



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 ⁽¹⁾

*sur la **prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs**,*

Président

M. EMMANUEL MANDON

Rapporteure

MME AURÉLIE TROUVÉ

Députés

TOME II

COMPTES RENDUS DES AUDITIONS

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
COMPTES RENDUS DES AUDITIONS MENÉES PAR LA COMMISSION D'ENQUÊTE	7
1. Audition de M. François Haas, directeur général adjoint de la stabilité financière et des opérations, et Mme Diane Griffon, chargée de mission à la Banque de France (22 janvier 2026)	7
2. Audition, dans le cadre d'une table-ronde, de MM. Nicolas Bédu, maître de conférences (université de Montpellier), Olivier Darmouni, Professeur (HEC), et Ludovic Phalippou, Professeur (université d'Oxford, Saïd Business School) (22 janvier 2026)	19
3. Audition, dans le cadre d'une table-ronde, diverses organisations syndicales (29 janvier 2026)	40
4. Audition de M. Mathias Thépot, journaliste (29 janvier 2026)	66
5. Audition de MM. Gaëtan Rudant, délégué interministériel aux restructurations d'entreprises (direction générale des entreprises), et Guillaume Primot, secrétaire général du comité interministériel de restructuration industrielle (direction générale du Trésor) (29 janvier 2026)	73
6. Audition de MM. Sébastien Raspiller, secrétaire général, et Philippe Sourlas, secrétaire général adjoint (direction de la gestion d'actifs) de l'Autorité des marchés financiers (AMF) (29 janvier 2026)	88
7. Audition, dans le cadre d'une table-ronde, diverses organisations patronales (5 février 2026)	104
8. Audition de M. Cyprien Boganda, journaliste (5 février 2026)	121
9. Audition de MM. Christophe Nijdam, membre du collège consultatif de l'Autorité bancaire européenne, et Didier Testot, directeur du média La Bourse et la Vie TV (12 février 2026)	131
10. Audition de Mme Sophie Paturle, présidente, et M. Vincent Marinnet, directeur général de France Invest (12 février 2026)	147
11. Audition de représentants de salariés (19 février 2026)	164
12. Audition de MM. Henri-Pierre Garnier, président, et André Calisti, conseiller du <i>Board</i> du fonds d'investissement Mutares France (19 février 2026)	179
13. Audition de M. Nicolas Brugère, associé, directeur du bureau de Paris d'EQT Partners France (26 février 2026)	204
14. Audition de M. Olivier Laureau, président du groupe Servier (26 février 2026)	221
15. Audition conjointe, à huis clos, de la direction générale du Trésor et de la direction générale de l'Armement (26 février 2026)	231
16. Audition de représentants de salariés (26 février 2026)	246
17. Audition de MM. Henri Marcoux, président de Tikehau Investment Management et Xavier Musca, président du conseil de surveillance de Tikehau Capital (26 février 2026)	265

18. Audition de M. Philippe Vincent, président de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) (26 mars 2026).....	284
19. Audition de Mme Florence Tulier-Polge, présidente, M. François Legrand, vice-président, et M. Sébastien Velez, directeur général du Conseil national des administrateurs judiciaires et mandataires judiciaires (CNAJMJ) (26 mars 2026)	297
20. Audition de M. Dominik Zwerger, associé, fondateur de Prudentia Capital (26 mars 2026)	312
21. Audition de M. Benoît Bazin, président-directeur général de Saint-Gobain (26 mars 2026)	325
22. Audition de salariés de la Fonderie de Bretagne et des Forges de Tarbe (2 avril 2026).....	345
23. Audition de MM. Jérôme Garnache-Creuillot, président-directeur général, Julien Morelle, secrétaire général, et Laurent Collet-Billon, administrateur d'Europlasma (2 avril 2026)	364
24. Audition de M. Nicolas Dufourcq, directeur général de BPIFrance (9 avril 2026).....	395
25. Audition, dans le cadre d'une table-ronde, des représentants de France Industrie, du Mouvement des entreprises de taille intermédiaires (Meti) et de la Confédération des petites et moyennes entreprises (CPME) (9 avril 2026)	419
26. Audition de M. Jérôme Cesbron, président de Notaires conseils d'entreprise (NCE) (9 avril 2026)	436
27. Audition de M. Cédric Dubourdieu, associé, responsable pour la France de BC Partners (9 avril 2026).....	444
28. Audition de M. Damien Charrier, président du président du Conseil national de l'Ordre des experts-comptables (9 avril 2026).....	464
29. Audition de M. Patrick Sayer, président du tribunal des activités économiques de Paris (16 avril 2026)	474
30. Audition de M. Alex van Hoek, responsable pour l'Europe des investissements en <i>private equity</i> chez Apollo Global Management (16 avril 2026).....	492
31. Audition de représentants de la direction générale de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés des capitaux (DG FISMA) de la Commission européenne (16 avril 2026).....	506
32. Audition, dans le cadre d'une table-ronde, des représentants de salariés du groupe Atos (17 avril 2026)	514
33. Audition de M. Philippe Salle, président-directeur général d'Atos (17 avril 2026).....	544
34. Audition de Mme Hélène Bourbouloux, administratrice judiciaire et associée gérante FHBX (23 avril 2026)	568
35. Audition, dans le cadre d'une table-ronde, de représentants de la direction générale du Trésor, de la direction générale des entreprises (DGE) et de l'Agence des participations de l'État (APE) (23 avril 2026)	584
36. Audition de MM. Mathias Burghardt, directeur général délégué du groupe Ardian, président du directoire d'Ardian France et François Jerphagnon,	

membre du comité exécutif du groupe Ardian, directeur général du directoire d'Ardian France (23 avril 2026)	610
37. Audition de MM. Daniel Baal, président, et François Lefebvre, directeur général adjoint de la Fédération bancaire française (23 avril 2026)	622
38. Audition de MM. Jérôme Garnache-Creuillot, président-directeur général, Julien Morelle, secrétaire général, et Laurent Collet-Billon, administrateur d'Europlasma (23 avril 2026)	635
39. Audition, dans le cadre d'une table-ronde, de représentants d'organisations professionnelles (23 avril 2026).....	653
40. Audition de M. Bruno Le Maire, ancien ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique (30 avril 2026).....	669
41. Audition de M. Roland Lescure, ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle, énergétique et numérique (30 avril 2026).....	703
42. Audition de M. Marc Ferracci, député, ancien ministre chargé de l'industrie et de l'énergie (30 avril 2026).....	734
43. Audition conjointe de la direction générale du Trésor, de la direction générale des entreprises et de l'Agence des participations de l'État (6 mai 2026)	754
44. Audition de représentants de la Fédération des experts-comptables et commissaires aux comptes de France (7 mai 2026).....	770
45. Audition de MM. Patrick Pailloux, délégué général de l'armement (DGA), et Benoît Laroche de Roussane, directeur de l'industrie de défense (7 mai 2026)....	782
46. Audition de M. Nicolas Dufourcq, directeur général de BPI France (21 mai 2026)....	806

COMPTES RENDUS DES AUDITIONS MENÉES PAR LA COMMISSION D'ENQUÊTE

Les auditions sont présentées dans l'ordre chronologique des séances tenues par la commission d'enquête.

Les enregistrements vidéo des auditions ouvertes à la presse sont disponibles en ligne à l'adresse suivante : <https://assnat.fr/NJ8UFz>

1. Audition de M. François Haas, directeur général adjoint de la stabilité financière et des opérations, et Mme Diane Griffon, chargée de mission à la Banque de France (22 janvier 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous débutons aujourd'hui les travaux de notre commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. Je comprends et partage le sentiment, l'émotion, l'incompréhension, voire le scandale, que peuvent susciter certaines opérations de pure prédation dont sont victimes des entreprises françaises. Si notre commission d'enquête parvient à faire la lumière sur ces comportements et leurs causes, nous aurons fait œuvre utile.

Mais je vois également une autre utilité à notre commission d'enquête. Tout en permettant de caractériser certains mécanismes effectivement spéculatifs, nos travaux pourraient aussi conduire à reconnaître que d'autres systèmes, par leurs investissements, soutiennent des entreprises en besoin de financement. Ils agissent ainsi pour le plus grand bien de l'emploi et de la réindustrialisation de notre pays.

Je souhaite la bienvenue à M. François Haas, directeur général adjoint de la stabilité financière et des opérations de la Banque de France, ainsi qu'à Mme Diane Griffon, chargée de mission auprès du gouverneur. La Banque de France exerce des missions essentielles de surveillance du comportement des acteurs financiers et non financiers. Elle procède à l'évaluation des risques d'ordre macroéconomique. À ce titre, il lui appartient en particulier de porter un regard sur le comportement d'intervenants non bancaires, comme les fonds d'investissement. L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) joue, à cet égard, un rôle essentiel.

La Banque de France est particulièrement bien placée pour établir une typologie des fonds d'investissement. Elle peut également porter une appréciation sur les schémas de financement retenus par ceux-ci pour investir dans les entreprises. Elle devrait donc pouvoir mesurer l'impact de l'intervention de ces fonds sur l'emploi et la productivité des entreprises. Pour l'ensemble de ces raisons, nous avons hâte de vous entendre sur ces sujets.

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

(Mme Griffon et M. Haas prêtent serment).

M. François Haas, directeur général adjoint de la stabilité financière et des opérations de la Banque de France. Je vous remercie de nous auditionner aujourd'hui, en précisant néanmoins que je ne serai sans doute pas en mesure de répondre à toutes vos questions, compte tenu de la particularité de l'approche de la Banque de France.

Cette approche est spécifique et s'effectue par le prisme de la stabilité financière, à travers lequel nous analysons le fonctionnement du système financier dans ses différentes composantes, ainsi que ses implications pour le financement de l'économie, qu'il s'agisse des entreprises ou des ménages.

Cette évaluation macrofinancière s'effectue à l'échelle globale et vise à prévenir les risques systémiques susceptibles de compromettre la stabilité. Elle se décline ensuite de manière sectorielle, notamment par la surveillance des banques, qu'elle soit macroprudentielle ou microprudentielle, mais elle s'applique également au secteur des assurances. Cette mission incombe à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) pour ce qui concerne les établissements bancaires et les assurances. Quant aux fonds d'investissement, leur supervision relève principalement de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Nous suivons également les infrastructures de marché et, plus largement, les évolutions observées sur les marchés financiers, qu'il s'agisse des comportements ou des ajustements réglementaires. Notre rôle en la matière consiste à préserver la résilience du système financier, afin qu'il puisse continuer à remplir ses fonctions, même en période de stress ou face à un choc, et qu'il demeure capable de financer l'économie dans des conditions satisfaisantes.

Pour atteindre cet objectif, nous disposons de plusieurs leviers. Il s'agit d'abord de notre participation active à l'élaboration du cadre réglementaire, qu'il soit national, européen ou international. Il s'agit ensuite du suivi permanent (monitoring) des marchés et du système financier dans son ensemble. Enfin, notre action s'inscrit dans le sillage des travaux et décisions du Haut-Conseil de stabilité financière, instance qui réunit les autorités publiques autour du ministre de l'économie et qui peut formuler des recommandations ou adopter des mesures contraignantes à l'égard des institutions financières.

L'approche macroprudentielle que nous développons complète l'approche microprudentielle portée par l'ACPR et l'AMF. À cet égard, le pôle de stabilité financière de la Banque de France, dont j'ai la responsabilité, est un pôle partagé avec l'ACPR, afin de conjuguer nos expertises respectives.

Permettez-moi maintenant d'aborder la taxonomie des entités financières non bancaires, et plus particulièrement des fonds d'investissement, qui vous intéressent. Ces fonds relèvent de ce que l'on appelle l'« intermédiation financière

non bancaire », un univers vaste qui englobe toutes les interventions sur les marchés qui ne sont pas le fait des banques. Ce secteur a connu une croissance significative au cours des dix à quinze dernières années. Il regroupe des acteurs variés : des compagnies d'assurance, des fonds d'investissement et d'autres entités intervenant sur les marchés financiers. Chacun de ces acteurs obéit à des règles spécifiques et relève de superviseurs distincts, en raison de la diversité de leurs modes de fonctionnement.

La croissance la plus marquée concerne aujourd'hui les fonds d'investissement. Cette catégorie recouvre des réalités très diverses, depuis des fonds ouverts accessibles aux particuliers, comme les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), jusqu'aux fonds semi-fermés ou fermés, certains étant réservés à des investisseurs professionnels en raison des risques et de la complexité des structures proposées. On y trouve également les hedge funds, souvent qualifiés de « fonds spéculatifs », ainsi que le private equity, qui inclut le capital-risque et le capital-investissement (venture capital). Ces segments connaissent un essor considérable et viennent compléter le financement bancaire par des financements de marché, en lien direct avec les investisseurs.

Un développement récent mérite également d'être souligné. Il concerne des fonds de crédit privé ou de dette privée (private debt).

Ces structures, bien que soumises à la réglementation, financent directement des entreprises sans passer par le crédit bancaire traditionnel.

Cette évolution illustre la montée en puissance de l'intermédiation financière non bancaire (IFNB ou NBFI, Non-Bank Financial Intermediation), que l'on appelait autrefois le shadow banking, la « finance de l'ombre ». Aujourd'hui, cette « ombre » s'est largement dissipée, même si les réglementations internationales demeurent moins harmonisées que celles qui encadrent le secteur bancaire. Selon les estimations du Financial Stability Board, l'organisme international qui coordonne les travaux et les réflexions en matière financière, les actifs financiers gérés par ce vaste secteur atteignent plus de 21 000 milliards d'euros (Md€) à l'échelle mondiale, soit plus de la moitié des actifs financiers.

Les fonds d'investissement se répartissent en plusieurs catégories. Les fonds ouverts non alternatifs (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities, UCITS), qui correspondent aux OPCVM en France, sont des fonds ouverts accessibles au public. Les Alternative Investment Fund Managers (AIFM), ou fonds de gestion alternative, regroupent les fonds fermés ou semi-fermés, parmi lesquels figurent les fonds de private equity, les fonds de capital-investissement, les hedge funds et les fonds monétaires. Ces derniers sont particulièrement surveillés, car ils entretiennent des liens étroits avec le système bancaire et peuvent, en cas de tension, exercer un effet déstabilisateur sur celui-ci.

Les réglementations applicables à ces fonds sont hétérogènes. Elles sont très strictes pour les UCITS, mais plus souples pour les fonds alternatifs. À ce sujet, il faut rappeler que les règles ont été conçues initialement pour protéger l'investisseur et non pour garantir la stabilité financière. Or les superviseurs et les régulateurs, dont les banques centrales, s'attachent particulièrement à cette stabilité financière,

dans le cadre d'une approche macroprudentielle, afin d'éviter que ces acteurs ne deviennent des vecteurs d'instabilité.

Cette situation est au cœur des travaux menés aux niveaux européen et international. Il s'agit ainsi de faire en sorte que ces fonds contribuent positivement au financement de l'économie sans pour autant créer des risques d'instabilité financière. En France, l'AMF est l'autorité compétente pour la supervision des fonds d'investissement, mais la coordination entre les différentes instances est essentielle. Elle s'opère notamment au sein du Haut-Conseil de stabilité financière, qui réunit la Banque de France, l'ACPR, l'AMF, l'Autorité des normes comptables, la direction générale du Trésor, des personnalités qualifiées et le ministre des finances. Cette coordination passe, à l'échelle européenne, par le Comité européen du risque systémique (European Systemic Risk Board, ESRB) et, au niveau international, par le Conseil de stabilité financière (FSB).

