieu, le refus d'une désindustrialisation subie passivement, coûteuse socialement, économiquement et environnementalement. En fixant ces objectifs clairs, BPIFrance pourra cibler des investissements dans les entreprises prioritaires pour la nation sans se cantonner au rôle d'actionnaire minoritaire passif ;

– les règles de gestion et d'investissement socialement responsable qui s'imposent à elle et à tous les co-investisseurs potentiels, en assumant une transparence totale de ses investissements.

C'est en revoyant de fond en comble la doctrine d'investissement de BPIFrance mais également en renforçant fortement ses capitaux propres que cette dernière pourra devenir une grande banque publique et démocratique centrée sur l'économie des besoins.

**Recommandation n° 40 : Revoir les missions légales de BPIFrance et sa doctrine d'investissement pour explicitement reconnaître le financement des entreprises industrielles en reconversion comme une mission d'intérêt général et y dédier des ressources propres et pérennes, proportionnées aux besoins. Créer un véritable fonds public de soutien aux entreprises en difficulté adossé à une planification industrielle et écologique. Faire de BPIFrance une banque publique et démocratique centrée sur l'économie des besoins.**

\*

\* \*

---

(1) Le *Fondo Salvaguardia Imprese* a été créé en mai 2020 avec une dotation initiale de 300 millions d'euros. Sa gestion est confiée à Invitalia, agence nationale d'attractivité des investissements détenue à 100 % par le ministère de l'Économie et des Finances – l'équivalent fonctionnel de BPIFrance. Son objectif est d'activer des capitaux privés et publics en soutien aux plans de restructuration des entreprises en difficulté. La participation du fond doit être minoritaire, l'intervention totale par opération ne peut dépasser 10 millions d'euros. L'opération est conduite conjointement et simultanément avec des investisseurs privés indépendants qui apportent au moins 30 % des ressources prévues ou avec l'entreprise elle-même qui garantit une contribution propre (au moins 25 % pour les petites entreprises, 40 % pour les moyennes, 50 % pour les grandes).

## EXAMEN EN COMMISSION

Lors de sa réunion du mardi 9 juin 2026, la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs a procédé à l'examen, puis au vote du projet de rapport, à huis clos.

**M. le président Emmanuel Mandon.** Notre commission d'enquête arrive au terme de ses travaux et nous allons procéder, à huis clos, à l'examen du projet de rapport. Ce projet a été mis en consultation la semaine dernière. Des copies sont à votre disposition à l'entrée de la salle et elles devront être restituées en fin de séance afin de préserver la confidentialité du rapport d'ici à sa publication éventuelle.

En notre nom à tous, je remercie chaleureusement notre rapporteure Aurélie Trouvé pour son engagement – d'une part, pour les quarante-six auditions ou tables-rondes que nous avons tenues, soit au total soixante-dix heures de travaux, d'autre part, pour les contrôles sur pièces et sur place et autres visites qu'elle a effectués. Ce projet de rapport est le fruit de ses réflexions et de contributions collectées à ces diverses sources.

Une commission d'enquête est une forme d'aventure commune. J'aurais aimé parfois qu'elle fût partagée par un plus grand nombre de collègues. Je remercie celles et ceux qui ont manifesté leur intérêt pour ses travaux. Notre rapporteure, sans jamais renoncer à ses fortes convictions, a contribué personnellement à leur sérénité.

Dans ce projet de rapport, elle expose ses thèses avec une ampleur nouvelle. Il nourrira le débat, nécessaire, sur le rôle des fonds d'investissement dans notre économie et sur un éventuel encadrement juridique de leur fonctionnement. Néanmoins le parti pris de dénonciation sans repentance qui a été choisi dans le rapport m'interroge. La charge menée contre plusieurs fonds d'investissement – dont je n'entends pas me faire le défenseur, loin s'en faut – ne permet pas, à mes yeux, de répondre complètement à cette question : pourquoi a-t-on eu et a-t-on encore besoin de ces fonds ? Ce n'est pas une question mineure.

**Mme Aurélie Trouvé, rapporteure.** Cette ultime réunion est l'aboutissement d'un travail collectif inédit. Je veux d'abord remercier toutes celles et ceux qui y ont contribué et, en premier lieu, le président Emmanuel Mandon, d'abord pour s'être attaché en permanence au bon fonctionnement de notre commission et avoir fait des propositions d'auditions extrêmement précieuses, ensuite pour son constant soutien face aux efforts de certains témoins pour passer entre les mailles de notre filet. J'ai vraiment pu compter sur lui. Mes remerciements vont bien entendu aussi aux administrateurs de l'Assemblée nationale pour leur indispensable travail. Je remercie évidemment les membres de la commission d'enquête qui, même si nous siégeons dans des groupes différents, ont contribué avec exigence à notre travail de contrôle parlementaire. Je remercie enfin toutes les

personnes auditionnées et, particulièrement, les représentants syndicaux des salariés, dont certains ont pris des risques importants en venant devant nous. Derrière les montages financiers, il y a des entreprises, des savoir-faire industriels et des salariés. Penser à eux m’a guidée pendant ces six mois et je veux leur rendre hommage.

Si ce travail est inédit, il l’est d’abord par sa nouveauté : on ne disposait d’aucune enquête parlementaire ni rapport administratif sur les fonds d’investissement et les pratiques de prédation d’un certain nombre d’entre eux au détriment d’entreprises françaises. Pourtant, nos investigations le révèlent : une grande partie de notre économie et de nos entreprises dépend désormais de ces fonds d’investissement.

Il est inédit, ensuite, par l’ampleur des investigations menées. Nous avons pu entendre les plus grands fonds d’investissement présents en France, des spécialistes reconnus de la finance, des dirigeants d’entreprises, des représentants de l’État, des salariés. Nous nous sommes rendus sur le terrain, par exemple à Commeny et dans la région lyonnaise, pour nous confronter aux réalités. Nous avons effectué un grand nombre de contrôles sur pièces et sur place – une dizaine, à commencer par Bercy, mais aussi à la banque publique d’investissement (BPIFrance), qui n’en avait jamais connu. Au terme de ces travaux, le constat est, pour moi, très clair : la montée en puissance des fonds d’investissement n’est absolument pas un phénomène marginal. Elle transforme profondément notre tissu productif et notre économie. Elle s’accompagne de multiples formes de prédation de nos entreprises, liées à la recherche de taux de rentabilité extrêmement élevés, bien plus que dans n’importe quel autre domaine de la finance.

J’en tire quatre enseignements principaux.

Premièrement, les opérations de rachat avec effet de levier (LBO) sont un facteur majeur de fragilisation des entreprises. J’en rappelle le principe : un fonds d’investissement contracte une dette pour racheter une entreprise, mais il ne la rembourse pas lui-même, il en transfère le poids sur l’entreprise et ses salariés. Dans de nombreux cas, cela se traduit par un endettement massif, excessif, des entreprises, des risques considérables de défaillance, une réduction drastique de l’investissement, une pression sur les salaires. De nombreux travaux d’économistes ont déjà été menés sur le sujet. Notre commission a enquêté sur deux cas en particulier, Kem One, entreprise de la chimie, et Cerba, le grand acteur des laboratoires d’analyses médicales. Les conclusions étaient très claires.

En second lieu, certains secteurs sont particulièrement exposés à cette prédation, notamment la santé – laboratoires de biologie médicale, radiologie, ophtalmologie, maisons de retraite. Nous ne pensions pas que le secteur médical était autant soumis à l’exigence de rentabilité des fonds d’investissement. C’est que des acteurs financiers parient sur le fait que l’État ne pourra pas laisser tomber des activités essentielles aux soins et profitent, par ailleurs, de l’argent de la sécurité

sociale. De mon point de vue, cette situation n'est ni économiquement saine ni socialement acceptable.

Troisièmement, les entreprises en difficulté constituent un terrain privilégié pour la prédation financière. Nous avons examiné plusieurs opérations de reprise : dans beaucoup de cas, les promesses de redressement servent davantage à organiser une extraction brutale de la trésorerie qu'à reconstruire durablement l'activité. Je pense par exemple au fonds Mutares, mais nous avons aussi examiné attentivement des mécanismes de financement dilutif comme celui des Ocabsa, dont d'ailleurs l'ancien ministre de l'économie Bruno Le Maire nous a dit qu'il ne connaissait pas le principe. Les cas du fonds Alpha Blue Ocean ou d'Europlasma illustrent les dégâts considérables qu'ils causent, pour les entreprises, les salariés, les fournisseurs et les actionnaires. Mais Alpha Blue Ocean fait partie des auditions que nous n'avons pas pu mener, puisque son fondateur est aux Bahamas.

Le quatrième enseignement, sans doute le plus important, est que cette situation est la conséquence de choix publics. Depuis plus d'une décennie, les gouvernements ont multiplié des mesures qui favorisent le développement du capital-investissement et de ses pratiques prédatrices. Il y a une absence quasi totale de règles prudentielles, au point que c'est le président de la Fédération bancaire française qui est venu dire au législateur qu'il fallait imposer aux fonds d'investissement les mêmes règles qu'aux banques. Il y a une immense faiblesse du contrôle public. Il y a surtout des avantages fiscaux accordés et des aides publiques versées dans des cas flagrants de prédation.

Nos travaux pointent, en particulier, le rôle de BPIFrance. Son directeur a été auditionné deux fois et je le remercie pour sa disponibilité, mais il en est ressorti que la banque publique d'investissement n'est pas du tout le levier de souveraineté économique et industrielle qu'on pourrait espérer. Au contraire, ma conclusion est qu'elle se comporte en investisseur financier privé comme les autres, en soutenant directement pour la moitié de ses fonds propres les fonds d'investissement, et en favorisant ainsi certaines pratiques prédatrices plutôt que d'agir comme un outil stratégique au service de l'intérêt général. Enfin, je dois mentionner que nos travaux interrogent grandement le rôle des tribunaux de commerce et de la justice commerciale.

Face à ces constats, le rapport formule quarante recommandations, regroupées en cinq orientations. Premièrement, mettre fin aux avantages fiscaux qui encouragent artificiellement l'endettement des entreprises, encadrer bien davantage les opérations à fort effet de levier et empêcher les LBO destructeurs d'entreprises. Deuxièmement, donner davantage de droits aux salariés afin qu'ils puissent être pleinement informés et associés aux décisions qui engagent l'avenir de leurs entreprises. Troisièmement, encadrer bien plus fortement les reprises d'entreprises en difficulté et empêcher les mécanismes financiers les plus spéculatifs, tels que les Ocabsa. Quatrièmement, renforcer notre souveraineté économique en élargissant fortement le contrôle des investissements étrangers et en protégeant nos secteurs

stratégiques. Enfin, réorienter profondément l'action de BPIFrance afin qu'elle devienne une banque publique des besoins productifs.

Pour conclure, cette commission n'a pas travaillé contre l'investissement ni contre l'entreprise, elle a travaillé contre la prédation. Ce rapport propose donc de reprendre le contrôle sur les mouvements de capitaux, sur les opérations les plus prédatrices et sur les secteurs stratégiques de notre économie, ainsi que de rendre aux salariés et à la puissance publique une place qu'ils ont progressivement perdue. Certaines de nos recommandations pourraient être mises en œuvre rapidement, par exemple dans le cadre du débat budgétaire. D'autres supposent des choix politiques plus profonds. C'est le cas d'une refondation de BPIFrance en banque publique des besoins. Toutes répondent à une même exigence : faire en sorte que l'argent soit de nouveau au service des besoins et de l'économie réelle et non l'inverse.

**M. le président Emmanuel Mandon.** J'invite ceux qui le souhaitent à prendre la parole, au nom de leur groupe ou à titre personnel. Chacun pourra également déposer une contribution personnelle d'ici demain, mercredi 10 juin, au soir.

**Mme Sophie-Laurence Roy (RN).** Le travail accompli par cette commission d'enquête mérite considération. La perte silencieuse de pans entiers de notre appareil productif, la cession d'entreprises stratégiques à des intérêts financiers étrangers, la fragilisation de bassins d'emplois constituent une préoccupation que notre groupe porte de longue date. Le cas de l'aciériste NovAsco, à l'origine de la création de cette commission, illustre cette réalité que la France a laissé filer une part de sa souveraineté industrielle.

Le rapport comporte quelques recommandations de bon sens, par exemple sur la nécessité de conditionner les aides publiques à des engagements vérifiables d'emploi et d'investissement, assortis d'un remboursement majoré en cas de manquement. Cela relève de la plus élémentaire rigueur. Étendre le contrôle des investissements étrangers en France aux secteurs industriels les plus sensibles est aussi un impératif de souveraineté. Recentrer BPIFrance sur des prises de participation directes au service des seules entreprises réellement stratégiques va aussi dans le bon sens.

En revanche, notre groupe ne peut approuver un rapport dont l'analyse d'ensemble repose sur une vision idéologique de l'économie. Il ignore la cause du problème. Si une entreprise est cédée à un fonds, c'est presque toujours faute d'avoir trouvé un repreneur industriel. Un dirigeant qui part à la retraite, une entreprise qui cherche un financement que les banques, contraintes par les accords de Bâle, lui refusent, n'ont souvent pas d'autre issue. Supprimer ou durcir la déductibilité des charges financières, alourdir la fiscalité des plus-values ou plafonner indistinctement les frais de gestion ne protégera pas nos entreprises : cela asséchera encore plus le financement dont elles ont besoin et précipitera leur disparition.

Ce rapport ignore en effet les causes structurelles de leur fragilité. Nos entreprises ploient sous les normes, les charges, une fiscalité de production qui n'a d'équivalent ni en Allemagne ni en Italie. Les représentants de France Industrie, du Medef et de la CPME l'ont rappelé devant la commission. Ce rapport ignore aussi un trait national déterminant : l'épargne des Français, massivement orientée vers l'assurance vie, se détourne des actions, surtout non cotées, ce qui prive nos PME et nos entreprises de taille intermédiaire d'investisseurs nationaux. Les fonds étrangers interviennent là où les fonds français ont renoncé.

En se focalisant sur des mécanismes financiers, la commission a négligé l'atout le plus puissant dont la France dispose pour défendre ses capacités productives : une électricité nucléaire abondante, pilotable, décarbonée et peu coûteuse. Les industries qui ont vacillé ces dernières années, la chimie avec Kem One, l'acier avec Novasco, sont d'abord des activités électro-intensives, frappées de plein fouet par la flambée des prix de l'énergie née de la crise de 2022 et des stupides règles européennes du marché de l'électricité. Le bilan électrique 2025 de Réseau de transport d'électricité (RTE) confirme que le nucléaire a couvert près des trois-quarts de notre production nationale et que la France demeure le premier exportateur net d'Europe.

Le Rassemblement national est cohérent. Tandis que d'autres veulent réguler la finance pour soigner les symptômes, nous proposons de rendre à la nation les moyens de sa puissance industrielle, par la relance du nucléaire avec de nouveaux réacteurs et la montée en puissance du parc existant, par l'instauration d'un prix national de l'électricité protégeant les familles et les entreprises, par la sortie des règles européennes de fixation des prix de l'énergie et par un soutien aux énergies renouvelables non intermittentes. Une industrie alimentée par une énergie nationale abondante et bon marché redevient attractive pour les repreneurs comme pour les investisseurs.

Le Rassemblement national entend mobiliser aussi d'autres leviers : la suppression des impôts de production, l'allègement des charges pesant sur l'emploi, la suppression des normes inutiles et enfin l'allègement de la fiscalité sur les dividendes des entreprises non cotées détenues par des personnes physiques, afin que l'épargne nationale s'oriente enfin vers le capital de nos entreprises plutôt que de fuir le risque.