Les fonds ouverts réunissent les montants d'actifs sous gestion les plus élevés, qu'il s'agisse de fonds monétaires, de fonds en actions, de fonds obligataires, de fonds mixtes et de fonds immobiliers. Une autre catégorie relève de la gestion alternative, c'est-à-dire les fonds de private equity, de venture capital ou les fonds à « effet de levier » (Leveraged Buy-Out, LBO). C'est dans cette dernière catégorie que l'on trouve les fonds que certains qualifient de fonds « vautours », qui ne constituent cependant qu'une petite partie au sein des fonds d'investissement.

Quels sont les risques surveillés par la Banque de France ? Le premier concerne le risque de liquidité. En effet, lorsqu'un fonds promet à ses investisseurs une disponibilité rapide de leurs avoirs, mais que les actifs qu'il détient ne sont pas liquides dans les mêmes délais, un déséquilibre apparaît, susceptible de provoquer des tensions.

Le second risque est lié au levier, c'est-à-dire la capacité des fonds à s'endetter pour investir : plus ce levier est élevé, plus la structure financière du fonds est vulnérable en cas de variation des taux ou de restriction de l'accès au financement. Le troisième risque, le plus difficile à cerner précisément, a trait aux connexions des acteurs de l'IFNB avec le système bancaire : les banques peuvent financer des fonds ou détenir des parts de ces fonds, créant ainsi des liens qui, en cas de crise, peuvent amplifier les chocs.

Pour évaluer les risques, nous suivons plusieurs indicateurs, comme la composition des actifs, la part des actifs liquides, l'exposition sectorielle, la concentration géographique, la similitude des stratégies entre fonds, le niveau de levier et la nature des investisseurs.

À ce titre, nous accordons aujourd'hui une attention particulière à l'exposition des fonds d'investissement au secteur de l'intelligence artificielle, en particulier aux États-Unis où les valorisations ont fortement progressé. Nous nous efforçons de nous assurer qu'il n'existe pas de phénomène de concentration excessive qui viendrait fragiliser ces fonds. Nous exerçons également un suivi des pays dans lesquels ces fonds sont investis, afin d'évaluer à nouveau les risques de concentration ou les risques géopolitiques. Ces analyses sont menées dans une perspective macroprudentielle : il ne s'agit pas d'examiner la stratégie d'un fonds

particulier, mais de prévenir les déséquilibres susceptibles de menacer la stabilité globale.

L'importance de ces fonds pour le financement de l'économie est indéniable. En France, la part de la finance non bancaire dans le financement global est stable depuis plusieurs années, représentant environ un tiers des ressources. Cette proportion illustre le rôle complémentaire que jouent ces acteurs aux côtés des banques. Elle s'est renforcée lors des périodes de crise, notamment pendant la pandémie, lorsque les politiques monétaires accommodantes (quantitative easing) ont permis de maintenir des conditions de financement favorables.

Compte tenu de l'insertion de l'économie française dans l'économie européenne et internationale, compte également tenu du développement international du système financier français, nous sommes vigilants face quant aux interconnexions et à l'exposition du système financier domestique aux risques internationaux.

S'agissant du financement des sociétés non financières, je rappelle qu'une partie non négligeable des actions cotées et émises par les sociétés françaises sont en réalité détenues par ces sociétés elles-mêmes. Par ailleurs, nous avons constaté, au cours des années récentes, un très fort dynamisme des fonds de capital d'investissement sous leurs différentes formes. Le marché français est relativement actif en Europe, qu'il s'agisse de capital-risque, de capital-investissement ou de LBO.

Sur ce dernier point, une étude récente de la Banque de France sur les LBO souligne la difficulté à caractériser de façon globale l'impact des stratégies de LBO sur les entreprises, chaque cas étant particulier. Certains se déroulent bien, d'autres aboutissent à des « accidents industriels » (comme l'actualité récente l'atteste). Par définition, le LBO conduit à fragiliser, a priori temporairement, la structure d'une entreprise à travers l'endettement. Cette technique s'avère parfois payante, parfois perdante, et il est extrêmement difficile de tirer des enseignements globaux sur l'impact de ce type de stratégie.

M. le président Emmanuel Mandon. Comment évaluez-vous l'exposition de notre système financier aux fonds d'investissement français ? Disposez-vous d'outils et de données suffisants pour suivre l'endettement réel des entreprises sous LBO, notamment concernant le risque de refinancement à long terme ?

Quelles améliorations seraient, selon vous, nécessaires ? Dans un contexte de taux durablement plus élevés, identifiez-vous des signaux d'alerte spécifiques liés à certaines stratégies de private equity ? Quels leviers macroprudentiels pourraient être mobilisés ainsi pour protéger l'économie réelle ?

M. François Haas. Le système français, comme le système européen dans son ensemble, est caractérisé par la prédominance du financement bancaire de l'économie.

Simultanément, les fonds d'investissement et la finance non bancaire se développent. Ce sujet s'inscrit pleinement dans la stratégie européenne visant à développer l'Union pour l'épargne et l'investissement. L'objectif consiste à

encourager le rôle des marchés financiers comme complément au financement bancaire, afin d'offrir aux investisseurs une palette plus large de supports et aux entreprises des modes de financement diversifiés. Cependant, en comparaison du modèle américain, le système européen demeure largement dominé par le financement bancaire. Les chiffres que nous pourrions vous transmettre en témoignent de manière éloquente.

Les risques macroéconomiques afférents aux stratégies de LBO résultent de l'évolution des taux d'intérêt, lesquels conditionnent à leur tour l'évolution du coût de financement de la dette. En effet, ces opérations reposent sur l'ajout d'un levier d'endettement pour restructurer ou accélérer la transformation d'une entreprise. Lorsque les taux longs étaient historiquement bas, ces stratégies se sont multipliées. Mais dès que les taux d'intérêt reviennent à des niveaux plus standards, certaines de ces stratégies deviennent moins rentables. Ce constat illustre la sensibilité des LBO aux conditions de financement et leur exposition aux fluctuations des marchés.

Sur le plan macroprudentiel de la stabilité financière, nous déplorons l'absence de données permettant d'apprécier précisément la situation de cet univers de la finance non bancaire. Les obligations de reporting et de transparence varient fortement selon la nature des fonds et le type d'investisseurs ciblés. Les fonds ouverts destinés aux investisseurs particuliers sont soumis à des exigences élevées, tandis que les fonds fermés, réservés aux investisseurs professionnels, offrent moins de visibilité.

Cette hétérogénéité, combinée à la dimension internationale des flux financiers, complique l'appréciation des risques. C'est la raison pour laquelle nous travaillons avec les régulateurs européens et internationaux pour renforcer la transparence, améliorer l'accès aux données et ainsi mieux apprécier, au niveau macroéconomique, la situation de ces fonds et leur impact sur l'économie internationale.

L'histoire récente nous rappelle que l'absence de transparence a pu nourrir des phénomènes d'instabilité financière. Nous essayons de mettre en place, aux niveaux européen et international, un meilleur échange de données entre les différents superviseurs et les différentes juridictions.

De plus, afin d'anticiper ces risques, nous menons actuellement, avec la Banque de France, l'ACPR et l'AMF, un exercice inédit de stress test systémique. Il consiste à simuler un choc de marché sur les taux d'intérêt et la liquidité de l'ensemble du système financier (banques, assurances et fonds) et à analyser les réactions des acteurs sur une période de quinze jours à trois semaines. Cet exercice doit nous permettre de mieux comprendre la dynamique globale, d'identifier les zones de vulnérabilité et de déterminer les points où des données supplémentaires sont indispensables pour porter un diagnostic pertinent sur l'évolution des marchés et les risques associés en matière de stabilité financière.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. Notre commission d'enquête aborde un sujet crucial : la prédation exercée par certains fonds d'investissement sur les capacités productives françaises. Votre présence et

vos engagement témoignent de l'importance de ce débat. La France, comme vous l'avez rappelé, est aujourd'hui le pays le plus exposé en Europe aux opérations de LBO. Cette réalité s'accompagne de conséquences lourdes : des milliers d'emplois détruits et des entreprises fragilisées, parfois jusqu'à la disparition. L'exemple récent de Novasco, repris par Greybull Capital, illustre ces dérives, mais il n'est pas isolé. J'ajoute que de nombreux secteurs sont concernés, qu'il s'agisse de la sidérurgie, des laboratoires médicaux, des entreprises de la distribution, du secteur des loisirs ou encore du tourisme.

Il est aujourd'hui indispensable de se pencher sur les effets de la prédation exercée par certains fonds d'investissement, compte tenu des conséquences économiques et sociales observées. À ce jour, aucune commission d'enquête parlementaire n'avait été consacrée à ce sujet, ce qui souligne l'importance de nos travaux. Les fonds de private equity, hedge funds, LBO ou encore de dette privée représentent des volumes financiers considérables, mais leur impact sur l'emploi et la pérennité des entreprises reste difficile à mesurer avec précision : disposez-vous d'une estimation du nombre d'entreprises sous contrôle de ces fonds et de l'évolution des emplois concernés ? Cette donnée est essentielle pour appréhender l'ampleur du phénomène.

La question des taux de rentabilité visés mérite également une attention particulière. Certains fonds affichent des objectifs supérieurs à 15 %, ce qui impose une extraction massive des bénéfices pour satisfaire ces exigences. À quel moment considérez-vous que ces risques sont particulièrement importants ? Existe-t-il une évaluation des entreprises actuellement en difficulté en raison de telles stratégies de prédation ?

Enfin, la régulation pose question. Ces fonds bénéficient-ils d'avantages fiscaux ou réglementaires particuliers par rapport aux banques, qui expliqueraient leur essor, notamment en France, devenue une cible privilégiée pour les LBO ? Pourquoi notre pays est-il le premier marché européen pour ces opérations ?

Une note de la Banque de France (n° 260/4) en date de septembre-octobre 2025 mentionne, sous le timbre de Mme Lucille Collet, une forte augmentation des rachats par LBO, qui engendre des « effets controversés sur la performance des entreprises ». Ce constat appelle des réponses de notre part : quelles mesures la Banque de France préconise-t-elle pour renforcer la surveillance, encadrer ces techniques et prévenir les dérives ?

Je reviendrai, dans un second temps, sur des points plus techniques, notamment la classification de certains acteurs comme les fonds Mutares, Greybull, Tikehau, Apollo ou KKR, mais il me semblait essentiel de poser d'abord ces questions de fond.

M. François Haas. Je répondrai aux questions de la rapporteure avec une certaine humilité, dans la mesure où je ne dispose pas de l'ensemble des éléments.

S'agissant des effets de prédation, il convient d'isoler deux catégories d'entreprises particulièrement exposées. Il s'agit, d'une part, de celles à fort potentiel de croissance, qui relèvent du capital-risque et où interviennent des fonds

destinés à accompagner les sociétés dans leurs phases initiales de développement. D'autre part, il faut mentionner les entreprises en difficulté, mais qui présentent un potentiel de croissance, soit parce que leur secteur est porteur, soit parce que leurs produits sont jugés stratégiques.

Nos analyses s'appuient largement sur l'expérience américaine, pays dans lequel les pratiques de financement non bancaire sont les plus développées. Aujourd'hui, le secteur technologique et, plus spécifiquement, celui de l'intelligence artificielle, est directement concerné. La Banque de France a publié, mardi dernier, son rapport semestriel sur la stabilité financière, qui comporte des développements utiles pour votre commission sur le financement de l'IA et les risques potentiels liés à sa croissance rapide. Ces phénomènes sont surtout observés aux États-Unis, où le marché est beaucoup plus mature qu'en Europe. On constate désormais que ce secteur, longtemps financé par des apports en capital, recourt de plus en plus à la dette, ce qui soulève des questions inédites en matière de stabilité financière.

Vous avez évoqué la pertinence des taux de rentabilité visés. Deux éléments doivent être pris en compte à ce titre. Le premier est le contexte macroéconomique. En effet, certaines opérations prospèrent lorsque le cycle est favorable, mais deviennent fragiles lorsque les conditions se durcissent. Le second tient à la nature du risque : plus celui-ci est élevé, plus la rémunération exigée sera importante. Un fonds qui investit dans une start-up dont la probabilité de survie à cinq ans est faible demandera logiquement un taux de rentabilité plus élevé. Ces objectifs doivent, en principe, être alignés sur les caractéristiques propres à chaque entreprise, son secteur et son potentiel de marché. Il existe donc une dimension idiosyncratique, qu'il faut intégrer à l'analyse, au-delà du contexte macroéconomique.

S'agissant de la question des avantages fiscaux ou réglementaires par rapport aux banques, je n'ai pas d'éléments précis sur ce point, mais rien n'indique qu'ils soient significatifs.

Quant aux effets controversés, ils sont effectivement bien réels. Cependant, il convient de garder à l'esprit que chaque entreprise constitue un cas particulier. Certaines opérations de private equity et de LBO se soldent par des succès, des entreprises renforcées et des investisseurs satisfaits. D'autres échouent, soit parce que le projet était mal calibré, soit parce que les repreneurs n'ont pas respecté leurs engagements. Il existe effectivement des « accidents industriels », mais je me garderai de mettre en cause la structure des fonds d'investissement et le comportement de certains gestionnaires de fonds. Ces deux sujets doivent être traités séparément.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Je souhaite vous interroger à nouveau et recentrer le débat sur la prédation constatée des capacités productives françaises par certains fonds d'investissement. Je pourrais mentionner NovAsco repris par Greybull Capital, Lapeyre ou d'autres entreprises rachetées par Mutares, Alpha Blue Ocean, Apollo et d'autres. Ces cas illustrent des situations où des entreprises ont été placées en difficulté, voire ont fermé, en raison du comportement de certains fonds d'investissement, qu'il s'agisse de fonds de private equity, de hedge funds ou

de fonds de dette privée. En contrôlant des entreprises, ils ont imposé des restructurations entraînant des conséquences manifestes sur l'emploi, voire la défaillance totale de certaines sociétés. Ma première question porte donc sur la vulnérabilité particulière de la France et sur les raisons pour lesquelles elle est devenue la première cible mondiale pour les opérations de LBO.

Disposez-vous d'une vision à long terme de l'action de ces fonds concernant la mise en difficulté, voire la mise en défaillance, d'un certain nombre d'entreprises ? Enfin, quels sont précisément les effets controversés de la technique du LBO que vous avez pu constater ?

M. François Haas. Des « accidents » et des cas de prédation sont effectivement intervenus, dans un certain nombre de cas. Mais il faut également s'attacher aux réussites et aux entreprises pour lesquelles ces investissements, cette approche par LBO, s'est révélée positive.

Dans le cadre de notre mission de stabilité financière, nous n'effectuons pas de suivi individualisé des fonds ni de l'impact spécifique sur telle ou telle entreprise. Notre approche est macroprudentielle : nous analysons les risques à l'échelle du système dans son ensemble. Nous pourrions fournir, dans le cadre du questionnaire qui nous a été adressé, des éléments plus détaillés sur certains impacts locaux.