Voter contre ce rapport reviendrait à nier la réalité d'une prédation qui ampute effectivement notre souveraineté industrielle. Voter pour reviendrait à cautionner un diagnostic et des remèdes idéologiques qui achèveraient de la condamner. Le groupe Rassemblement national s'abstiendra donc, fidèle à sa conviction que la France reconquerra sa souveraineté industrielle par la baisse des charges, la libération de l'énergie nucléaire et la confiance rendue à ceux qui produisent – et non par une défiance de principe envers le capital.

**M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP).** En premier lieu, je tiens à remercier le président et la rapporteure pour l'esprit de coopération exemplaire dans lequel ils

ont travaillé et nous ont permis à tous de le faire, alors que d'autres commissions d'enquête faisaient beaucoup de bruit en raison de leurs défaillances.

Sans surprise, je partage presque à 100 % le rapport de ma collègue Aurélie Trouvé. Au nom de mon groupe, je soulèverai deux points.

D'abord, sur le fond, il était indispensable d'établir ce diagnostic, cette cartographie de ce qu'est réellement le capitalisme contemporain. Certaines réalités sont apparues qui n'avaient pas été anticipées, comme l'importance des activités de santé parmi les cibles de cette finance prédatrice.

S'agissant ensuite du fonctionnement, nous devons tous être préoccupés par la façon dont certains ont cru pouvoir s'affranchir de leurs obligations à l'égard de la représentation nationale, que ce soit de simples particuliers – comme les fondateurs d'Alpha Blue Ocean, qui n'ont pas répondu à nos sollicitations – ou – et c'est probablement plus grave – le Premier ministre, qui n'a pas cru devoir créer les conditions de son audition sur ces sujets d'importance fondamentale. Nous avons auditionné l'ancien ministre Bruno Le Maire avec difficulté. Le Premier ministre avait le devoir de nous répondre concernant la souveraineté et les dossiers qu'il a pu connaître quand il était ministre des armées. Une commission d'enquête est un bel outil qui risque de perdre de sa pertinence si l'exécutif ne joue pas le jeu.

**M. Gérard Leseul (SOC).** Je vous remercie à mon tour pour la belle tenue de cette commission, ainsi que la rapporteure pour son initiative. Nous y voyons plus clair notamment en ce qui concerne la santé et l'ensemble des professions libérales. Les fonds d'investissement alternatifs commettent en France – c'est différent aux États-Unis – des excès qui, sans prendre la forme d'un péril systémique, appauvrissent de très nombreuses entreprises, dont la rentabilité est abîmée par le recours à ces fonds.

Face à ces dérives, des mesures ont déjà été prises. Le 11 décembre 2016 est entrée en vigueur la loi dite « Sapin 2 », dont un article visait à réguler l'action des fonds vautours sur le territoire français. De son côté, le Haut Conseil de stabilité financière a recommandé une plus grande transparence des fonds et une surveillance renforcée de l'effet de levier pour prévenir les crises financières. Mais – et c'est une conclusion utile de cette commission – le cadre législatif actuel s'avère insuffisant pour protéger les entreprises en difficulté contre les tactiques prédatrices. Aussi nous paraît-il nécessaire de renforcer les leviers de la régulation. Sans y revenir en détail, je remercie la rapporteure d'avoir mis en évidence les cinq grandes classes de mesures et les recommandations qu'il convient de déployer.

Nous partageons l'ambition de durcir les conditions de déductibilité fiscale liées à la dette des opérations de LBO. Il nous paraît indispensable de renforcer le droit et l'information des salariés, nous l'avons dit de très nombreuses reprises. Nous devons aussi mieux encadrer les reprises d'entreprise, qui sont de très bonnes occasions de prédation. Certes, les fonds d'investissement peuvent soutenir des

entreprises en développement, mais parfois ils s'organisent pour fragiliser les entreprises en cours de reprise afin de les absorber.

En ce qui concerne la souveraineté, nous ne pouvons qu'être d'accord avec un encadrement plus strict des investissements étrangers. Madame la rapporteure, nous partageons aussi beaucoup de vos recommandations sur la réorientation de BPIFrance comme outil de souveraineté nationale, de dynamisation de notre tissu industriel, voire de renouveau industriel. Mais avez-vous, en dehors des auditions, eu des contacts directs avec son directeur pour tester vos différentes recommandations ?

Nous réclamons fortement une régulation renforcée de l'ensemble des fonds d'investissement. Pour répondre à la question du président : oui, il faut parfois rechercher un investissement extérieur et ce n'est pas choquant en soi, mais il faut protéger tous les épargnants et toutes les entreprises face aux fonds vautours et aux fonds spéculatifs. Certes, il peut être difficile de faire la distinction entre un fonds bienveillant et un fonds vautour. C'était l'enjeu de la réflexion et des auditions de cette belle commission d'enquête.

**Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP).** J'ai apprécié le travail rigoureux mené par notre collègue Aurélie Trouvé mais aussi, monsieur le président, la liberté, que je n'ai pas connue dans toutes les commissions d'enquête, de nous exprimer et de jouer pleinement notre rôle. N'étant pas très familière de ces sujets, j'ai pu ici inscrire le constat que nous pouvons faire localement dans un tableau plus large, objectif et nullement idéologique, et comprendre précisément les mécanismes qui nous conduisent à tant de catastrophes. Ainsi, nous avons vu très concrètement comment s'y prenait le fonds Mutares pour piller les richesses des entreprises.

Révéler ces mécanismes permet de comprendre que tout ne tient pas à la fatalité : il existe bien un certain nombre de décisions et une latitude législative qui permettent à ces fonds d'agir comme ils le font. Nous sommes face aux résultats d'une forme de laisser-faire chère aux libéraux et censée bénéficier de manière naturelle à l'intérêt général – cette commission d'enquête a révélé l'inverse.

Elle recommande donc la régulation et l'interdiction d'un certain nombre de pratiques. On a mieux vu pourquoi la reprise par les salariés pouvait être écrasée par la force financière, mais aussi relationnelle, de ces fonds, souvent soutenus par la justice économique et commerciale. Par ailleurs, BPIFrance peut être un outil extrêmement précieux, mais il faut la refonder, qu'il s'agisse de ses objectifs ou de ses méthodes. Elle devra trouver toute sa place dans un pôle public bancaire dont j'espère, en tant que membre de La France insoumise, que nous pourrions le mettre en œuvre dès l'année prochaine.

Je renouvelle mes vifs remerciements à la rapporteure et au président, ainsi bien sûr qu'au personnel de l'Assemblée nationale pour son concours indispensable.

**M. le président Emmanuel Mandon.** Nous allons nous prononcer sur le projet de rapport, ce qui vaudra autorisation de publication.

La commission **adopte** le projet de rapport.

## **ANNEXE 1 : CONTRIBUTIONS DES GROUPES POLITIQUES**

### **Contribution du groupe Rassemblement National**

Les députés du Rassemblement National (RN) remercient l'ensemble des services de l'Assemblée nationale pour l'organisation de ces travaux.

Les fonds d'investissement, notamment étrangers, dont certains peuvent être qualifiés de vautours, sont la triste conséquence des politiques fiscales et économiques menées par les gouvernements successifs depuis tant d'années.

La grille de lecture purement idéologique et punitive retenue par la rapporteure, issue de la France Insoumise (LFI), passe totalement à côté des causes réelles du problème. Les fonds spéculatifs et les montages en LBO (Leveraged Buy-Out) agressifs ne sont pas la cause première de la ruine de nos entreprises : ces fonds ne font que profiter d'un corps déjà affaibli par des décennies de politiques macroéconomiques désastreuses. Il est d'autant plus schizophrène pour LFI de prôner sur le papier l'extension du contrôle des investissements étrangers aux secteurs industriels les plus sensibles tels que la sidérurgie, la métallurgie ou la chimie, alors même qu'elle vote toutes sortes d'entraves pour les faire disparaître.