Pourquoi la France apparaît-elle comme une cible privilégiée pour les LBO ? Elle est sans doute perçue comme une économie dynamique et attractive par rapport à d'autres pays européens. Cette attractivité se traduit par des flux d'investissements étrangers importants.

Les opérations de LBO constituent une modalité parmi d'autres de ces investissements. Ce constat illustre selon moi le potentiel de développement de l'économie française.

Concernant la vision dans le temps, notre approche en matière de stabilité financière ne consiste pas à examiner la stratégie de tel ou tel fonds. L'AMF, en tant que superviseur, dispose probablement d'une analyse plus fine, tout comme BPIFrance pour certaines opérations.

Enfin, sur les effets controversés, il est difficile de formuler une réponse homogène. Il est important de rappeler que cette technique du LBO n'est qu'un outil. Comme tout outil, son impact dépend de la manière dont il est utilisé. Les effets sont contrastés, car chaque situation est singulière.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Pouvez-vous nous fournir des exemples concrets de situations négatives ? Les entreprises que j'ai évoquées, comme NovAsco, employaient des centaines, voire des milliers, de personnes.

M. François Haas. Les effets négatifs interviennent lorsque la stratégie du repreneur ne s'est pas révélée payante, lorsqu'il a surestimé sa capacité à accompagner l'entreprise sur la durée, conduisant à la dégradation de la situation financière des entreprises rachetées. Une opération de LBO ne vaut que par la qualité des équipes qui la portent : il y a de bons et de mauvais gestionnaires. Cependant, je ne rejeterai pas l'outil en tant que tel.

Mme Claire Marais-Beuil (RN). Ces investisseurs recherchent des rendements à court terme et non à long terme. Il ne s'agit pas pour eux de réinvestir, mais de se distribuer les bénéfices, faisant fi des aspects sociaux et environnementaux de l'entreprise, qu'ils sont prêts à sacrifier. Avez-vous estimé les « moments de bascule » et leur impact sur les entreprises à long terme, lorsque ces fonds s'aperçoivent qu'ils n'attendent pas leurs objectifs de rendement à court terme ? Avez-vous établi une cartographie de ces fonds vautours ? Est-il possible de les identifier ab initio ou chemin faisant ? À quel moment est-il possible de tirer le signal d'alarme ?

M. François Haas. La recherche de rendements élevés à court terme est souvent perçue comme la logique dominante des fonds d'investissement. En réalité, ces acteurs interviennent dans des entreprises présentant des fragilités, qu'il s'agisse de problèmes de gestion, de difficultés structurelles ou de marchés en mutation.

Le risque est donc réel et il doit être rémunéré. Cette logique n'est pas, en soi, problématique, dès lors qu'elle s'inscrit dans une stratégie visant à restructurer et à relancer l'entreprise.

Contrairement à une idée reçue, les fonds pratiquant le LBO ne cherchent pas uniquement à extraire un maximum de bénéfices à court terme. Leur objectif consiste à redresser la société pour la revendre dans de meilleures conditions.

Ils ne peuvent pas céder une « coquille vide » : la valeur de revente dépend de la capacité de l'entreprise à poursuivre son activité. Cela n'exclut pas les échecs, ni les accidents industriels, mais la logique demeure celle d'une création de valeur à moyen terme.

Quant à l'identification des fonds « toxiques », nous ne produisons pas de cartographie permettant de les classer. Notre approche, centrée sur la stabilité financière, ne vise pas à suivre individuellement chaque acteur. Le marché est extrêmement diversifié, dominé par de grands acteurs internationaux, notamment américains, mais aussi des fonds européens et français en forte croissance. De manière anecdotique, les stratégies des fonds européens semblent souvent aboutir à des résultats positifs : le rendement est atteint et l'entreprise poursuit son développement. Des échecs surviennent, mais le bilan global, à ce stade, apparaît contrasté plutôt que systématiquement négatif.

M. Hervé de Lépinau (RN). Je précise tout d'abord qu'en compagnie de mon collègue François Jolivet du groupe Horizons, nous avons produit un rapport d'information sur le contrôle des investissements étrangers au service de la sécurité économique.

Je m'interroge sur le document transmis, qui semble comporter une coquille (p. 6), puisqu'il y est indiqué que les hedge funds représenteraient 460 millions d'euros en valeur. Ce montant me semble étonnamment faible.

M. François Haas. Ces chiffres concernent les hedge funds enregistrés en France en tant que tels. Or les hedge funds, les fonds de dette privée, de private equity ou de capital-investissement ne sont généralement pas français, même s'ils opèrent aussi dans notre pays.

M. Hervé de Lépinau (RN). La capacité à transformer de la dette en capital revient à une prise de possession de l'entreprise par le « bas de bilan ». Je pense notamment au cas d'Atos, un exemple assez topique et dramatique de la souveraineté numérique française, puisque la société est aujourd'hui détenue principalement par des fonds vautours anglo-saxons, qui ont pris possession de l'entreprise à travers sa dette. Faudrait-il doter la Banque de France d'une compétence supplémentaire, qui lui permettrait de déclencher une forme de procédure d'alerte, dans le cadre de sa mission d'évaluation et de contrôle ?

M. François Haas. Ce point mérite une analyse approfondie. Cependant, je me pose spontanément la question de savoir si nous disposons aujourd'hui des éléments statistiques ou des données qui nous permettraient de conduire cette procédure d'alerte. Je n'en suis pas persuadé, de la même manière que je ne pense pas que la Banque de France soit l'institution la plus appropriée pour conduire ce travail d'alerte.

M. Hervé de Lépinau (RN). Les documents distribués illustrent l'absence de fonds souverain en France.

Si de nombreuses sociétés étrangères s'intéressent tant aux entreprises françaises, cela signifie bien que ces dernières éprouvent des difficultés à faire financer leur développement, et plus particulièrement la recherche et développement.

Sous-capitalisées et sous-financées, elles ne peuvent survivre que grâce à des investissements qui proviennent généralement de l'étranger.

J'ai notamment en tête le cas d'Exosens, ex-Photonis, leader mondial de la visée nocturne, dont 99 % du chiffre d'affaires sont liés aux marchés militaires. Un fonds d'investissement étranger a réinjecté 300 millions d'euros dans Photonis, dans la perspective de revendre par la suite l'entreprise et de réaliser une plus-value conséquente, au détriment de notre souveraineté. Quels moyens envisagez-vous afin d'éviter une telle situation ?

M. François Haas. Vous soulignez l'absence de fonds souverains, qui s'ajoute à celle des fonds de pension : il s'agit là de caractéristiques françaises bien connues. Fondamentalement, le constat est clair : nos entreprises souffrent d'un excès de dette et d'une insuffisance de capital. L'un des objectifs de l'Union pour l'épargne et l'investissement consiste précisément à renforcer le socle en capital des entreprises, afin de réduire leur dépendance à l'endettement et leur vulnérabilité structurelle. Le capital-investissement s'inscrit dans cette logique, mais il ne suffit pas. L'existence d'un fonds souverain ou de fonds de pension viendrait conforter cette stratégie, en apportant des ressources stables et de long terme.

Au-delà de la France, l'Europe fait face à une aversion persistante pour le risque et pour l'investissement productif : nous épargnons beaucoup, mais nous investissons peu. Rééquilibrer la structure financière des entreprises en faveur du capital, au détriment de la dette, constitue une stratégie ayant pour objet de redynamiser l'économie européenne.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Étant novice sur ces sujets, j'ai d'abord cherché à comprendre votre rôle : il consiste à garantir une forme de confiance, élément essentiel de l'économie, entre consommateurs, producteurs et financeurs. Cette confiance repose sur l'absence de répercussions négatives sur l'économie réelle.

Parmi les fonds dits « vautours », le cas de Mutares m'interpelle. Ce fonds a provoqué des dégâts notables dans plusieurs secteurs industriels. Dans ma circonscription en Isère, l'entreprise TeamTex, fleuron européen de la fabrication de sièges auto pour enfants, a été liquidée.

J'entends évidemment que vous intervenez dans des logiques macroprudentielles et que vous n'identifiez pas tel ou tel fonds, dit « de retournement », en tant que tel. Cependant, ils mériteraient d'être scrutés de près. Mutares, comme d'autres fonds similaires, adopte des pratiques extrêmement contestables : il vide les entreprises de leurs richesses, notamment en facturant des services dont la pertinence interroge.

M. François Haas. Je comprends les sentiments que ces situations peuvent provoquer. Vous avez rappelé notre rôle, qui consiste à préserver la confiance et la stabilité du système financier, mission que nous assumons pleinement. Toutefois, ce rôle diffère de celui qui consisterait à contrôler tel ou tel fonds. Cette surveillance est probablement nécessaire, mais il n'incombe sans doute pas à la Banque de France de l'assurer. En effet, nous nous éloignerions de nos missions et ne serions pas les mieux placés pour juger le comportement d'un fonds. De plus, quels critères faudrait-il retenir ? Les accidents, les pratiques cavalières, voire frauduleuses, existent. Pour autant, je ne pense pas qu'il revient à la Banque de France d'assurer cette police.

Mme Marie-Agnès Poussier-Winsback (HOR). Monsieur le directeur général, je vous remercie d'être venu devant nous ce matin pour répondre aux questions de la commission, avec honnêteté et franchise. Cependant, je demeure insatisfaite, dans la mesure où vous ne nous donnez pas votre avis : or nous en avons besoin, non pas pour juger ce qui est bien ou mal, mais pour savoir s'il existe des « trous dans la raquette ». Vous affirmez que ce rôle de surveillance ne relève pas de la Banque de France ; mais quelle institution l'assume, dans ce cas ? Est-ce l'AMF ? Est-ce le ministère de l'économie et des finances ?

Votre silence sur ce point m'interpelle : cela signifie-t-il qu'il existe réellement des failles ? Peut-être n'en avez-vous pas connaissance ou souhaitez-vous uniquement évoquer la Banque de France ? La plupart de nos questions ont concerné ces analyses microéconomiques que vous avez indiqué ne pas conduire. Qui mène ces analyses en France ? Vous évoquez la procédure d'alerte, mais sans disposer des éléments. Pourtant, dans ma région, je reçois régulièrement des lettres signalant ces alertes.

M. François Haas. Vous m'avez demandé mon avis concernant la situation des entreprises. Notre constat général est simple : les entreprises françaises gagneraient en solidité si elles disposaient de davantage de capital et de moins de dettes. Deuxièmement, nous soutenons la stratégie européenne de l'Union pour

l'épargne et l'investissement, qui succède à l'Union des marchés de capitaux. Cette stratégie vise à renforcer les fonds propres des entreprises et à réduire leur dépendance à l'endettement. Une fois encore, notre approche est d'ordre macroéconomique.

Je ne pense pas qu'il y ait de « trous dans la raquette ». Simplement, nous ne sommes pas les mieux équipés pour conduire l'analyse de tel fonds ou de telle stratégie. Ces sujets relèvent davantage de la politique industrielle (et par conséquent du ministère de l'économie et des finances) ainsi que du superviseur des fonds (AMF), qui dispose d'informations plus précises. Je ne cherche pas à éluder nos responsabilités, mais notre mission porte sur la stabilité financière. Or, dans ce cadre, le comportement individuel des fonds n'est pas pertinent pour notre grille d'analyse, même s'il est important pour l'économie réelle. Mon propos n'épuise pas le sujet, mais il clarifie notre rôle.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour ces échanges extrêmement enrichissants. Vous pouvez, le cas échéant, les compléter, si vous le souhaitez, en répondant par écrit au questionnaire qui vous a été envoyé il y a quelques jours et en adressant les documents que vous jugerez utiles au secrétariat de la commission d'enquête.

*

* *

2. Audition, dans le cadre d'une table-ronde, de MM. Nicolas Bédu, maître de conférences (université de Montpellier), Olivier Darmouni, Professeur (HEC), et Ludovic Phalippou, Professeur (université d'Oxford, Saïd Business School) (22 janvier 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous poursuivons nos travaux par une table-ronde réunissant plusieurs économistes universitaires. Je souhaite donc, en notre nom à tous, la bienvenue à MM. Nicolas Bédu, Olivier Darmouni et Ludovic Phalippou.

Monsieur Bédu, vous avez soutenu, en 2013, une thèse de doctorat en sciences économiques intitulée « Financiarisation et LBO : une analyse des effets des opérations de LBO sur la performance, l'emploi et la faillite des entreprises en Europe ». En outre, vous êtes le coauteur d'un ouvrage publié en 2022 et consacré au *private equity*. La même année, vous avez été nommé maître de conférences habilité à diriger des recherches à l'université de Montpellier.

Monsieur Darmouni, vous êtes docteur en sciences économiques de l'université de Princeton. Vous avez été professeur associé à la Columbia Business School et, depuis l'année dernière, vous êtes professeur associé à l'école des Hautes études commerciales (HEC). Votre champ d'expertise couvre la finance d'entreprise, les marchés financiers et la politique monétaire. Vous avez publié, dans ces domaines, plusieurs articles dans des revues de premier rang mondial.

Monsieur Phalippou, vous êtes docteur de l'Institut européen d'administration des affaires et aujourd'hui professeur de finance à la Saïd Business

School (université d'Oxford). Vous êtes également l'auteur de très nombreuses publications dans des revues académiques de rang international. Spécialiste reconnu du *private equity*, vous conseillez plusieurs institutions financières publiques sur la gestion de leurs investissements en actifs non cotés.

Grâce à votre expertise incontestée dans le domaine qui nous préoccupe, notre commission espère mieux comprendre le rôle et la stratégie des fonds d'investissement, leur influence sur l'écosystème financier et l'impact de leurs choix sur l'emploi et la croissance des entreprises.

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

(*MM. Nicolas Bédu, Olivier Darmouni et Ludovic Phalippou prêtent serment.*)

M. Ludovic Phalippou, professeur à la Saïd Business School (université d'Oxford). L'appellation « fonds d'investissement », bien que courante, demeure trop générale pour bien appréhender la réalité complexe qu'elle recouvre. À l'intérieur de cette catégorie, il convient de distinguer deux types de fonds dont les logiques et les réputations s'opposent radicalement : d'une part, les fonds de croissance et de capital-risque, généralement perçus comme des instruments vertueux et encouragés par les pouvoirs publics dans la plupart des pays ; d'autre part, les fonds à effet de levier, communément désignés par l'acronyme LBO (*Leveraged Buy-Out*) et qui suscitent, partout dans le monde, une défiance persistante.

Les premiers, orientés vers l'innovation et le développement, jouissent d'une image favorable. Ils sont considérés comme des catalyseurs de progrès, soutenant la création d'emplois et la compétitivité. À l'inverse, les seconds traînent une réputation sulfureuse. Au Japon, le grand public les surnomme « vautours », métaphore qui traduit la perception d'une prédation systématique. Ils ont été assimilés à des « nuages de criquets » en Allemagne, image évocatrice d'une invasion destructrice. Aux États-Unis, dès leur apparition dans les années quatre-vingt, ces opérations ont déclenché d'intenses polémiques : un ouvrage (B. Burrough et J. Helyar, *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*) et un film ont rencontré un immense succès à la fin de cette décennie, consacrant dans l'imaginaire collectif l'idée d'une menace pour l'économie traditionnelle. Certains termes utilisés par votre propre commission, tel que celui de « prédation », s'inscrivent dans ce registre lexical.

Les fonds à effet de levier sont dotés d'une structure similaire à celle des fonds de croissance ou de capital-risque, mais leur réputation est diamétralement opposée. Pour comprendre les raisons de la controverse, il faut d'abord expliciter ce mécanisme de l'effet de levier, puis examiner les points de tension qu'il engendre.

Prenons un exemple concret, celui d'une entreprise familiale emblématique : les laboratoires Fabre, implantés à Castres. Cette société, forte de dix mille employés, a été fondée il y a plusieurs décennies par monsieur Fabre. Lorsque celui-ci approche de l'âge de la retraite, se pose la question du repreneur, situation fréquente en Europe.

Les fonds de LBO apparaissent alors souvent comme une solution. Supposons que la valeur des laboratoires Fabre soit estimée à 1 milliard d'euros (Md€). Le fonds de LBO lève 250 millions d'euros (M€) de capitaux propres auprès d'investisseurs institutionnels et emprunte 750 M€ supplémentaires.

Ce recours à l'endettement vise à bénéficier de l'effet de levier, principe bien connu des particuliers lorsqu'ils acquièrent un bien immobilier. Si, quatre ans plus tard, la valeur des laboratoires double pour atteindre 2 Md€, le fonds rembourse les 750 M€ empruntés, récupère 1,25 Md€ et multiplie ainsi sa mise par cinq, au lieu de la doubler. La dette décuple donc la rentabilité.

Ce procédé n'a rien d'illégal ni d'inhabituel, mais il suscite deux critiques majeures. La première tient à la logique de « profit pur » qui anime ces fonds : leur raison d'être est la maximisation du rendement. Certes, la recherche du profit est inhérente à toute entreprise, mais elle n'en constitue pas toujours l'unique finalité. Ainsi, les sociétés industrielles, commerciales ou familiales poursuivent des objectifs multiples : pérennité, qualité, responsabilité sociale. Les fonds à effet de levier, eux, concentrent toutes leurs forces sur la rentabilité. Ils s'entourent des meilleurs avocats, fiscalistes et experts financiers. Ils incitent les dirigeants par des bonus considérables et indexés sur la profitabilité. Cette obsession du gain est unique.

Revenons à notre exemple : si un fonds de LBO reprenait les laboratoires Fabre, il pourrait décider de transférer le siège de Castres à Paris et de cesser le *sponsoring* du club de rugby local, le Castres Olympique. Ces mesures entraîneraient une hausse immédiate des profits, mais elles déstabiliseraient l'écosystème local. La ville s'appauvrirait, les salariés se sentiraient trahis. Ce type de décision est courant dans les opérations de LBO.

La seconde source de tensions, plus grave encore, concerne la structure de la dette. En effet, le montage financier réalisé par le fonds transfère la charge de l'emprunt à l'entreprise rachetée. Ainsi, dans notre cas d'école, les laboratoires Fabre se retrouvent, du jour au lendemain, redevables de 750 M€ de dette, dont des intérêts annuels de 70 M€ (par exemple).

Les salariés, les fournisseurs, les clients découvrent alors qu'ils doivent assumer une dette qu'ils n'ont pas contractée. Si l'entreprise prospère, les actionnaires engrangent des bénéfices colossaux ; mais au moindre revers, la faillite peut menacer, entraînant des conséquences dramatiques. Cette asymétrie nourrit l'indignation et elle explique la défiance universelle à l'égard des LBO.

À ces critiques s'ajoutent des fantasmes sur le court-termisme et la destruction massive d'emplois. En réalité, les données empiriques ne corroborent pas ces accusations. Des études rigoureuses et ambitieuses menées ces dix dernières

années montrent ainsi que l'impact des LBO sur l'emploi est neutre et que la durée moyenne de détention n'induit pas de stratégie systématiquement opportuniste.

Les effets apparaissent variables selon les secteurs. Lorsque la concurrence est vive, l'obsession du profit incite à l'excellence : qualité des produits, satisfaction des clients, respect des salariés. Les chaînes de restauration illustrent ce phénomène : des enseignes comme Prêt À Manger ou Picard, détenues par des fonds, prospèrent.

En revanche, 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. Aux Pays-Bas, la moitié des crèches appartient à des fonds et un procès a sanctionné leurs pratiques.

Il faut néanmoins nuancer la situation. En France, la majorité des fonds d'investissement sont des fonds de croissance et non des LBO. Ces derniers sont plus fréquents en Angleterre, aux États-Unis, en Scandinavie et aux Pays-Bas. Même parmi ces fonds à effet de levier, la « dangerosité » dépend du contexte : elle est faible dans un marché concurrentiel, mais élevée dans un secteur non concurrentiel.

J'ajoute que les abus ne sont pas l'apanage des fonds. Le scandale Orpea, dans le secteur des maisons de retraite, démontre qu'une entreprise classique peut commettre les mêmes excès ; De même, des acteurs privés individuels pratiquent le LBO hors des structures de fonds. Ces nuances sont cruciales pour le législateur : réguler sans discernement exposerait à des effets pervers et induirait des victimes collatérales.

M. Nicolas Bédu, maître de conférences à l'université de Montpellier. Mon intervention portera essentiellement sur les conséquences des LBO en termes de gouvernance des entreprises acquises et sur les difficultés auxquelles nous sommes confrontés en tant que chercheurs pour mesurer ces conséquences.

Je commencerai par rappeler trois caractéristiques des LBO et, plus largement du *private equity*, qui sont, à mon sens, des clés de lecture et de compréhension.

Le LBO est d'abord une technique d'acquisition d'entreprises, qui est indissociable des fonds de *private equity*.

Le *private equity* est également une activité de gestion d'actifs. Il occupe une place importante dans la chaîne d'intermédiation financière qui, de manière schématique, part des épargnants individuels en direction des entreprises. Cette

chaîne d'intermédiation financière s'est allongée depuis la libéralisation financière et la globalisation dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix.

Les principaux acteurs sont les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les *hedge funds* et les *mutual funds*, plus souvent appelés « organismes de placement collectif en valeurs mobilières » (OPCVM) en France.

Selon les époques, ces acteurs financiers sont également appelés « investisseurs institutionnels » ou « gestionnaires d'actifs ».

Dans cette chaîne, les fonds de *private equity* se situent juste avant les entreprises qu'ils acquièrent, utilisant les capitaux levés auprès de ces investisseurs institutionnels. Les fonds de pension et les compagnies d'assurance comptent traditionnellement parmi les principaux pourvoyeurs de capitaux du *private equity*, même si la tendance est désormais d'en passer par des « fonds de fonds » : dans ce cas, au lieu d'investir directement dans un fonds de *private equity*, une compagnie d'assurance investit dans un fonds qui, à son tour, investit dans un fonds de *private equity*. Un tel schéma constitue un bon exemple de l'allongement de la chaîne d'intermédiation financière.

Le *private equity* est enfin également une classe d'actifs pour des acteurs financiers tels que les compagnies d'assurance ou les fonds de pension.

Chaque étape de la chaîne d'intermédiation financière correspond à une situation de mise en concurrence des gestionnaires d'actifs : concurrence entre les compagnies d'assurance pour attirer l'épargne individuelle, concurrence entre les fonds de fonds pour obtenir les mandats de gestion des compagnies d'assurance et concurrence entre les fonds de *private equity* pour obtenir l'épargne gérée par ces fonds de fonds.

La concurrence entre les gestionnaires d'actifs est ordonnée par le couple rendement-risque : pour un risque donné, l'actif qui offre le plus de rendement sera choisi. Pour attirer des investisseurs, il faut donc créer de la valeur. Cette logique est également présente au niveau des entreprises : pour attirer des investisseurs, il faut créer de la valeur pour les actionnaires.

Cette logique a été érigée en norme de gouvernance des entreprises cotées. Les fonds de *private equity*, notamment les fonds de LBO, qui investissent dans des entreprises non cotées ont également recours à cette gouvernance d'entreprise que l'on appelle « gouvernance actionnariale ». Celle-ci doit permettre de céder la cible en réalisant une plus-value la plus élevée possible : les gains des LBO s'obtiennent très majoritairement lors de la revente de la cible.

La gouvernance actionnariale se traduit par des pratiques et des méthodes de gestion qui peuvent être déstabilisantes pour les différentes parties prenantes de l'entreprise : en interne, pour les salariés ; mais également en externe, pour les clients et fournisseurs de l'entreprise-cible. A titre d'exemple, des changements dans la gestion des stocks ou les délais de paiement des fournisseurs peuvent être initiés pour optimiser le besoin en fonds de roulement et dégager les flux de trésorerie nécessaires au remboursement de la dette du LBO. Ces changements sont

de nature à perturber le fonctionnement de l'entreprise-cible et donc à la désorganiser.

Certaines entreprises acquises peuvent être étrangères à une telle culture actionnariale, notamment les PME familiales.

Celles-ci présentent la particularité d'avoir un actionnariat stable et des perspectives de long terme. De son côté, le modèle d'affaires des fonds de LBO est de nature court-termiste : un fonds de LBO n'a pas vocation à conserver l'entreprise au-delà de quelques années, mais celle de la revendre à la meilleure valorisation possible.

Une réduction des investissements productifs est peu crédible, puisque le prix de revente serait revu à la baisse si les machines étaient usées ou obsolètes. Pour autant, cette croyance collective d'une réduction des investissements n'est pas sans fondement et elle résulte notamment de trois faits précis :

- il existe une confusion entre les différents types d'opérations, entre un LBO et une opération de capital-retournement ;

- il existe fréquemment une méconnaissance publique de la situation économique antérieure de la cible : toutes les entreprises-cibles n'offrent pas le même potentiel et certaines peuvent être en situation de surinvestissement (c'est-à-dire disposer d'un capital physique trop important) ;

- la couverture médiatique des LBO n'est pas homogène : les échecs ont beaucoup plus d'écho dans la presse que les réussites.

Au-delà, 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 de l'entreprise-cible.

La question se poserait donc davantage en termes de développement et de croissance plus faibles des entreprises-cibles. Autrement dit, les investissements productifs n'auraient-ils pas été plus élevés s'il n'y avait pas eu de LBO ?

Sur le plan empirique, dans le cas français, les résultats sont partagés. Ce constat peut être étendu aux autres effets supposés des LBO. Les entreprises sous LBO sont-elles plus performantes ? Quelles sont les conséquences sur l'emploi et sur la survie des entreprises-cibles ?

Les effets des LBO sont scientifiquement controversés et leur mesure constitue donc un enjeu de taille. À ce titre, la disponibilité des données constitue le cœur du problème. Les données disponibles sont globalement insuffisantes, à la fois en quantité et en qualité :

- le premier enjeu consiste d'abord d'identifier les opérations du LBO. Dans ce cadre, les données utilisées par les chercheurs proviennent majoritairement de bases de données financières commercialisées par des fournisseurs privés. Elles ne sont pas exhaustives, car les données sont collectées auprès des fonds de *private equity* et des fonds de LBO, qui sont libres de ne pas transmettre d'informations. La presse constitue la seconde source d'information. En pratique, les informations sur

les opérations du LBO sont donc plutôt lacunaires, les montants des opérations sont peu renseignés et la part de la dette l'est encore moins ;

– le deuxième enjeu consiste à mesurer les effets du LBO, ce qui implique de se questionner sur la mesure de la performance. Il peut s'agir de la performance d'exploitation (ou performance opérationnelle), mais également de la performance en termes de croissance de la taille de l'entreprise-cible. On peut également penser à la performance en termes de capacité de remboursement de la dette contractée ;

– par ailleurs, il est nécessaire d'identifier les sources de cette performance : provient-elle d'une création de richesse, d'une réduction des charges d'exploitation, de l'externalisation de certaines activités ou d'une cession d'actifs ?

– enfin, il convient d'étudier la persistance de la performance dans le temps.

Pour saisir pleinement ces trois dimensions (mesure, source et durabilité de la performance), il faut pouvoir disposer de données comptables et financières de qualité sur les entreprises acquises. Celles-ci font clairement défaut.

Lorsque le LBO est une réussite, la taille de l'entreprise-cible est déterminante dans le calcul de la valeur de revente. Or l'augmentation de la taille des entreprises-cibles relève souvent de stratégies de croissance externe par acquisition d'entreprises concurrentes, de sites de production ou d'usines. D'un point de vue comptable, l'entreprise-cible augmente ses actifs immobilisés. Elle a investi et l'on peut conclure que les LBO ont des effets positifs sur la croissance des entreprises.

On pourrait également conclure que les LBO ont créé des emplois. Mais il s'agit en fait d'un transfert de salariés, car ces emplois existaient auparavant. Il est même peu probable que l'intégralité des salariés soit conservée, dans la mesure où les opérations de croissance externe visent à bénéficier de synergies de coûts et à renforcer la position concurrentielle de l'entreprise-cible. Elles s'inscrivent pleinement dans une stratégie de centrage (ou de recentrage) sur le cœur du métier, elles soutiennent la création de valeur pour l'actionnaire.

Lorsque le LBO est un échec, il est difficile d'en mesurer les conséquences, car les données comptables et financières des entreprises liquidées sont rarement accessibles. Les études ont tendance à porter sur les entreprises ayant connu un LBO réussi et qui sont donc marquées par « le biais du survivant ».

Pour conclure, il faut garder à l'esprit que le sens du *private equity* se comprend par rapport au *public equity* et qu'il est toujours difficile d'étudier des entreprises non cotées par rapport à des entreprises cotées.

M. Olivier Darmouni, professeur associé à HEC. Mes travaux portent sur la finance d'entreprise et c'est sur ce sujet que je concentrerai mon propos.

Le développement des PME constitue un sujet majeur pour la France, car elles sont cruciales pour l'investissement et pour l'emploi. Elles sont présentes dans tous les secteurs, du plus local aux chaînes de valeur des hautes technologies.

Les petites et moyennes entreprises se heurtent à un problème majeur, celui de leur financement. Elles ne disposent pas d'un capital abondant et doivent lever

des fonds pour assurer leur développement. Il faudrait donc pouvoir les faire bénéficier d'un écosystème capable de répondre à deux impératifs : d'une part, offrir un financement à coût réduit ; d'autre part, proposer des modes de financement diversifiés. En effet, toutes les entreprises n'ont pas les mêmes besoins.

Le système financier français est-il adapté à ces exigences ? Rien n'est moins sûr. Aujourd'hui, la quasi-totalité des financements destinés aux PME provient d'une source unique, les banques, essentiellement les grands établissements français.

Cette concentration soulève deux interrogations. Premièrement, ces acteurs peuvent-ils garantir des coûts bas ? Deuxièmement, peuvent-ils offrir une variété de solutions ? Sur ces deux points, le doute est permis. Le secteur bancaire, peu concurrentiel, ne favorise pas la diminution des coûts. Pour obtenir des conditions avantageuses, il faudrait que de nouveaux acteurs émergent et que la concurrence joue pleinement. Or, malgré les garanties publiques dont bénéficient les banques, il est notoire que les PME françaises n'accèdent pas aisément à des financements bancaires à des conditions favorables, contrairement aux grandes entreprises.