Si nos fleurons industriels et nos pépites locales deviennent des proies faciles pour les fonds prédateurs étrangers, c'est avant tout parce que la France subit une désindustrialisation massive et systémique. Un chef d'entreprise ne vend bien souvent, malheureusement et tristement, à un fonds d'investissement que par pure absence d'autre repreneur ou d'acquéreur industriel. Nos entreprises souffrent structurellement de maux économiques majeurs que le gouvernement refuse de soigner.

D'une part, une fiscalité confiscatoire et asphyxiante, notamment par la hausse et le maintien à des niveaux aberrants des impôts de production et des charges, plombe la compétitivité de nos PME et ETI face à la concurrence internationale. D'autre part, une surcharge administrative insoutenable, liée à l'accumulation de normes complexes et bureaucratiques, crée une lourdeur qui décourage l'investissement productif.

LFI, à travers ses recommandations fiscales et réglementaires, telles que la suppression ou le durcissement de la déductibilité des charges financières ou l'interdiction de certains instruments de refinancement, aboutira à un résultat dramatique. En détruisant aveuglément la rentabilité des investissements, ces mesures vont tarir les dernières sources de financement français disponibles pour les entreprises en difficulté. Le résultat immédiat ne sera pas la protection de l'emploi, mais l'euthanasie immédiate et généralisée de nos entreprises fragiles, qui seront privées de soutien financier et conduites droit vers le dépôt de bilan et les procédures collectives.

Le RN prône une véritable stratégie de patriotisme économique combinant la libération de la production et la protection stratégique de l'État, comme il l'a montré lors de sa commission d'enquête visant à établir les freins à la réindustrialisation de la France. Il exige la suppression des impôts de production et un allègement massif des charges pesant sur l'emploi, afin de restaurer la rentabilité intrinsèque de nos entreprises et leur capacité d'autofinancement. Il est également urgent d'abroger les normes administratives superflues qui paralysent l'activité.

Pour éviter que nos entreprises tombent aux mains de fonds étrangers et pour relancer la réindustrialisation, les Français disposent d'une épargne abondante mais passive, massivement bloquée sur l'assurance-vie au détriment des actions non cotées. Mettre en place un fonds souverain et flécher le plan d'épargne retraite permettra d'apporter les capitaux tant nécessaires à nos entreprises et pour nos générations futures. L'indépendance de notre énergie, grâce au nucléaire, permettra d'obtenir un avantage compétitif à bas coût tout en étant décarbonée.

La souveraineté économique de la France ne se construira pas par des taxes supplémentaires ou des contraintes administratives accrues. Elle se fera en rendant à la France sa compétitivité, son attractivité, et en protégeant ses secteurs stratégiques avec la plus grande fermeté. Avec Marine et Jordan, le RN fera de la réindustrialisation une priorité : pour la souveraineté de notre pays, pour sa prospérité, pour sa puissance et son rayonnement.

\*

\* \*

### **Contribution des membres du groupe Socialistes et apparentés**

Dans un contexte où la financiarisation pèse toujours davantage sur nos économies et sur la vie de nos entreprises et de nos concitoyens, l'initiative parlementaire de rapport prise par Aurélie Trouvé au nom du groupe LFI prend toute sa place : celle du contrôle démocratique, de la transparence et de la promotion de l'intérêt général face aux logiques de court terme.

Le travail exigeant d'auditions, d'enquête et de contrôle, est apparu nécessaire et salutaire et la restitution qui en est faite dans ce rapport permet d'avancer des recommandations que nous partageons largement.

Les entreprises, notamment les ETI, les PME, et les entreprises en développement, ont parfois besoin de capitaux que les banques ne fournissent pas toujours ou pas suffisamment. Les fonds de capital-risque ou de capital-développement comblent ce manque en prenant des participations directes. Nous demandons cependant que ces activités soient régulées et fortement encadrées pour éviter les dérives.

Bien sûr, une distinction importante est à faire entre fonds d'investissement classiques (OPCVM, fonds de pension, fonds de capital-investissement) — dont l'utilité économique est largement reconnue — et fonds spéculatifs (hedge funds), dont les stratégies à effet de levier peuvent amplifier les crises plutôt que les amortir. C'est précisément ce que la commission d'enquête a mis en évidence.

Rappelons qu'aux USA, qui comptabilisent plus des 2/3 du total mondial des fonds spéculatifs, ces hedge funds (HF) ont pu, dans un passé récent, massivement utiliser des produits structurés adossés à des créances hypothécaires pourries, facilitant et amplifiant la propagation des crises. Ainsi celle des subprime de 2007-2008 qui a transformé une crise immobilière américaine en effondrement financier mondial nous rappelle le potentiel risque systémique lié au comportement procyclique de ces fonds.

En zone euro, les actifs totaux des hedge funds atteignaient environ 660 milliards d'euros au troisième trimestre 2025, soit près de 3 % du secteur des fonds d'investissement et 21,6% (environ 1 230 milliards de dollars) des actifs mondiaux de hedge funds. Et la directive européenne AIFM de 2011 impose aux gestionnaires de fonds alternatifs de respecter des règles en matière de transparence, d'évaluation des risques et de gouvernance.

La faible part des fonds spéculatifs domiciliés en France (0,6 % des FIA déclarés à l'AMF) qui abrite néanmoins quelques acteurs notables (CFM Stratus, fonds français, gérât 16,7 milliards de dollars avec déjà +14,2 % de performance en 2025), ne reflète pas leur influence réelle sur l'économie française, pour deux raisons :

- La plupart opèrent depuis Londres, Dublin ou Luxembourg tout en intervenant massivement sur les marchés français (OAT, CAC 40, dette d'entreprises).
- L'effet de levier démultiplie leur impact bien au-delà de leurs actifs propres.

En France, c'est notamment ce décalage entre domiciliation fiscale, impact économique réel et risque de prédation qui justifie le travail d'enquête parlementaire. En effet, les excès des fonds alternatifs prennent moins la forme de péril systémique que celle d'un appauvrissement de certaines entreprises dont la rentabilité est abimée voire ponctionnée par les remboursements de dettes.

Le Conseil de Stabilité Financière a d'ailleurs recommandé à plusieurs reprises une plus grande transparence de ces fonds et une surveillance renforcée du levier pour prévenir les crises financières. Et face aux potentielles dérives des HF ou fonds d'investissement, la France avait réagi dès décembre 2016 avec l'entrée en vigueur de la loi Sapin 2, dont un article vise spécifiquement à réguler l'action des fonds vautours sur le territoire français.

Le cadre législatif s'avère cependant aujourd'hui insuffisant pour protéger les entreprises en difficulté contre les tactiques prédatrices de certains fonds. Voici pourquoi il est nécessaire de renforcer les principaux leviers de régulation.

Nous partageons les éléments principaux mis en évidence par la rapporteuse :

- Mettre fin à certains avantages fiscaux de de ces fonds et notamment revoir les conditions de déductibilité fiscale liées à la dette des opérations de LBO notamment.
- Renforcer le droit à l’information des salariés.
- Encadrer les reprises d’entreprises par des fonds alternatifs.
- Renforcer la souveraineté nationale et européenne en encadrant davantage les investissements étrangers, notamment dans des secteurs stratégiques ou indispensables à notre bonne économie et à notre autonomie (santé, services conseil...)
- Réorienter une partie des activités de BpiFrance

Nous devons en effet renforcer l’encadrement de l’accès au marché, imposer aux gestionnaires de fonds de s’enregistrer auprès des autorités de marché (AMF en France, ESMA en Europe). La directive européenne AIFMD (2011, révisée en 2023) constitue à ce jour le cadre le plus abouti, même si des lacunes subsistent sur le levier et la fiscalité.

En complément et afin de limiter au maximum le risque systémique il conviendra de mieux :

- Identifier les fonds d’importance systémique (sur le modèle des banques SIFI) et les soumettre à des exigences renforcées.
- Encadrer des ventes à découvert en période de turbulences (possibilité de suspension temporaire).
- Impliquer le Conseil de stabilité financière (FSB) et des banques centrales dans la surveillance macro-prudentielle

Nous devons renforcer la transparence et le reporting aux autorités de régulation et de contrôle :

- Déclaration des positions courtes significatives
- Transmission régulière de données sur les expositions, la liquidité et le levier (reporting AIFMD en Europe)
- Surveillance des risques de concentration sur certains actifs ou secteurs.

L’effet de levier excessif étant le principal vecteur de risque systémique, il convient de renforcer les outils disponibles :

- Plafonnement du levier autorisé par type de stratégie
- Reporting périodique des positions et niveaux de levier aux régulateurs
- Plafonnement des marges imposées par les contreparties

De manière plus globale, concernant la lutte contre l'optimisation et la fiscalité, nous souhaitons accélérer les débats et les décisions sur :

- La taxation sur les transactions financières (TTF), dont le projet européen reste en suspens.
- La lutte contre le recours aux paradis fiscaux (Îles Caïmans, Luxembourg, Delaware) via les standards OCDE (BEPS, échange automatique d'informations) et des périmètres et définitions resserrés.
- L'encadrement des *carried interests* (taxation des plus-values des gérants au même niveau que les revenus ordinaires).

Ainsi à travers ces quelques exemples, nous réclamons une régulation renforcée, car si nos entreprises peuvent avoir besoin de financement extérieur et d'effet de levier, nous avons besoin de prudence, de modération dans les rémunérations attendues de ces investissements. Nous refusons le détournement prédateur de la valeur créée par les salariés et les dirigeants.

Bien sûr il existera toujours un risque de délocalisation vers des juridictions moins régulées mais dans notre économie nationale et européenne nous devons avoir un haut niveau de réduction du risque systémique et de la prédation qui détruisent nos emplois et la capacité d'investissement du moyen et long terme de nos entreprises. La confiance et la stabilité doivent permettre de susciter un investissement responsable.

Enfin la justice fiscale, moralement nous oblige, et bien que cela soit complexe, à distinguer les HF des autres véhicules d'investissement.

En synthèse, la régulation efficace des fonds spéculatifs repose sur trois piliers complémentaires : transparence (reporting aux régulateurs), maîtrise du levier (pour limiter les effets de contagion), et coordination internationale (pour éviter l'arbitrage réglementaire).

Nous partageons ainsi de nombreuses recommandations avec la rapporteure et notamment celles concernant le rôle de BpiFrance. Nous sommes favorables au renforcement d'un fonds public de dettes pour les entreprises en croissance et d'un fonds pour les entreprises en difficulté passagère, afin d'offrir une alternative éthique aux fonds spéculatifs dans le but de préserver la survie des entreprises et les emplois. De plus, à l'instar du modèle belge, la législation pourrait limiter le remboursement des fonds vautours au prix payé lors du rachat de la dette.

Enfin nous remercions la rapporteure Aurélie Trouvé pour ses travaux et ses recommandations ainsi que le président Emmanuel Mandon pour la qualité des auditions et des débats.

*Gérard Leseul, vice-président de la commission d'enquête*

*Laurent Lhardt, membre de la commission d'enquête*

*Anna Pic, membre de la commission d'enquête*

*Arnaud Simion, membre de la commission d'enquête*

## **ANNEXE 2 : CONTRIBUTIONS ÉCRITES REÇUES**

### **Contribution de Mme Elisa Martin, députée LFI de l'Isère, membre de la commission d'enquête**

En octobre 2024, mon équipe et moi-même rencontrons les salariés de l'entreprise Team Tex pour la première fois devant le tribunal de Grenoble. Ceux-ci étaient en lutte contre le fonds dit de "retournement" Mutares qui avait racheté l'entreprise dont ils étaient les salariés pour quelques jours encore seulement. Team Tex est un cas emblématique des méthodes prédatrices décrites dans ce rapport que Mutares a employées à maintes reprises : acheter l'entreprise en difficulté à bas prix en promettant de la remettre à flot, drainer ses fonds, vendre les machines et les murs, déposer le bilan et licencier les salarié-es au minimum légal. Ce cas est d'autant plus emblématique que la méthode a été appliquée de manière fulgurante. Seulement 10 mois séparent l'achat en décembre 2023 de la liquidation en octobre 2024. L'entreprise avait pourtant du potentiel puisqu'elle était en croissance et à la pointe sur la fabrication de sièges auto pour enfant. Nous découvrons ensuite grâce à Estelle Schneider que ces méthodes sont employées de manière systématique avec de nombreux rachats d'entreprises françaises, y compris de grandes entreprises nationales comme Lapeyre. Nous constituons ainsi un réseau composé de salariés, d'élus CSE, de syndicats et même d'entrepreneurs victimes des méthodes de Mutares ainsi que d'avocats et de journalistes. Ce réseau se mobilisera pleinement pour abonder la commission d'enquête de leurs témoignages.

Les méthodes du fonds de "retournement" sont parfaitement bien décrites dans ce rapport ainsi que les méthodes des nombreux autres fonds prédateurs évoqués. Nous aimerions simplement insister sur deux aspects structurels qui ont favorisé les abus et faire des propositions pour les limiter.

1. Les AGS, le régime de la garantie des salaires, permettent aux entreprises en liquidation de faire reposer le coût du licenciement sur la solidarité nationale puisqu'il repose sur une cotisation de tous les employeurs de droit privé. Mutares est actionnaire et non employeur des entreprises qu'il gère, il peut donc se reposer sur les AGS et n'assume pas les coûts de licenciement des entreprises qu'il liquide malgré des bénéfiques records. Ce processus est décrit plus en détail dans la partie du rapport les concernant. Nous proposons donc de réglementer davantage les conditions d'attribution des AGS en étendant l'analyse de solvabilité au groupe dans son ensemble et non seulement à la holding écran : l'entreprise liquidée en bout de course. En complément, nous proposons de créer un régime de recours légal pour l'AGS afin que celle-ci puisse

réclamer au groupe détenteur de l'entreprise en liquidation les fonds nécessaires pour assurer les coûts de licenciements qu'il est en capacité d'assurer.

2. Comme le montre à maintes reprises ce rapport, les tribunaux de commerce en France jouent un rôle décisif dans la vie économique. Ils ont cette particularité d'être composés de juges non professionnels, que l'on appelle « juges consulaires ». Il s'agit en effet de personnalités provenant du milieu du commerce. L'argument souvent avancé étant de mieux comprendre les problématiques donnant lieu aux litiges entre commerçants. Or, l'absence d'impartialité de ces juges est souvent relevée. Une décision rendue par un juge lié au milieu économique reste problématique et ne donne pas aux justiciables l'assurance d'une justice impartiale. Quand on sait que les juges consulaires des 134 tribunaux de commerce sont élus par leurs pairs dirigeants d'entreprises, on peut légitimement se demander s'il ne s'agit pas de « justice rendue par les commerçants et pour les commerçants ».

En dépit de multiples réformes, les dysfonctionnements des tribunaux de commerce et les soupçons de collusion au détriment des entrepreneurs perdurent. Une série d'affaires a permis de révéler des malversations de juges, d'administrateurs et de mandataires judiciaires. Une commission d'enquête parlementaire dans les années 1990 a permis de souligner, entre autres, la faible qualité des décisions rendues, la disponibilité insuffisante des juges pour contrôler les mandataires, les conflits d'intérêts ainsi que les bénéfices que le droit actuel permet aux mandataires de retirer de la liquidation des entreprises qui leur sont confiées.