À cela s'ajoute la question de la diversité des instruments financiers. Les banques n'offrent qu'un seul mode de financement : la dette. Or la dette crée une rigidité à court terme, qui pèse lourdement sur les petites structures. Elle fonctionne comme un loyer : il faut payer chaque mois, même si les revenus baissent. Pour une entreprise dont la trésorerie est limitée et les profits sont incertains à court terme, cette contrainte est redoutable. Elle limite la capacité d'investissement et accroît le risque de défaillance.

Dans ce contexte, il est indispensable de recourir à des financements en fonds propres, c'est-à-dire sous forme d'actions. Les banques n'étant pas conçues pour cela, il faut donc élargir le système financier français afin de permettre un accès accru au capital pour les PME. Aujourd'hui, ce rôle est assumé par les fonds d'investissement.

Ces fonds, dont certains types ont été évoqués précédemment, présentent un avantage décisif : le financement en actions n'exige pas un remboursement immédiat, il repose sur les profits à long terme ou sur une cession future, qui capitalisera l'ensemble de ces profits. Pour l'entreprise, la différence est considérable : dans le cadre de la dette bancaire, le risque pèse presque exclusivement sur elle ; avec un financement en actions, le risque est partagé entre l'investisseur et l'entreprise, ce qui présente un avantage pour les opérations futures.

Dès lors, une recommandation s'impose pour les pouvoirs publics : il faut stimuler la croissance d'investisseurs disposant d'une tolérance pour le risque. Cette évolution est complexe, mais nous pouvons être raisonnablement optimistes et deux exemples le suggèrent :

- pour les grandes entreprises, la France dispose d'un marché des capitaux très développé, comparable aux meilleurs standards internationaux. Le marché obligataire, notamment, est plus avancé que celui de nos voisins allemands. Il

permet aux grands groupes de se financer à long terme, à faible coût et en bénéficiant d'une flexibilité appréciable ;

- pour les PME, la situation est moins favorable, mais des initiatives existent. BPIFrance intervient en capital dans ces entreprises et son modèle est innovant : elle ne se contente pas d'investir seule, elle pratique le co-investissement avec des acteurs privés, tels que des fonds de croissance, de *private equity* ou de capital-risque. Cette combinaison d'expertise publique et de capitaux privés constitue une opportunité réelle. Toutefois, les montants engagés restent très insuffisants et il faut envisager d'autres leviers pour dynamiser ce secteur.

Faut-il encadrer le mouvement d'entrée de nouveaux acteurs ? Un encadrement semble effectivement nécessaire, dans la mesure où ce mouvement comporte des risques : certains fonds font miroiter à leurs investisseurs des rendements extravagants, ce qui peut conduire à des pratiques dommageables pour les entreprises ainsi financées.

Quelles mesures concrètes d'encadrement pourraient être envisagées ? Deux pistes méritent réflexion. La première concerne la transparence, déjà évoquée par monsieur Bédu. Les fonds d'investissement, notamment dans le *private equity*, évoluent dans une opacité qui rend difficile l'évaluation des effets de leurs interventions. Une fois l'entreprise acquise, les restructurations et changements échappent largement au regard public et les études existantes sont insuffisantes.

Je propose 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. Certes, la transparence a un coût pour les investisseurs, mais ces données sont déjà collectées par les fonds : il s'agit simplement de les rendre accessibles. De plus, la transparence permet de distinguer les bons acteurs des mauvais, ce qui renforce la confiance.

La seconde mesure vise à encourager l'investissement en actions nouvellement émises par l'entreprise, plutôt qu'en rachat d'actions déjà existantes. Cette distinction est capitale : lorsque des fonds achètent des actions déjà émises, l'argent rémunère l'ancien propriétaire, il ne sert pas à financer l'activité ; en revanche, l'achat d'actions nouvelles injecte des ressources directement dans la société, favorisant son développement. Les fonds de croissance et de capital-risque privilégient cette dernière approche, tandis que les fonds de LBO rachètent des titres existants. Il est donc essentiel de promouvoir le second modèle, celui du financement en actions nouvellement émises, car il peut réellement favoriser le développement des petites et moyennes entreprises, un enjeu capital pour la France.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour vos présentations respectives.

Sur une période de quinze ans, comment estimez-vous l'impact de ces fonds d'investissement sur l'investissement productif, l'emploi, la compétitivité des entreprises, au-delà des performances financières affichées par les fonds ?

La soutenabilité du modèle du LBO, fondé sur l'effet de levier, est remise en cause dans un contexte de taux plus élevés, révélant un décalage croissant entre

création de valeur économique et ingénierie financière. Une régulation fiscale ciblée pourrait-elle mieux aligner l'intérêt des fonds, celui des entreprises détenues et l'intérêt général ?

M. Ludovic Phalippou. Dans mon propos liminaire, j'ai insisté sur la distinction entre les deux types de fonds, car ils représentent des réalités radicalement différentes. Le besoin de financement des PME françaises est bien réel, j'en partage le constat avec les autres intervenants.

Nous parlons ici de fonds de croissance. Tous les pays souhaitent en disposer davantage, tout comme ils veulent plus de capital-risque. Cette aspiration est universelle : si, historiquement, ce sont les banques qui assuraient le financement des entreprises, aujourd'hui, chacun cherche à diversifier les sources afin de stimuler l'investissement productif.

Les fonds de croissance répondent à cette logique : l'argent injecté va directement à l'entreprise, favorisant son développement.

À l'inverse, un fonds de LBO, comme dans l'exemple des laboratoires Fabre, ne fonctionne pas de cette manière : lorsque le fonds engage 1 Md€, il ne finance pas l'activité de l'entreprise, mais il verse cette somme à l'ancien propriétaire. En d'autres termes, les caisses de Pierre Fabre restent vides. Ces deux opérations sont donc fondamentalement distinctes et il est crucial de ne pas les confondre.

Votre commission semble s'intéresser davantage aux LBO et aux risques qu'ils comportent, plutôt qu'aux fonds de croissance. En France, les LBO sont rares : la majorité des fonds de *private equity* sont orientés vers la croissance, accompagnant les PME par des apports en capital et des prises de participation minoritaires. Mais certains LBO ont marqué les esprits, avec des succès comme Picard ou But, mais aussi des cas plus controversés comme celui de la société Saur.

Dans un environnement de taux d'intérêt élevés, la soutenabilité des LBO est effectivement en question : lorsque les opérations reposent sur un endettement massif, la hausse des taux accroît la charge financière. Une entreprise qui devait rembourser 50 M€ d'intérêts par an peut voir ce montant doubler, fragilisant son équilibre. Cette situation alimente la crainte d'une vague de faillites. Pour l'instant, elle ne s'est pas matérialisée, car les prêteurs préfèrent restructurer la dette plutôt que constater leurs pertes, mais le risque demeure.

La question de la régulation fiscale est centrale.

Après la crise de 2008, la Commission européenne a limité l'endettement des LBO à six fois le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, Ebitda), mais ces règles restent contournables. Or la dette accroît la vulnérabilité des entreprises et le stress des salariés, comme l'atteste une étude récente réalisée auprès d'un grand échantillon, qui révèle une hausse de la consommation d'antidépresseurs après un LBO. Pourtant, 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 –

constituerait donc une mesure pertinente, tout comme repenser les procédures de faillite afin d'éviter des fermetures d'entreprise parfois inutiles. Ces pistes mériteraient une réflexion approfondie pour mieux aligner finance et intérêt général.

M. Olivier Darmouni. Puisque votre commission s'intéresse aux LBO, il faut rappeler que l'effet de levier repose sur une dette financée par les grandes banques. Si l'excès d'endettement pose problème, la régulation ne doit pas viser uniquement les fonds, mais aussi les établissements prêteurs : les pouvoirs publics peuvent agir en catégorisant et en encadrant spécifiquement les prêts liés aux LBO, en imposant de les distinguer des crédits classiques, afin de limiter les risques systémiques et mieux contrôler ces opérations.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. À l'origine, notre réflexion portait sur les fonds qualifiés de « spéculatifs », qu'il s'agisse de *private equity*, de fonds de dette privée ou de *hedge funds*, dont certains pratiquent le LBO. Nous partons d'un constat préoccupant : en dix ans, des dizaines, voire des centaines, d'entreprises ont fait faillite ou se trouvent au bord de la cessation d'activité. Les exemples abondent, de Lapeyre à Novasco, et ils concernent toutes les circonscriptions. Les acteurs impliqués sont connus : Mutares, Alpha Blue Ocean, KKR, EQT, Carlyle, Greybull... entre autres.

Ma première interrogation porte sur la nature de cette prédation, qui consiste à mettre en difficulté les entreprises en exigeant un taux de rentabilité à court terme extrêmement élevé. Est-elle exclusivement liée au LBO ou trouve-t-on des pratiques similaires dans le capital-retournement ?

Le professeur Darmouni a mentionné la responsabilité des banques. Disposez-vous d'une évaluation précise ? Les cas emblématiques semblent pouvoir être imputés aux fonds, mais quelle est la part réelle des établissements prêteurs ? Desquels s'agit-il ?

J'en viens ensuite à la question de l'objectivation : à partir de quel taux de rentabilité peut-on considérer qu'une stratégie devient « prédatrice » ? Monsieur Bédu a évoqué des données émanant d'institutions privées ou de la presse. Cela signifie-t-il que l'évaluation publique est inexistante ?

L'audition de la Banque de France par la commission d'enquête laisse craindre un déficit d'information, malgré les travaux de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et ceux de la direction générale des entreprises (DGE). Existe-t-il aujourd'hui une évaluation publique de l'ampleur de ces fonds et de leurs conséquences sur l'industrie française ?

Enfin, la transparence est cruciale. Quelles données la puissance publique devrait-elle exiger pour exercer un contrôle et une régulation efficaces ?

Qu'en est-il des avantages fiscaux ou réglementaires dont bénéficieraient ces fonds par rapport au secteur bancaire ? Plus globalement, estimez-vous que le risque de prédation du tissu productif s'accroît, non seulement du côté des fonds, mais aussi des banques qui financent ces opérations ?

M. Ludovic Phalippou. Il ne s'agit pas ici de parler de « prédation » ou de « court-termisme », mais de véhicules financiers dont l'objectif est de maximiser le rendement en acquérant des actifs. Limiter la rentabilité ou imposer un plafond est irréaliste : la régulation doit porter sur d'autres leviers, comme la protection des salariés ou la limitation de l'endettement.

Les difficultés surviennent lorsque la dette est massive et que les taux augmentent dans une économie peu dynamique. La situation peut dégénérer en faillite, dont il faut distinguer deux types : la faillite « économique », liée à des faiblesses structurelles, et la faillite « financière », due à un excès de dette alors que l'entreprise reste saine. Dans ce dernier cas, le problème ne concerne pas la viabilité de l'activité, mais l'impossibilité de rembourser des créanciers. Or nos systèmes de faillite sont archaïques, conçus pour un autre contexte, et ils imposent des procédures lourdes et inadaptées.

Il faudrait s'inspirer du modèle américain (chapitre 11 de la loi sur les faillites), qui permet d'effacer rapidement les dettes et de maintenir l'activité d'une entreprise fondamentalement saine. Cette approche responsabilise les prêteurs et évite des destructions économiques inutiles. Plutôt que de chercher à plafonner la rentabilité, ce qui serait impraticable, il conviendrait de moderniser la gestion des faillites et d'appliquer des règles communes à tous les acteurs, afin de préserver l'emploi et la continuité des entreprises.

M. Olivier Darmouni. Les LBO sont des opérations ne sont jamais menées par des fonds seuls : elles associent systématiquement des banques. Les transactions reposent sur un consortium bancaire, qui fournit la majeure partie des capitaux sous forme de dette. Sans l'accord des banques, rien ne peut se faire.

Les banques sont fortement régulées depuis la crise financière, ce qui limite leur capacité à prendre des risques. En revanche, les acteurs non bancaires ne sont pas soumis aux mêmes contraintes. Cet élément explique l'essor des financements non bancaires, par exemple à travers les obligations ou les fonds d'investissement. Certains parlent de « *shadow banking* », terme imprécis mais révélateur d'un contournement des lourdeurs et contraintes imposées au secteur bancaire.

Ce mouvement est positif, car il diversifie les sources de financement. En effet, le modèle français, historiquement centré sur la dette bancaire, n'est pas adapté si l'on veut réduire le levier excessif des LBO. Or ces opérations restent paradoxales : elles se réclament du *private equity*, mais elles reposent en réalité sur 70 % à 80 % de dette.

La transparence et l'évaluation constituent effectivement des enjeux essentiels. En France, nous manquons cruellement de données complètes sur ces transactions. Les bases existantes sont fragmentaires et les études scientifiques, bien que nombreuses et utiles, demeurent insuffisantes.

Il serait, à ce titre, souhaitable que votre commission propose d'imposer la collecte systématique d'informations sur l'emploi, la structure financière et les restructurations après une acquisition. Une telle obligation permettrait de dépasser

les approximations et autres recoupements imprécis et d'évaluer véritablement les effets des opérations.

Enfin, la notion de « prédation » est intéressante, mais complexe à définir. Plutôt que de restreindre le nombre d'acteurs, ce qui renforcerait les comportements agressifs, il faudrait élargir l'accès au financement pour les PME : plus le marché est ouvert, plus il attire des investisseurs aux objectifs raisonnables et moins il dépend de fonds promettant des rendements extravagants à court terme.

M. Nicolas Bédu. L'histoire du système financier français s'inscrit dans une logique profondément marquée par la domination des banques et des compagnies d'assurance. Dès ses origines, ce modèle s'est structuré autour de grands acteurs soutenus par les pouvoirs publics, ce qui explique qu'aujourd'hui que le Crédit agricole et BNP Paribas figurent parmi les dix plus grandes banques mondiales, tandis qu'AXA se classe parmi les dix premières compagnies d'assurance. Cette structuration a entraîné des conséquences sur l'évolution des pratiques. Les leaders du *private equity* français, Ardian et PAI Partners, sont eux-mêmes respectivement issus de *spin-offs* d'AXA et de BNP Paribas, preuve que les banques ont été présentes dès le départ dans ce segment.

Cette puissance reflète la volonté de l'État de consolider une place financière forte, considérée comme un levier stratégique dans la compétition internationale. Les travaux sur les « *Global Cities* » montrent bien ce lien entre influence géopolitique et poids des institutions financières. En France, cette industrie repose sur des banques universelles performantes, capables d'opérer à l'échelle mondiale.

Le système bancaire a longtemps été le pilier du financement des entreprises, mais la crise financière de 2007-2008 a introduit des changements majeurs. Les nouvelles réglementations ont renforcé les contraintes pesant sur les banques, limitant leur capacité à prêter et à prendre des risques. Ce durcissement a favorisé l'essor des financements non bancaires.

Cette évolution s'est accompagnée d'une transformation du capitalisme. Le seuil de 15 % de rentabilité, souvent cité, n'a pas de fondement scientifique solide, mais il illustre une tendance : la recherche de rendements élevés pour les détenteurs de capital, parfois au détriment du partage de la valeur ajoutée. Ainsi, lorsque la rentabilité financière progresse sans que la valeur créée par l'entreprise augmente, l'ajustement s'effectue au détriment des salariés.