Pour l'intérêt général, pour recouvrir et consolider notre souveraineté industrielle, nous proposons la suppression des tribunaux de commerce. Ce sont les pouvoirs publics qui doivent décider que l'emploi soit prioritairement préservé dans les procédures collectives et que les intérêts des salariés et de la souveraineté industrielle du pays soient protégés.

### **ANNEXE 3 : LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES**

*(par ordre chronologique)*

#### **Banque de France**

M. François Haas, directeur général adjoint de la direction générale de la stabilité financière et des opérations

Mlle Diane Griffon, chargée de mission aux côtés de Mme Véronique Bensaid-Cohen, conseillère parlementaire auprès du Gouverneur

#### ***Table-ronde avec des économistes spécialistes des fonds spéculatifs :***

- M. Ludovic Phalippou, Professeur de finances, Saïd Business School, Université d'Oxford
- M. Nicolas Bédu, maître de conférences en sciences économiques à l'université d'Artois et chercheur au LEM
- M. Olivier Darmouni, économiste financier et Professeur associé en finances à HEC Paris

#### ***Table-ronde avec les organisations syndicales :***

##### **– Force Ouvrière (FO)**

- Mme Rachèle Barrion, secrétaire confédérale en charge de l'économie et du service public
- Mme Pascaline Kerhoas, secrétaire générale de la fédération FO Finances

##### **– Confédération Générale du Travail (CGT)**

- M. Didier Chaix
- M. Jérôme Guillemin, délégués syndicaux de Kem One

##### **– Confédération française des travailleurs chrétiens (CFTC)**

- M. Sekou Niangado, délégué syndical de Natixis et conseiller du Président confédéral sur les questions de finances

##### **– Confédération française démocratique du travail (CFDT)**

- M. Fabien Guimbretière, secrétaire national responsable de la politique industrielle et de la politique des territoires

##### **– Confédération française de l'encadrement - Confédération générale des cadres (CFE-CGC)**

- M. Nicolas Blanc, secrétaire national « Transition économique »
- M. Hugo Bernard, chargé d'études « Transition économique »

**M. Mathias Thépot, journaliste**

***Audition des services de l'État en charge des restructurations industrielles :***

– **Mission interministérielle aux restructurations d'entreprises (DGE)**

- M. Gaëtan Rudant, délégué interministériel aux restructurations d'entreprises

– **Comité interministériel de restructuration industrielle**

- M. Guillaume Primot, secrétaire général

**Autorité des marchés financiers**

M. Sébastien Raspiller, secrétaire général

M. Philippe Sourlas, secrétaire général adjoint

Mme Laure Tertrais, directrice de cabinet de la présidente de l'AMF et conseillère parlementaire

***Table-ronde avec les organisations patronales :***

– **Mouvement des entreprises de France (MEDEF)**

- M. Dominique Chesneau, membre du comité de financement
- Mme My-Lan Nguyen, responsable du pôle « affaires publiques »
- M. François Gonnord, directeur de mission au pôle « Economie »

– **Union des entreprises de proximité (U2P)**

- M. Laurent Munerot, vice-président de l'U2P, président de la CNAMS
- M. André Paul Bahuon, président d'INTERFIMO, société de financement et de caution mutuelle, président d'honneur de la compagnie des conseils et experts financiers, membre de l'UNAPL, de formation commissaire aux comptes et expert-comptable
- Mme Thérèse Note, chargée des relations parlementaires

**M. Cyprien Boganda, journaliste**

***Audition conjointe :***

- M. Christophe Nijdam, membre du collège consultatif de l'Autorité bancaire européenne
- M. Didier Testot, directeur du média La Bourse et la Vie TV

**France Invest\***

Mme Sophie Paturle, présidente

M. Vincent Marinot, directeur général

**Table ronde avec des représentants de salariés :**

- Mme Estelle Schneider, membre CSE Bosch Mondeville
- M. Alexandre Habra, membre du CSE Lapeyre pour la CFTC
- M. Hervé Grillon, CGT Lapeyre
- M. Khaled Hemic

**Fonds d'investissement Mutares**

M. Henri-Pierre Garnier, président-directeur-général

**EQT Partners France**

M. Nicolas Brugère, président

Mme Rania Belkaia Belkahia, associée, partner, EQT Ventures, en charge des activités « Capital risque »

**Servier\***

M. Olivier Laureau, président

**Audition commune :**

– **Direction générale du Trésor**

- Mme Claire Cheremetinski, directrice générale adjointe
- M. Thomas Ernoult, chef du bureau « Contrôle des investissements étranger en France » (CIEF) au service des affaires multilatérales et du développement (SAMD)
- M. Sofien Abdallah, conseiller parlementaire et relations institutionnelles

– **Direction générale de l'Armement (DGA)**

- M. Benoît Laroche de Roussane, directeur de la direction d'industrie de défense
- Mme Juliette Dubreuil, Conseillère communication

**Table ronde réunissant des salariés des groupes Colisée\* et Cerba\* :**

- M. Frédéric Fischbach, président fédéral CFTC
- M. Frédéric Fischbach, président fédéral CFTC
- M. Pascal Decker, salarié à Cerballiance et représentant syndical CFTC
- M. Loïc Le Noc, secrétaire national en charge de la financiarisation à la fédération CFDT

**Tikehau Capital\***

M. Henri Marcoux, directeur général adjoint

M. Xavier Musca, président du conseil de surveillance

**Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC)\***

M. Philippe Vincent, président

M. Maximilien Mézard, directeur de cabinet et délégué général

**Conseil national des administrateurs judiciaires et Mandataires Judiciaires (CNAJMJ)\***

Mme Florence Tulier-Polge, présidente

M. François Legrand, vice-président

M. Sébastien Velez, directeur général

**Prudentia Capital**

M. Dominique Zwerger, président

M. Marc Hammani, Senior Advisor

**Saint-Gobain\***

M. Benoît Bazin, président-directeur-général

M. Dominique Azam, directeur des affaires institutionnelles

**Salariés de la Fonderie de Bretagne et des Forges de Tarbe**

M. Éric Guyomard, délégué CGT

M. Maël Le Goff, délégué CGT

Mme Josiane Frétier, ancienne représentante CGT

**Europlasma**

M. Jérôme Garnache-Creuillot, président-directeur général

M. Julien Morelle, secrétaire général

M. Laurent Collet-Billon, administrateur

**BPIFrance\***

M. Nicolas Dufourcq, directeur général

M. Jean-Baptiste Marin-Lamellet, directeur des relations institutionnelles

**Audition commune :**

**– France Industrie**

- M. Alexandre Saubot, président
- M. Jean-Philippe Thierry, directeur « Affaires économiques et Innovation »

**– Mouvement des entreprises de taille intermédiaires (Meti)**

- M. Frédéric Coirier, co-président du METI
- M. Alexandre Montay, délégué général du METI

**– Confédération des petites et moyennes entreprises (CPME)**

- M. Germain Simonneau, président de la commission financement des entreprises
- M. Lionel Vignaud, directeur des affaires économiques
- M. Adrien Dufour, responsable des affaires publiques

**Notaires conseils en entreprise**

M. Jérôme Cesbron, président

**BC Partners**

M. Cédric Dubourdieu, associé

M. Benjamin Dupuy, associé

**Conseil supérieur de l'Ordre des experts-comptables\***

M. Damien Charrier, président

M. Grégory Blin, directeur de Cabinet

**Tribunal des activités économiques de Paris**

M. Patric Sayer, président

M. Bertrand Kleinmann, vice-président

M. Patrick Coupeaud, président de chambre honoraire et président du comité juridique TDE

**Apollo Global Management**

M. Alex van Hoek, associé principal pour le capital-investissement européen

**GENEO Capital entrepreneur**

Mme Fanny Letier, co-fondatrice

**Commission européenne – DG Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union (Fisma)**

***Table ronde réunissant des représentants de salariés du groupe ATOS\* :***

- M. Lionel Arcidiacono, coordinateur adjoint FO
- M. Pierre Jean, coordinateur adjoint CFDT
- Mme Karine Dran, coordinatrice CFE-CGC
- M. Pascal Besson, coordinateur adjoint CGT
- M. Didier Moulin, délégué syndical central CGT
- M. Didier Moulin, délégué syndical
- M. Yazid Sabeg, lanceur d’alerte