Peut-on alors parler de « prédation » ? Dans ce sens, probablement, mais la notion reste effectivement difficile à définir. Le capital-retournement, un secteur de niche, illustre ces tensions et certains cas sont emblématiques, comme celui de Samsonite, contraint de passer de la fabrication de valises à celle de panneaux solaires – un projet dont l'irréalisme a précipité l'échec. Dans ces situations, les fonds appliquent des commissions pour compenser l'absence de performance, avec la pratique longtemps courante dans le *private equity* d'une rémunération fixe (*management fees*) et indépendante des résultats de la cible. Ce modèle a évolué vers des logiques de liens plus étroits avec la performance, mais il subsiste des cas de rémunérations forfaitaires.

La question des données est cruciale. Les informations disponibles proviennent principalement de l'association France Invest, qui ne couvre que ses propres adhérents. Par ailleurs, les acteurs étrangers échappent à ce suivi et la transparence reste limitée. En outre, lorsqu'une entreprise traverse des difficultés, elle cesse souvent de déposer ses comptes deux ans avant la procédure collective, ce qui accentue le déficit d'information. Cette opacité complique l'évaluation macro-économique des impacts du *private equity* sur l'emploi, la fiscalité et la compétitivité.

La fiscalité joue effectivement un rôle déterminant. Lorsqu'une entreprise rachetée cesse de payer l'impôt sur les sociétés en raison de pertes liées à la restructuration, la collectivité en assume le coût – notamment à travers l'Association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés (AGS), du fait des indemnités de licenciement. Les effets s'étendent aux fournisseurs et à l'écosystème local, avec des délais de paiement modifiés et des tensions sur les créances. Ces impacts sont réels, mais difficiles à mesurer faute de données longitudinales.

M. Gérard Leseul (SOC). Quelles sont, selon vous et en quelques mots, les conditions de réussite d'un LBO ? Vous avez, en effet, cité quelques exemples, mais vous n'avez pas explicité les éléments qui avaient permis la réussite.

Vous avez parlé, à juste titre et à plusieurs reprises, du rôle des banques, bien que les banques de détail ne soient pas impliquées dans les opérations des *hedge funds*. Cependant, ces banques de détail, partenaires des entreprises, sont informées des prises de participation extérieures. Observez-vous alors une rigidification des relations entre la banque et l'entreprise en raison de l'intervention extérieure d'un *hedge fund* ?

Monsieur Phalippou a justement évoqué la distinction entre « faillite financière » et « faillite économique », tout en relevant les difficultés inhérentes aux mécanismes d'intervention. Ne pensez-vous pas que le médiateur du crédit serait utile pour les entreprises ? Son rôle ne pourrait-il pas être étendu à ces domaines ? Faut-il envisager un « médiateur de la dette » ?

Nous n'avons pas encore évoqué le rôle des commissaires aux comptes. Ne pensez-vous pas qu'ils devraient jouer un rôle essentiel de vigie, voire d'alerte, dans certaines situations ?

M. Ludovic Phalippou. Quand peut-on dire qu'un LBO « fonctionne » et quand peut-on considérer qu'il échoue ? Dans ma présentation, j'ai déjà évoqué un élément-clé : le contexte concurrentiel. Lorsqu'une entreprise évolue dans un environnement où la compétition est forte, ces opérations de LBO se déroulent généralement bien. Elles réussissent aussi lorsque l'entreprise était préalablement mal gérée, car l'arrivée d'un acteur focalisé sur la rentabilité impose une discipline et corrige des inefficiences.

Parmi les opérations concernant des sociétés évoluant dans un contexte concurrentiel, il est possible d'évoquer But pour le mobilier, Prêt-à-manger ou Picard dans le secteur alimentaire. Puisque le client potentiel n'est pas contraint d'acheter chez ces enseignes, la pression concurrentielle existante oblige à offrir un

produit attractif. Dans ce cadre, l'expertise des fonds en matière de gestion et leur concentration sur le profit peuvent être bénéfiques.

De même, dans des entreprises où la gestion est laxiste, l'intervention d'un fonds apporte des pratiques plus rigoureuses. À titre d'exemple, aux États-Unis, il est courant que des sociétés possèdent des jets privés pour leurs dirigeants. Des études ont montré que les fonds qui rachètent ces entreprises vendent la moitié de cette flotte, supprimant des dépenses inutiles. Cette rationalisation améliore la performance sans nuire au consommateur, surtout dans un marché concurrentiel.

En revanche, les LBO échouent presque systématiquement dans les environnements non concurrentiels, notamment lorsqu'ils impliquent des partenariats public-privé. Dans ces cas, l'asymétrie de compétences entre les pouvoirs publics et les fonds conduit à des déséquilibres majeurs, au profit des seconds et au détriment des premiers.

Il faut en revanche rappeler que, quelle que soit la qualité de la gestion, l'endettement reste le talon d'Achille. Une entreprise surchargée de dettes devient vulnérable et une hausse des taux (ou un ralentissement économique) suffit à la fragiliser.

La solution ne réside donc pas dans la stigmatisation des fonds, mais dans la régulation de la dette : il faut limiter la déductibilité des intérêts, encadrer les niveaux d'endettement et moderniser les procédures de faillite. Nos systèmes actuels, hérités du XVIII^e siècle, sont inadaptés.

Il est urgent de mettre en place des mécanismes permettant de préserver les entreprises viables et de restructurer rapidement leurs dettes.

M. Olivier Darmouni. Les opérations de LBO sont le métier des banques d'affaires, non celui des banques de détail. Elles impliquent des montants considérables et des risques élevés et requièrent une expertise spécifique.

En pratique, lorsqu'une entreprise est rachetée par un fonds via un LBO, ses créanciers initiaux sont généralement remboursés immédiatement. Ce sont alors de nouveaux prêteurs qui reprennent la dette, souvent plus importante qu'auparavant.

Pour une banque de détail partenaire d'une entreprise ciblée par un fonds de LBO, il n'y a pas de perte financière à craindre. Elle peut même être remboursée plus tôt, sous réserve des clauses contractuelles négociées en amont.

Si une inquiétude subsiste quant à la capacité de remboursement future, il lui est possible de négocier avec les nouveaux créanciers afin qu'ils rachètent la part détenue. À mon sens, il n'existe donc pas de phénomène systématique de contagion des risques des grandes banques vers les petites (*spill-over*), mais, faute de données suffisantes, il serait pertinent d'en collecter davantage.

J'en reviens à un point essentiel : celui de la fragilité de la dette. Le système français, comme ceux de plusieurs pays européens, demeure en retard par rapport aux standards anglo-saxons. Les États-Unis et le Royaume-Uni disposent de mécanismes bien plus efficaces. Les données de la Banque mondiale sont éclairantes : la durée nécessaire pour restructurer une entreprise en France y est

largement supérieure à celle observée ailleurs. Ces inefficiences nous contraignent à limiter le financement par dette, ce qui freine la croissance, l'investissement et l'émergence de nouveaux acteurs.

Une réforme s'impose, idéalement à l'échelle européenne. Avant la crise sanitaire, un projet de cadre commun pour les faillites était en cours, mais il a été suspendu au moment où les problèmes de liquidité étaient les plus aigus. Sa relance est timide. Il serait crucial que les parlementaires français s'engagent résolument pour instaurer un nouveau cadre.

Un système efficace doit en effet réduire le nombre de faillites qui se transforment en liquidations. Une faillite n'implique pas la disparition immédiate de l'entreprise : il s'agit d'une cessation de paiement temporaire, le temps de régler le sort des créances. Si la restructuration est rapide, les fonds d'investissement absorbent les pertes en fonds propres, les banques récupèrent une partie de leurs créances et l'entreprise poursuit son activité, certes à taille réduite. Il s'agit là d'un système de banqueroute efficace et c'est ce qu'il faut chercher à mettre en place.

À l'inverse, l'inefficacité actuelle incite les banques à liquider pour maximiser le recouvrement, ce qui détruit des emplois, freine l'investissement et affaiblit l'écosystème économique.

M. Nicolas Bédu. Le lien entre les banques et les fonds de LBO mérite d'être précisé. Pour une banque, l'arrivée d'un investisseur professionnel dans une entreprise constitue généralement un atout. Elle s'accompagne d'une meilleure gestion de la trésorerie et réduit le recours aux concours bancaires courants, ces avances mensuelles indispensables à la survie de l'entreprise. La majorité des opérations sont du type *Management Buy-Out* (MBO) : dans ce cas, le fonds s'appuie sur l'équipe dirigeante existante, souvent en enrôlant le directeur financier. Ce dernier joue un rôle clé, car il connaît l'entreprise de l'intérieur tout en partageant le langage des investisseurs, facilitant ainsi le montage.

Pour les banques, l'intérêt ne s'arrête pas là. Ces opérations transforment parfois des cadres dirigeants salariés en millionnaires lors de la revente. Dans le contexte d'une banque universelle comme la banque française, cela peut profiter à la filiale de banque privée, qui voit arriver de nouveaux clients fortunés. Sans affirmer que ce scénario est systématique, il illustre l'alignement d'intérêts entre les établissements bancaires et les fonds. Je le redis : la présence de financiers parlant le même langage que les banquiers simplifie les relations et sécurise les opérations.

M. Olivier Darmouni. Les commissaires aux comptes et le médiateur du crédit ont un devoir de vigilance et de transparence pour garantir que la situation est correctement appréhendée et que l'intérêt général est préservé. Cette exigence dépasse le cadre des LBO, elle concerne l'ensemble des mécanismes de financement par dette.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Je souhaite revenir sur la notion de « prédation » appliquée aux fonds d'investissement. Elle désigne la volonté de capter rapidement la valeur créée par l'entreprise, quitte à la fragiliser, voire à la

mener à la faillite ou à la liquidation. En France, on peut recenser des centaines de cas pendant la dernière décennie, ce qui en fait un sujet majeur d'étude.

Selon vous, existe-t-il d'autres techniques que le LBO qui conduisent à cette prédation, telle que je viens de la définir ? D'autres pratiques accentuent ce phénomène, notamment la conversion de dettes en capital lorsque l'entreprise ne peut plus rembourser. Cette transformation confère aux fonds un pouvoir accru sur les décisions stratégiques, souvent orientées vers la maximisation de la valeur à court terme : frais de conseil exorbitants, abandon d'activités jugées non rentables (mais essentielles à long terme pour l'entreprise ou l'intérêt général), cessions d'actifs, etc. L'objectif reste identique, puisqu'il s'agit d'optimiser la valorisation en cinq ans, avant de revendre.

La France constitue le premier « marché » européen pour les LBO, ce qui traduit une vulnérabilité structurelle. Pourquoi est-elle particulièrement exposée ? Avez-vous identifié des risques spécifiques en lien avec des secteurs stratégiques déjà accaparés ou en cours de prédation ? Je pense, par exemple, aux cas de Latécoère ou du Doliprane, qui illustrent ce risque pour notre souveraineté économique.

Enfin, il faut souligner que la majorité des financements semble provenir de fonds étrangers, principalement américains, même si les données précises manquent. Le confirmez-vous ?

M. Ludovic Phalippou. Il est important de clarifier plusieurs points sur le fonctionnement des LBO et de corriger des perceptions parfois inexactes.

Contrairement à certaines idées reçues, aucun fonds n'a pour objectif de mener une entreprise à la faillite : une faillite représente une perte totale pour le fonds, ce qui irait à l'encontre de sa logique économique. Les données disponibles le confirment : les gains sont corrélés à la performance des entreprises. Lorsqu'une société prospère, le fonds réalise des bénéfices importants ; lorsqu'elle échoue, les pertes peuvent être considérables. Il peut arriver qu'un fonds récupère une faible somme malgré une faillite, mais ces cas sont rares et marginaux.

Concernant l'origine des fonds, la domination américaine est écrasante : près de 90 % des acteurs du LBO sont basés aux États-Unis, alors que les fonds de capital-risque et de croissance sont plus également répartis dans le monde. Le modèle LBO est né là-bas et reste largement concentré entre leurs mains. Les fonds européens sont très minoritaires, en comparaison. Toutefois, l'argent qui alimente les fonds américains provient en grande partie d'Europe et du Moyen-Orient, via des fonds de pension hollandais, scandinaves ou des fonds souverains, qui sont actionnaires de ces fonds. Les bénéficiaires finaux ne sont donc pas exclusivement américains.

Quant à la France, elle figure parmi les marchés de LBO les plus actifs en Europe, mais derrière le Royaume-Uni. Si l'on rapporte le nombre d'opérations à la population, le Benelux et la Scandinavie sont en tête. La France se distingue néanmoins par un facteur clé : la solidité de ses banques locales.

Les LBO nécessitent des financements importants et les établissements français, comme leurs homologues britanniques ou néerlandais, disposent des capacités pour soutenir ces opérations. À l'inverse, en Italie, en Espagne, au Portugal ou en Grèce, la faiblesse du secteur bancaire limite fortement le recours à ce type de montage.

M. Olivier Darmouni. 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 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. Ce mécanisme crée un environnement propice à des stratégies agressives. Deux scénarios se dessinent alors : lorsque l'opération réussit, le fonds réalise des gains substantiels ; lorsqu'elle échoue, l'État intervient parfois pour éviter la liquidation, limitant ainsi les pertes.

M. Nicolas Bédu. Il existe une différence fondamentale, dans le tissu industriel, entre la France et le *Mittelstand* allemand, où la taille des entreprises et la culture de l'industrie sont singulières.

Le système bancaire joue également un rôle déterminant dans la protection contre certaines prises de contrôle, mais il n'empêche pas toutes les vulnérabilités. Prenons le domaine des actifs stratégiques, notamment le secteur de la mécanique de précision : les entreprises, souvent de petite taille, fournissent des groupes majeurs comme Safran ou Thalès ; elles ne bénéficient pas d'une protection étatique systématique et elles peuvent être rachetées discrètement.

Ce constat m'a interpellé en observant Photonis à Brive-la-Gaillarde, leader européen de l'optronique de combat, qui fut l'une des rares sociétés protégées d'une prise de contrôle étrangère. Mais, autour de ces grands noms, une multitude de TPE et PME spécialisées dans le tournage-fraisage restent exposées, bien qu'indispensables à l'industrie française.

Cette fragilité s'explique par la segmentation des chaînes de valeur : les grands groupes externalisent certaines activités, pour des raisons économiques évidentes. Ce choix, rationnel, laisse cependant des entreprises stratégiques « sous le radar », donc vulnérables à des rachats qui menacent notre souveraineté industrielle.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Le cas du fonds Mutares illustre parfaitement une dérive préoccupante aux yeux de ceux qui défendent les salariés d'entreprises reprises par ce fonds de retournement. Il concerne plus particulièrement la facturation massive de services, souvent inutiles, qui finit par vider l'entreprise de sa substance. Cette stratégie s'accompagne parfois de pratiques scandaleuses, comme la vente clandestine d'actifs. Les avocats des salariés parlent même de « largesses législatives », expression qui souligne l'existence de failles dans le cadre juridique, permettant de tels abus. Qu'en pensez-vous ?