**Direction du groupe ATOS\***

M. Philippe Salle, président-directeur général

**FHBX**

Mme Hélène Bourbouloux, administrateur judiciaire

***Audition commune :***

**– Direction Générale du Trésor**

- Mme Claire Cheremetinski, directrice générale adjointe
- Mme Oumnia Alaoui, secrétaire générale adjointe du comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri)
- Mme Camille Brueder, adjointe au chef du bureau Contrôle des investissements étrangers en France (CIEF) au Service des affaires multilatérales et du développement (SAMD)
- M. Sofien Abdallah, conseiller parlementaire et relations institutionnelles

**– Direction générale des entreprises (DGE)**

- M. Thomas Courbe, directeur général des entreprises
- M. Pierre-Marie Gaillard, adjoint au chef du Service de l’information stratégique et de la sécurité économiques (SISSE)
- M. Philippe Lagrange, délégué interministériel adjoint

**– Agence des participations de l’État (APE)**

- M. Alexis Zajdenweber, directeur général, commissaire aux participations de l’État
- M. Esteban Piard, adjoint au chef de cabinet

**ARDIAN**

M. François Jerphagnon, directeur général, membre du comité exécutif

M. Mathias Burghardt, directeur général délégué

### **Fédération bancaire française**

M. Daniel Baal, président

M. Francois Lefebvre, directeur général adjoint

Mme Laure Prevot, responsable affaires publiques

### **Europlasma**

M. Jérôme Garnache-Creuillot, président-directeur général

M. Julien Morelle, secrétaire général

M. Laurent Collet-Billon, administrateur

### ***Table-ronde, avec les représentants de plusieurs organisations professionnelles :***

#### **– Syndicats des biologistes (SDBIO)\***

- Dr François Blanchecotte, président

#### **– Syndicat National des Vétérinaires d’Exercice Libéral (SNVEL)\***

- Mr David Quint, président
- Mme Anne Daumas, directrice

#### **– Fédération Nationale des Médecins Radiologues (FNMR)\***

- Dr Franck Clarot, membre du Bureau national

#### **– Syndicat National des Ophtalmologistes de France (SNOF)\***

- Dr Julien Bullet, secrétaire général adjoint

**M. Bruno Le Maire**, ancien ministre de l’économie, des finances et de la souveraineté industrielle, énergétique et numérique

**M. Roland Lescure**, ministre de l’économie, des finances et de la souveraineté industrielle, énergétique et numérique

**M. Marc Ferracci**, député, ancien ministre chargé de l’industrie et de l’énergie

### ***Table ronde :***

#### **– Direction générale des entreprises (DGE)**

- M. Thomas Courbe, directeur général des entreprises
- M. Gustave Gauquelin, chef de service de l’information stratégique et de la sécurité économiques
- M. Gaetan Rudant, délégué interministériel aux restructurations d’entreprises

– **Direction générale du Trésor**

- Mme Claire Cheremetinski, directrice générale adjointe
- Mme Oumnia Alaoui, secrétaire générale adjointe du comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri)
- M. Grégoire Seguin, adjoint au chef du bureau Épargne et Marché financier au Service du financement de l'économie
- M. Sofien Abdallah, conseiller parlementaire et relations institutionnelles

– **Agence des participations de l'État (APE)**

- M. Alexis Zajdenweber, directeur général, commissaire aux participations de l'État
- M. Pierre Jeannin, directeur de participations
- M. Estéban Piard, adjoint au chef de cabinet

**Fédération des experts-comptables et commissaires aux comptes de France**

M. Emmanuel Gauzy, Président de la Fédération Nationale des Experts-Comptables et Commissaires aux Comptes de France (ECF)

M. Valentin Guenanen, Conseiller spécial du Président de la Fédération

**Direction générale pour l'armement (DGA)**

M. Patrick Pailloux, délégué général pour l'armement

M. Benoît Laroche de Roussane, directeur de l'industrie de défense

**BPI France\***

M. Nicolas Dufourcq

*\* Ces représentants d'intérêts ont procédé à leur inscription sur le répertoire des représentants d'intérêts de la Haute Autorité pour la transparence de la vie publique (HATVP), qui vise à fournir une information aux citoyens sur les relations entre les représentants d'intérêts et les responsables publics lorsque sont prises des décisions publiques.*

## **ANNEXE 4 : PERSONNES RENCONTRÉES HORS DU CADRE DES AUDITIONS PLÉNIÈRES**

*(par ordre chronologique)*

### **BPIFrance\***

Mme Adeline Lemaire, directrice exécutive de BPIFrance chargée des fonds de fonds

M. Boubakar Dione, directeur juridique Groupe

M. Benjamin Richard, directeur général adjoint de BPIFrance Investissement, chargé de mission auprès du directeur général

M. Stephen Fargis, directeur d'investissement

Mme Julie Poincheval, juriste

M. Jean-Baptiste Marin-Lamellet, directeur des relations institutionnelles

*\* Ce représentant d'intérêts a procédé à son inscription sur le répertoire des représentants d'intérêts de la Haute Autorité pour la transparence de la vie publique (HATVP), qui vise à fournir une information aux citoyens sur les relations entre les représentants d'intérêts et les responsables publics lorsque sont prises des décisions publiques.*



## ANNEXE 5 : CAS DE PRÉDATION PAR DES FONDS ANALYSES PAR LA COMMISSION D'ENQUÊTE

*(Par ordre alphabétique des fonds)*

Fonds (société de gestion)	Entreprise rachetée	Année d'acquisition	Domaine d'activité de l'entreprise	Nature de l'opération	Commentaire
Alpha Blue Ocean (ABO) via Europlasma	Fonderies de Bretagne	2025	Automobile	Retournement	Ces trois entreprises industrielles majeures en redressement judiciaire ont été rachetées par un groupe industriel lui-même en difficulté, Europlasma, financé par des produits financiers dilutifs (OCABSA) proposés par Alpha Blue Ocean, une société basée aux Bahamas et à Dubaï. Le plan d'affaires n'est pas respecté notamment à Valdunes et à Fonderie de Bretagne : les investissements n'ont pas eu lieu et la production a pris du retard.
Alpha Blue Ocean (ABO) via Europlasma	Forges de Tarbes	2021	Obus	Retournement	
Alpha Blue Ocean (ABO) via Europlasma	Valdunes	2024	Roues de train	Retournement	
Apollo Global Management	Kem One	2021	Chimie (PVC, soude)	LBO	Kem One est le principal exemple de LBO étudié par la commission. La dette supportée par le groupe est passée en quelques années de 10 M€ à plus de 700 M€ (dont 450 M€ supportés par la holding d'acquisition) depuis le rachat par Apollo.
Apollo Global Management	Verallia	2015	Emballage et fabrication de bouteilles en verre	LBO	Apollo acquiert Verallia en 2015 avec une participation minoritaire de Bpifrance du capital. Dès 2016, Apollo mène une opération de recapitalisation par dividende <sup>(1)</sup> malgré la présence de Bpifrance au conseil d'administration.
Aurelius Capital Management (allemand)	Office Dépôt France	2017	Distribution de fournitures de bureau	Retournement	Le rachat d'Office Dépôt France par Aurélius (fonds condamné dans une autre affaire) est un cas typique d'accapement d'une entreprise en difficulté par un fonds prédateur. Selon les syndicats UNSA et CFE-CGC, Aurelius a fait remonter près de 100M€ de trésorerie. La liquidation judiciaire de l'entreprise est prononcée par le tribunal de Lille en septembre 2021.