M. Ludovic Phalippou. Je me permets de répondre à votre question, dans la mesure où je pense avoir réalisé l'étude la plus complète sur ce sujet, à partir de

données américaines. Les pratiques de facturation abusive dans certaines opérations de *private equity* ne sont pas rares, mais, techniquement, de tels agissements sont illégaux : la loi interdit l'abus de biens sociaux et proscriit la déduction fiscale de services fictifs. Des règles existent, mais elles ne sont pas appliquées et la question centrale porte donc sur cette absence d'application.

Les raisons tiennent à un manque de connaissance du monde du *private equity* par la sphère judiciaire, à son manque de culture financière et à la complexité des montages. 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 semblent inexistantes. Le défaut d'application observé ne découle donc pas de carences de la loi, mais plutôt d'un appareil judiciaire insuffisamment préparé – une difficulté comparable à celle relevée dans la gestion des faillites.

M. Olivier Darmouni. Le problème des *management fees* est spécifique à l'investissement en *equity*. L'actionnaire, en tant que décisionnaire, dispose d'une latitude considérable pour imposer des frais ou des restructurations : cette position crée un terrain favorable à des pratiques pseudo-légales, voire illégales, qui visent à maximiser les rendements. En revanche, les investissements minoritaires ou sous forme de dette offrent moins de marge pour de telles dérives.

M. Ludovic Phalippou. Le législateur pourrait néanmoins intervenir en interdisant explicitement certaines pratiques. Dans une entreprise publique, il serait illégal, pour un membre du directoire, de facturer des services de *consulting* à la société qu'il dirige, afin d'éviter les conflits d'intérêts. Étendre cette interdiction aux entreprises privées serait simple et efficace. Dans d'autres pays, comme le Royaume-Uni, ces pratiques sont tolérées, mais leur interdiction renforcerait la transparence et offrirait un cadre plus sain.

Mme Alix Fruchon (DR). Je souhaite évoquer le cas de Vivarte, qui a particulièrement affecté le département où je suis élue (Indre). Il illustre une dérive préoccupante des stratégies financières. En 2017, le groupe affichait près de deux milliards d'euros de dettes et regroupait des enseignes comme Naf Naf, André ou La Halle. Finalement, plus de 1 600 emplois ont été supprimés, dont des centaines à Issoudun. L'entreprise n'a certes pas fait faillite, mais elle a été vidée de sa substance pour permettre aux actionnaires de revendre leur participation à un prix élevé. Cette logique s'oppose à celle des dirigeants de PME ou d'entreprises de taille intermédiaire (ETI), qui visent un développement durable. Ici, l'intérêt est purement financier, centré sur le court terme. Est-il possible d'encadrer l'intérêt affiché par les fonds lors des rachats ?

M. Nicolas Bédu. Vivarte illustre effectivement un « accident industriel », révélateur des fragilités du LBO. L'échec ne résulte pas d'une volonté de prédation, mais d'un tournant stratégique manqué, face à l'essor de la vente en ligne. Comme Toys “R” Us, le groupe n'a pas su adapter son modèle au prêt-à-porter numérique.

L'investissement initial était lourd et un fonds de LBO ne peut se permettre une telle défaillance sans conséquences majeures.

Ce cas rappelle que la réussite repose sur la stabilité des conditions de marché. À titre d'exemple, Picard, souvent cité comme exemple positif, demeure extrêmement endetté. Si les comportements de consommation évoluent et que le surgelé perd de son attrait, la situation pourrait devenir critique.

M. Olivier Darmouni. Le mécanisme fondamental du LBO repose sur une logique simple : le fonds gagne en revendant l'entreprise rapidement et au prix le plus élevé.

Or une société en faillite, ou inadaptée à son marché, ne peut être valorisée. Ce système incite donc, naturellement, à maintenir des entreprises performantes et créatrices de valeur.

Dès lors, les fonds cherchent des structures solides, capables d'anticiper les évolutions et de rester compétitives, car ce sont elles qui se revendent cher. Dans ce cas, les principales questions, pour le fonds, portent sur le prix de la vente et l'identité de l'acheteur – une « coquille vide » ne vaut rien.

Toutefois, cette logique reste centrée sur la rentabilité financière, qui ne reflète pas toujours la valeur économique globale : on sait bien que le prix ne capture pas tout. Telle est la limite du mécanisme, qui privilégie le court terme.

M. Ludovic Phalippou. Le cas de Vivarte illustre parfaitement la fragilité des entreprises sous LBO. Il est peu probable que le fonds ait réalisé des gains significatifs sur Naf Naf ou La Halle, car une société lourdement endettée résiste mal aux chocs. Lorsqu'un tournant stratégique est manqué – l'essor du *e-commerce*, la concurrence d'Amazon ou la pression des importations chinoises –, la dette amplifie la vulnérabilité. Sans un système de faillite efficace permettant une restructuration rapide et un changement d'actionnaires et de créanciers, l'entreprise s'effondre. Or, en France, ce mécanisme est lent et complexe, ce qui aggrave la situation.

M. Olivier Darmouni. Les fonds de croissance visent la rentabilité, mais leur logique peut tolérer la prise de risques élevés. Certains adoptent une stratégie de portefeuille : il s'agit ici de diversifier les investissements en espérant des gains massifs sur quelques réussites, quitte à accepter des échecs ailleurs. Ce modèle est courant dans le capital-risque. Cette dynamique explique pourquoi certains fonds prennent des paris audacieux, parfois excessifs.

M. Ludovic Phalippou. En moyenne, les stratégies de LBO aboutissent à une faillite dans un cas sur dix. À ce titre, il convient de souligner que la réputation des fonds est très importante. Mettre beaucoup de dette, c'est prendre beaucoup de risques : les acteurs expérimentés, dotés d'une solide réputation et d'une expertise dans la gestion des créanciers, réussissent mieux que les fonds « cow-boys », qui prennent des risques inconsidérés.

Ces comportements posent une question cruciale : faudrait-il instaurer une forme de « licence » ou de « certification » pour garantir que seuls des acteurs

qualifiés puissent engager des montages aussi risqués ? Une telle mesure renforcerait la sécurité économique et limiterait les dérives.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Le cas Vivarte illustre un accident industriel majeur, mais il n'est pas isolé. Certains fonds, comme Mutares, ont conduit à la faillite une dizaine d'entreprises. Même si la faillite ne constitue pas l'objectif premier, elle apparaît comme un dommage collatéral fréquent.

Vous évoquez une moyenne d'une faillite sur dix en LBO, mais, pour certains fonds, le nombre semble bien supérieur. Dispose-t-on de données sur la proportion d'entreprises liquidées par les fonds de retournement ?

Vous avez suggéré que la régulation ne devrait pas viser un taux de rentabilité, mais plutôt le levier d'endettement maximal. Pouvez-vous confirmer qu'il s'agit bien d'une piste prioritaire ?

Enfin, la question des données reste cruciale. Nous avons constaté, dès l'audition de la Banque de France, l'absence de statistiques fiables sur l'ampleur des fonds et leurs conséquences, hormis des travaux scientifiques ou des articles de presse.

Si une collecte systématique devait être mise en place, qui devrait en avoir la responsabilité, selon vous ? Nous serions également très intéressés par vos études sur ce sujet.

M. Ludovic Phalippou. Je ne connais pas les responsables de Mutares, ni leurs motivations. Par nature, les fonds de retournement interviennent sur des entreprises en difficulté, ce qui explique un taux élevé de faillites. Dans ce secteur, l'échec est fréquent, puisque le taux de réussite n'est que de 50 %. Cela ne signifie pas qu'ils les provoquent, mais qu'ils opèrent dans un contexte à haut risque. Il faut toujours distinguer corrélation et causalité : le lieu où les gens meurent le plus, c'est l'hôpital ; cela ne signifie pas que les hôpitaux tuent les gens... (*Sourires.*)

M. Nicolas Bédu. On peut, malgré tout, soupçonner Mutares d'être spécialisé dans la liquidation d'entreprises. Mais il faut être prudent. 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 : c'est ce qui explique sa cession. Or Lapeyre était déjà en difficulté et, comme le souligne monsieur Phalippou, elle aurait probablement connu le même sort, même sans Mutares.

Les fonds de capital-retournement sont des acteurs qui interviennent dans des cas très spécifiques, par exemple celui de filiales dont les entreprises-mères veulent se séparer sans en supporter le coût social et médiatique. Ils ne représentent pas les acteurs majeurs du *private equity*, mais des fonds particuliers, souvent liés à des situations complexes. Si un fonds se spécialise dans la liquidation, la proportion de faillites sera naturellement élevée.

Quant à la collecte des données, elle pourrait être confiée à BPIFrance, qui suit déjà le capital-risque et la croissance, ou à une autorité comme l'AMF ou l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR).

M. Olivier Darmouni. La question des données et du contrôle des LBO est centrale. Ces opérations reposent principalement sur la dette, financée par de grandes banques d'affaires.

Ces établissements, experts en *reporting*, pourraient constituer des leviers efficaces pour instaurer un suivi renforcé : chaque acquisition financée par une banque devrait faire l'objet d'un *reporting* spécifique, incluant non seulement les données financières, mais aussi des indicateurs sur l'emploi, les salaires, les investissements, la gestion des actifs et la structure de trésorerie. Ce rôle pourrait également être confié aux commissaires aux comptes, mais les banques, en tant qu'intermédiaires-clés, sont les mieux placées pour garantir la transparence.

Plutôt que d'imposer des obligations complexes à chaque entreprise, il serait plus pertinent de cibler ces grands acteurs qui donnent le « feu vert » aux transactions.

M. Ludovic Phalippou. Une régulation européenne existe déjà, puisque le taux d'endettement maximal est fixé à six fois l'Ebitda. Cependant, cette règle manque d'efficacité, car la définition de l'Ebitda permet des contournements.

Une piste plus robuste consisterait à agir sur la déductibilité fiscale des intérêts. Le modèle britannique est éclairant : dans ce pays, toute dette dont le taux dépasse 8 % n'est pas déductible, quelle que soit sa qualification. Cette mesure simple limiterait les excès, mais elle suppose une coordination fiscale européenne. En effet, sans harmonisation, des juridictions comme le Luxembourg continueront d'offrir des échappatoires, via des véhicules financiers implantés dans des zones à fiscalité avantageuse.

De fait, les montages LBO peuvent impliquer des dizaines de structures réparties entre plusieurs pays, rendant indispensable une coopération européenne pour éviter les arbitrages réglementaires.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour la qualité de ces échanges, extrêmement riches et intéressants. Vous pouvez, le cas échéant, les compléter, en répondant par écrit au questionnaire qui vous a été envoyé il y a quelques jours et en adressant les documents que vous jugerez utiles au secrétariat de la commission d'enquête.

*

* *

3. Audition, dans le cadre d'une table-ronde, diverses organisations syndicales (29 janvier 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous commençons notre journée d'auditions par une table-ronde réunissant les représentants de plusieurs organisations syndicales.

Je leur souhaite la bienvenue et remercie de leur présence : M. Fabien Guimbretière, secrétaire national responsable de la politique industrielle et de la politique des territoires, au titre de la CFDT ; M. Didier Chaix et M. Jérôme Guillemain, délégués syndicaux de Kem One, au titre de la CGT ;

Mme Rachel Barrion, secrétaire confédérale en charge de l'économie et du service public, au titre de la fédération Force ouvrière ; M. Nicolas Blanc, secrétaire national à la transition économique, au titre de la CFE-CGC ; et M. Sekou Niangado, délégué syndical central chez Natixis et conseiller du président confédéral sur les questions de finances, au titre de la CFTC.

Les syndicats, par leur rôle de représentation et de défense des intérêts des salariés, sont particulièrement qualifiés pour apporter à notre commission un témoignage de première main sur la présence des fonds d'investissement dans les entreprises. Vous connaissez la diversité des entreprises dans lesquelles ces fonds interviennent, qu'il s'agisse d'entreprises en bonne santé financière et en croissance ou, au contraire, d'entreprises en difficulté. Vous pouvez, par conséquent, témoigner des incidences de leurs interventions, sur la gestion de l'entreprise à moyen et long terme, et, bien évidemment, de leurs effets sur l'emploi.

Si l'action des fonds d'investissement est parfois positive pour l'entreprise, elle suscite à l'inverse, dans certains cas, des critiques liées aux graves conséquences pour l'emploi. Aussi est-il essentiel de parvenir à une connaissance claire et objective des mécanismes à l'œuvre dans ces situations : pleinement informés, nous pourrions mieux envisager les remèdes à apporter. C'est le meilleur service que notre commission d'enquête puisse rendre à notre pays, aux salariés victimes et, au-delà, au monde du travail tout entier.

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

(MM. Fabien Guimbretière, Didier Chaix et Jérôme Guillemain, Mme Rachèle Barrion et MM. Nicolas Blanc et Sekou Niangado prêtent serment.)

M. Didier Chaix (CGT). La société Kem One est née de la volonté du groupe Arkema de céder son pôle vinylique au repreneur Gary Klesch, un industriel très controversé. Kem One est une entreprise répartie sur six sites industriels, dont le siège social se situe à Lyon.

Nous opérons dans la filière vinylique, qui va de l'extraction de sel à la production de PVC, en passant par la production de chlore et de soude.

Nous nous sommes retrouvés en redressement judiciaire au bout de six mois. Arkema avait laissé 100 millions d'euros (M€) dans les caisses de Kem One pour que M. Gary Klesch puisse poursuivre l'activité. Très vite, celui-ci a asséché l'entreprise en ne payant plus les fournisseurs et, bien évidemment, il est « parti

avec la caisse ». À l'époque, nous avons sollicité les services de l'État, en la personne du ministre Arnaud Montebourg et celle de M. Emmanuel Macron, également impliqué dans le dossier. Les services de l'État nous ont aidés à trouver un repreneur. La CGT était porteuse d'un projet, mais c'est finalement M. Alain de Krassny, un industriel, qui a repris les rênes : le tribunal de commerce lui a cédé l'entreprise, qui comptait 1 300 salariés, pour 5 M€, une somme très faible à l'échelle de notre industrie.

Les années qui ont suivi ont été fastes, car les marchés du PVC et de la soude étaient porteurs. L'entreprise est donc très vite sortie de l'ornière. Fin 2021, M. Alain de Krassny a pris la décision de céder son entreprise au fonds d'investissement Apollo : elle était si florissante qu'il l'a vendue 750 M€, une somme colossale pour un seul homme. Apollo a structuré l'acquisition de Kem One par un *Leveraged Buy-Out* (LBO), système d'endettement de l'entreprise dans lequel l'acquéreur ne prend aucun risque. Le financement a été assuré sous plusieurs formes : un emprunt obligataire de 450 M€, qui génère chaque année 25 M€ d'intérêts sans que le principal soit remboursé ; 100 M€ versés à M. Alain de Krassny, sous forme de dividendes prélevés sur les comptes de Kem One, qui affichait de très bons résultats ; un apport de 250 M€ en fonds propres par Apollo.