*(1) Une opération de recapitalisation par dividende (dividend recap) est une opération par laquelle une entreprise s'endette pour verser un dividende exceptionnel à ses actionnaires, leur permettant de récupérer tout ou partie de leur mise initiale sans céder leurs parts.*

Fonds (société de gestion)	Entreprise rachetée	Année d'acquisition	Domaine d'activité de l'entreprise	Nature de l'opération	Commentaire
BC Partners	Biogaran	2025 - 2026	Médicaments génériques	LBO	L'acquisition de Biogaran (30 % des génériques vendus en France, filiale de Servier) par BC Partners est un autre exemple de cession d'une entreprise française majeure du médicament à un fonds étranger. Bpifrance a pris une participation de 15% au capital de Biogaran.
Charterhouse Capital Partners (2007), après PAI Partners (2004)	Vivarte (La Halle, Naf Naf, André, Minelli, Pataugas...)	2004 (PAI) et 2007 (Charterhouse)	Distribution, prêt-à-porter et chaussures	LBO	Ces deux cas sont des exemples de grands groupes du prêt-à-porter fragilisés par des LBO successifs et des niveaux de dette astronomiques. Les deux groupes ont été conduits à la liquidation en 2021 pour Vivarte et 2022 pour Camaïeu)
Farallon, Carval, CVC, Cinven	Camaïeu	2005 et 2007 (LBO successifs)	Distribution, prêt-à-porter	LBO	
Clayton, Dubilier & Rice (CD&R)	Opella (filiale de Sanofi fabricant le Doliprane)	2024 - 2025	Médicament	LBO	La cession par Sanofi de 50% du capital d'Opella à CD&R est un exemple de cession d'une entreprise essentielle du secteur du médicament à un fonds anglo-saxon.
EQT	Cerba Healthcare	2021	Biologie médicale	LBO	L'acquisition de Cerba Healthcare en 2021 constitue un sixième LBO consécutif sur le groupe, avec un effet de levier significatif. C'est un cas emblématique de LBO en série dans le secteur de la santé avec un niveau de dette très élevé et des conséquences préjudiciables sur le fonctionnement des laboratoires et les salariés.
EQT	Colisée	2020	EHPAD	LBO	Le groupe Colisée constitue le quatrième opérateur d'EPHAD en France. Valorisé à 2 Mds€ en 2020 lors de son rachat par EQT, le surendettement du groupe a conduit les créanciers (dont Blackstone et KKR) à prendre le contrôle du groupe en 2025. C'est un exemple de la financiarisation du secteur du grand âge.
EQT	Saur	2018	Gestion de l'eau potable et assainissement	LBO	Saur est le troisième opérateur français de l'eau. Acquis par EQT en 2018 pour environ 1,5 Md€, le fonds a cédé une partie de sa participation à PGGM et DIF Capital Partners en 2023, illustrant l'intervention croissante des fonds d'infrastructure dans un secteur de service public régulé.

Fonds (société de gestion)	Entreprise rachetée	Année d'acquisition	Domaine d'activité de l'entreprise	Nature de l'opération	Commentaire
Greybull Capital	NovAsco (ex-Ascometal)	2024	Sidérurgie et aciers spéciaux	Retournement	Greybull a repris NovAsco à la barre du tribunal de commerce à l'été 2024 avec la promesse d'injecter 90 M€ aux côtés de l'État. Malgré plus de 80 M€ d'aides publiques, Greybull ne verse rien. La liquidation judiciaire de 3 des 4 sites est prononcée en novembre 2025. L'État assigne Greybull en justice en janvier 2026.
KKR (43 % du capital), CVC Capital Partners, Téthys Invest, Ardian, Mérieux Equity Partners, AXA et CNP Assurance	Elsan	2020	Hospitalisation privée (cliniques)	LBO	L'acquisition du groupe Elsan par le pool d'investisseurs constitue le 5 <sup>ème</sup> plus gros LBO français de tous les temps. C'est l'exemple par excellence de la prédation du secteur de la santé.
Lone Star	Polytechnyl	2026	Chimie	Reprise partielle / Liquidation	Lone Star ne reprend que les activités recherche et développement (brevets, effectifs) et commerciales de Polytechnyl, 90 % des 547 salariés sont licenciés. Ce cas illustre, avec celui de Kem One, la prédation du secteur de la chimie par les fonds.
Melqart Asset Management, D. E. Shaw & Co., Tresidor Investment Management	Atos	2024	Technologies de l'information et services numériques	Restructuration	La prise de contrôle d'Atos, qui constitue une des dix plus grandes entreprises de services du numérique au monde, par trois fonds anglo-saxons et une banque néerlandaise (ING) créanciers d'Atos à partir de 2024 dans le cadre de la restructuration de la dette du groupe témoigne du passage sous pavillon étranger d'actifs stratégiques sans contrôle IEF.
Mutares SA	Lapeyre	2020	Distribution, menuiserie, aménagement intérieur	Retournement	L'exemple de la reprise de Lapeyre par Mutares est un cas d'école de la prédation par le fonds de retournement allemand, étudié dans la partie II du rapport: responsabilité du cédant, faillite de la justice commerciale, remontées de trésorerie agressives (frais de conseils, frais de gestion), vente des actifs.
Mutares SA	Logiplast - TeamTex	2023	Équipements (sièges auto pour bébé)	Retournement	TeamTex est liquidé en quelques mois seulement après son acquisition par Mutares SA

Fonds (société de gestion)	Entreprise rachetée	Année d'acquisition	Domaine d'activité de l'entreprise	Nature de l'opération	Commentaire
					dans des circonstances douteuses.
Mutares SA	Walor Bordeaux (ex MMT-B)	2023	Sous-traitant automobile	Retournement	Racheté en 2023 par Mutares SA, les prêts que Walor Bordeaux a dû accorder à Ferrial United (autre entreprise du groupe Mutares) sont l'exemple typiques de flux de trésorerie intra-groupe douteux qui peuvent fragiliser les entreprises concernées.
Mutares SA	Artmadis	2012	Distribution de produits d'arts pour la table	Retournement	Ces trois entreprises ont toutes été rachetées par Mutares SA pour finir finalement en liquidation judiciaire.
Mutares SA	Grosbill	2015	E-commerce	Retournement	
Mutares SA	Pixmania	2013	E-commerce, électronique reconditionné	Retournement	
Mutares SA	Valti	N/C	Industrie, tubes en acier	Retournement	La liquidation de Valti un an et demi après sa cession par Mutares fait l'objet d'une enquête du parquet de Dijon.
Syntagma	Erasteel	2023	Sidérurgie, aciers spéciaux	Retournement	Vendue par le groupe Eramet à un fonds belge, Erasteel figure dans la liste des entreprises de la sidérurgie française en difficulté (suppression de 280 postes en novembre 2025, dont 190 à Commentry).
TowerBrook Capital Partners et Qatar Holding LLC	Infopro Digital (Groupes Gisi et Moniteur : <i>L'Usine Nouvelle, Le Moniteur, La Gazette des communes, Le Salon des maires, etc.</i> )	2023	Presse professionnelle	LBO	En mai 2023, TowerBrook réinvestit dans Infopro Digital via un quatrième LBO. Cette opération s'accompagne d'une entrée au capital de Qatar Holding LLC, filiale du fonds souverain qatari QIA. En mai 2026, 19 postes de secrétaires de rédaction sont supprimés en lien avec l'usage de l'intelligence artificielle.
Tikehau Capital, Amundi, IDIA Capital Investissement, Arkéa Capital	LMB Aerospace	Acquisition en 2022, revente à Loar Group fin 2025	Aéronautique	LBO	LMB Aerospace a été revendu au groupe américain Loar Group seulement trois ans après son rachat par un consortium de fonds français Ce cas démontre que la rentabilité recherchée par les fonds d'investissement prime sur toute autre considération, en particulier de souveraineté.