Malheureusement, comme beaucoup d'entreprises, Kem One a souffert de la covid-19, durant laquelle notre activité s'est très fortement réduite. Or, dans un système de LBO où l'entreprise autofinance ses investissements, une baisse des résultats entraîne inévitablement une diminution des investissements. Nous avons un grand projet d'électrolyse chlore à Fos-sur-Mer, mené jusqu'à la fin de l'année dernière, qui a mobilisé énormément de fonds. Malgré cela, Apollo a continué de prélever tous les frais (intérêts de la dette, *management fees*, etc.) et a eu recours, depuis son arrivée, à des cabinets de consultants – une pratique très fréquente dans cet univers. Pour la période 2024-2025, ce ne sont pas moins de 25 M€ de frais de conseil qui ont été prélevés sur les comptes de Kem One, ce qui a grevé d'autant l'enveloppe dédiée aux dépenses d'investissement (*Capital Expenditures*, Capex).

En 2025, l'entreprise commençant à manquer de trésorerie pour payer les salaires, l'électricité, etc., il a fallu lever 200 M€ de prêts supplémentaires auprès des prêteurs Monarch et Arini. Cela augmente évidemment la dette et génère 12 M€ d'intérêts additionnels. Ajoutés aux 25 M€ précédents, cela porte le total à 37 M€, sans compter les *management fees* et les frais de conseil.

Le résultat est qu'aujourd'hui, chaque début d'année, nous devons déboursier un minimum de 40 M€ pour payer tous ces frais, avant même d'avoir produit la moindre tonne de chlore, de soude ou de PVC. Pour 2026, nous nous retrouvons dans une situation où le montant des Capex, évalué par nos dirigeants à environ 50 M€, est quasiment équivalent aux frais et aux intérêts de la dette. Pas plus tard qu'en début de semaine, lors d'un comité social et économique central (CSEC) extraordinaire, la direction générale nous a annoncé lever 30 M€ d'emprunts supplémentaires auprès d'Arini et de Monarch, faute desquels les salaires de janvier ne pourraient être versés.

Nous sommes donc dans une entreprise qui se portait bien et dont Apollo, en quatre ans, a organisé la dégradation financière. Aujourd'hui, la captation des flux financiers est constante, quelle que soit la situation. Tous ces acteurs sont rémunérés même lorsque la conjoncture est défavorable à l'entreprise, ce que nous dénonçons.

En tant que représentants du personnel, nous sommes informés et consultés sur les sujets majeurs ; mais même lorsqu'un front syndical commun s'oppose à une décision patronale, les choses continuent à avancer et la direction agit comme elle l'entend.

Le fonds Apollo n'est pas un inconnu. Il a géré Ascométal et Verallia et, chaque fois, il y a eu de la casse sociale. Nous connaissions donc très bien, dès son arrivée, les risques courus par l'entreprise. De plus, Apollo a pour habitude de ne pas conserver longtemps les dirigeants en place et d'installer ses propres hommes, ce qui nous a coûté cher. Le *turnover* est aujourd'hui important et de nombreux salariés quittent l'entreprise par démission, rupture conventionnelle ou licenciement, car ils ne se reconnaissent plus dans son identité. Nous avons l'impression d'être devenus une entreprise financière. Nos outils de travail, nos ateliers dans les usines sont vieillissants et nécessitent des investissements importants. Or le système de LBO implique que, si nous ne générons pas les sommes nécessaires pour investir, ce n'est pas le fonds qui investira sur ses fonds propres ou qui sollicitera des pools bancaires.

Au départ d'Alain de Krassny, l'entreprise était endettée à hauteur de 10 M€, correspondant à une garantie apportée par BPIFrance. Cette somme a été remboursée par Apollo. Aujourd'hui, notre endettement, qui résulte uniquement des opérations que j'ai décrites, s'élève à environ 700 M€. Vous comprenez évidemment qu'une entreprise qui fabrique des produits peu élaborés (le PVC n'est pas un produit à forte valeur ajoutée) ne peut supporter un endettement aussi important. De surcroît, si nous n'investissons pas maintenant dans nos sites, nous nous retrouverons avec un outil de production vieilli.

Mme Rachèle Barrion (FO). Le sujet qui occupe votre commission d'enquête sur l'activité des fonds d'investissement peut paraître technique, mais il entraîne des conséquences très concrètes sur le monde du travail et l'économie réelle.

En tant qu'organisation syndicale, nous sommes préoccupés par les impacts de ce segment de la finance sur le tissu productif, les fractures territoriales, les

emplois et les conditions de travail. Lors de son audition devant votre commission, la Banque de France a signalé la forte croissance de ce secteur au cours des dix dernières années, d'abord aux États-Unis, puis en France. Elle évoquait le risque qu'il représente pour la stabilité financière, en raison de la nature spéculative des fonds et des liens incestueux qu'ils entretiennent avec les grandes banques. En effet, derrière ces fonds, nous retrouvons souvent des filiales de banques ou d'assurances, mais également des mastodontes cotés en Bourse qui peuvent eux-mêmes être propriétaires d'autres fonds.

Quelque huit mille entreprises seraient détenues par des fonds de capital-investissement (*private equity*), ce qui fait de la France le deuxième marché européen après le Royaume-Uni. Leur activité consiste à collecter de l'épargne pour la réinvestir dans des entreprises ou dans tout autre actif (or, immobilier, cryptomonnaies, devises, matières premières, etc.) avec, à la clé, des promesses de rendements élevés. Il s'agit principalement de prises de participation au capital d'entreprises, qui peuvent être ainsi acquises puis revendues quelques années plus tard avec une plus-value. Un marché de la dette dite « privée » (*private debt*) s'est, par conséquent, développé ces dernières années en France et dans le monde. Concrètement, les fonds de *private equity* prêtent à des entreprises non cotées en Bourse sans passer directement par les banques. Ils financent des entreprises plus petites et plus risquées, en dehors du cadre réglementaire du secteur bancaire, et exigent, en contrepartie, une rentabilité décuplée. Certains, dans le cadre d'opérations de LBO, choisissent d'emprunter de l'argent puis de transférer le fardeau de la dette à l'entreprise, qui doit la rembourser sur ses futurs profits.

Très rapidement, le fonds « vampirise » la valeur créée et des plans de restructuration, des fermetures de sites et des licenciements sont alors présentés aux salariés. Les exemples sont nombreux dans l'industrie et le commerce : Kem One dans la chimie, Vivarte, La Halle aux chaussures, Ascométal, Brandt, Lapeyre, etc. Depuis la pandémie de covid-19, la forte remontée des taux d'intérêt a mis de très nombreuses entreprises en difficulté financière. D'après la Banque de France, le nombre d'entreprises en défaut de paiement a atteint un plus haut historique en 2025. Les annonces de suppressions d'emplois et de plans de sauvegarde de l'emploi se sont multipliées dans de nombreux secteurs (automobile, agroalimentaire, papeterie, acier, etc.), tandis que les levées de fonds de capital-investissement se sont effondrées.

La présence croissante de ces fonds dans le capital d'entreprises industrielles, mais aussi dans les services ou l'immobilier, est donc source de multiples inquiétudes. Amorcée durant les années soixante-dix, la vague de désindustrialisation est allée de pair avec un vaste mouvement de libéralisation financière, plaçant l'industrie sous la tutelle du capital financier.

Les capitaux, désormais libres de circuler, cherchent à se placer dans les secteurs et les pays les plus rentables, souvent ceux où les normes sociales sont moins-disantes.

Il s'agit d'imposer une gestion des entreprises « à la découpe » : l'outil de production est divisé, puis classé selon la rentabilité de chaque unité. Les unités

insuffisamment rentables (bien qu'elles le soient tout de même), sont cédées, pour privilégier les unités qui sont le plus. Cette financiarisation excessive fragilise les entreprises et entraîne des délocalisations. Le développement des fonds d'investissement permet de poursuivre cette tendance et de la généraliser aux entreprises de taille intermédiaire (ETI) et aux très petites, petites et moyennes entreprises (TPE-PME).

À rebours de cette logique, nous devons adopter une vision sur le long terme, conditionner et cibler les aides publiques et protéger des secteurs pour des raisons de souveraineté nationale et d'autonomie stratégique. L'industrie nécessite une intervention active de l'État afin de développer des filières stratégiques dans une vision à long terme. Le syndicat Force Ouvrière se prononce donc en faveur d'une réglementation contraignante des marchés financiers, un renforcement des administrations fiscales et un rôle accru des banques publiques et de l'épargne réglementée, afin de garantir un financement stable et pérenne de l'investissement public comme privé. Il est impératif de remettre la finance à sa place, au service de l'économie réelle, de la société et du progrès social, à travers une réglementation beaucoup plus sévère des instruments financiers spéculatifs.

Ce n'est malheureusement pas la stratégie adoptée par le Gouvernement, ces dernières années. La politique dite « de l'offre » est entièrement dirigée vers l'amélioration de la compétitivité et de l'attractivité pour les investisseurs. Le gouvernement se félicite d'ailleurs régulièrement des montants d'investissements étrangers en France, supposés démontrer l'existence d'un prétendu « ruissellement ». Ces objectifs ont justifié les réformes du marché du travail, la politique d'exonération de cotisations sociales, les aides publiques et les baisses d'impôts aux entreprises sans condition ni contrepartie. Toutes ces mesures étaient supposées libérer l'activité économique ; elles ont abouti, de façon dramatique, à la dégradation des services publics que l'on constate quotidiennement.

Pour Force Ouvrière, la stratégie reposant sur une attractivité aux investissements internationaux ne constitue pas une politique industrielle. Les rachats d'entreprise et autres prises de participation constituent une perte de souveraineté industrielle. Le Gouvernement multiplie les aides aux entreprises afin de préserver leur compétitivité face à la concurrence étrangère ; mais ces dispositifs atteignent aujourd'hui leurs limites, compte tenu de leurs conséquences préjudiciables pour notre modèle social et pour les finances publiques.

C'est pourquoi Force Ouvrière revendique : aucune aide publique sans contreparties sociale, industrielle et territoriale strictes et inscrites dans la durée ; des engagements juridiquement contraignants sur le maintien des sites, des emplois et des capacités de production ; le remboursement intégral et automatique des aides publiques en cas de fermeture de site, de réduction massive d'effectifs ou de délocalisation, y compris plusieurs années après leur versement ; une transparence totale sur le montant, l'origine et l'utilisation des aides publiques (État, collectivités, exonérations sociales et fiscales) ; la création d'un service national de contrôle des aides publiques associant l'État et les représentants des salariés ; une information obligatoire et détaillée des comités sociaux et économiques (CSE) sur les aides perçues, leur affectation et les engagements associés.

M. Fabien Gumbretière (CFDT). La CFDT salue le lancement d'une commission d'enquête sur le sujet des fonds d'investissement : c'est un thème que nous n'avons pas beaucoup instruit en interne jusqu'à présent, que nous trouvons très intéressant et qui devrait susciter beaucoup plus d'attention au regard de ses conséquences potentielles. Dans le temps limité imparti pour préparer cette audition et du fait d'un agenda social par ailleurs chargé, je ne pourrai pas entrer aujourd'hui dans tous les détails, entreprise par entreprise. Nous le ferons par écrit, en réponse au questionnaire qui nous a été envoyé.

La CFDT estime nécessaire de mobiliser tous les financements possibles pour l'investissement des entreprises dans les compétences des travailleurs et l'appareil de production et donc pour assurer la pérennité de l'emploi dans un cadre socialement responsable et de transition écologique juste. Nous ne sommes pas naïfs sur les priorités des fonds d'investissement, au sens large, et de certains fonds, en particulier : il s'agit pour nous d'être très vigilants lors de leur implication dans une entreprise, notamment dans le cadre d'un rachat. La puissance publique et un dialogue social responsable et transparent doivent pouvoir jouer leur rôle de contrôle et d'orientation pour le bien de l'entreprise, des travailleurs et de la société en général (au-delà des seuls objectifs de rendement financier recherchés en priorité par la plupart de ces fonds).

Nous n'avons pas connaissance d'études globales sur les effets d'une reprise par un fonds d'investissement sur l'emploi et le développement économique d'une entreprise. Il est clair que, dans de nombreux cas qui ont fait notre actualité sociale récente, des fonds d'investissement étaient à la manœuvre : c'était ainsi le cas lors du rachat de Lapeyre par le fonds Mutares. Leurs stratégies s'apparentent parfois à une prédation, néfaste tant à l'emploi qu'à l'entreprise en général. La financiarisation a pour conséquence une pression extrême sur les travailleurs des entreprises concernées, dont les conséquences sociales peuvent être à la hauteur des risques pris par ces mêmes fonds. L'exemple qui vient à l'esprit est celui de SFR, racheté par LBO en 2014 par un groupe Altice déjà endetté. Des milliers d'emplois ont été supprimés depuis cette date, pour répondre à l'exigence financière des remboursements ; c'est aujourd'hui l'existence même de l'entreprise qui est menacée par un rachat par les trois autres opérateurs, soit huit mille emplois supplémentaires exposés sur tout le territoire.

Plus généralement, des filières industrielles et commerciales sont fragilisées par le modèle économique poussé par ces fonds : réduire les coûts à tout prix pour satisfaire des exigences de rentabilité très élevées et à court terme débouche souvent sur des licenciements, même lorsque l'entreprise est rentable, et sur un sous-investissement chronique dans les outils de travail et les compétences des travailleurs. Laisser ces stratégies sans contre-pouvoir provoque non seulement des dégâts sociaux inacceptables, mais aussi une perte de productivité et de compétitivité sur la durée, pour l'entreprise comme pour les territoires concernés. Cela aboutit ensuite à une pression à la baisse sur les salaires et les coûts (y compris sur la chaîne de valeur de sous-traitance et sur la recherche et développement) et donc, *in fine*, sur la compétitivité globale de l'économie et la pérennité de notre modèle social.

Il faut cependant, à notre sens, distinguer les fonds d'investissement « classiques » des fonds d'investissement socialement responsables (ISR), répondant à des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Les fonds classiques donnent la priorité à la rentabilité financière à court terme, avec des stratégies qui peuvent inclure des restructurations et leurs lots de réduction de coûts, de suppressions d'emplois, d'externalisations et de dégradations du dialogue social et des conditions de travail. On observe aussi une modification des organes de gouvernance (remplacement des dirigeants), un recentrage sur des indicateurs financiers (au détriment des salariés et de leurs représentants) et un pilotage beaucoup plus centralisé et moins transparent. Il en résulte également une détérioration du dialogue social (pression accrue sur les résultats, réduction des effectifs et remise en cause des accords sociaux existants) et un endettement qui augmente, avec un effet de levier qui limite les marges de manœuvre pour investir dans l'outil de production ou la gouvernance participative.

C'est ainsi que le groupe Casino, en difficultés financières, a été racheté en 2024 par des fonds d'investissement classiques, dont Attestor, et des créanciers obligataires. Ce rachat s'est accompagné de plans de restructuration drastiques, avec des suppressions d'emplois et des tensions avec les organisations syndicales de salariés. Ceux-ci ont notamment dénoncé une pression accrue sur les conditions de travail et une gouvernance recentrée sur la rentabilité à court terme, au détriment des accords sociaux existants. La traduction en matière de gouvernance fut un recentrage sur les objectifs financiers, avec une réduction de la participation des salariés aux décisions stratégiques et une transparence limitée sur les choix de gestion.

De même, le rachat partiel d'Alstom en 2010, avant la fusion avec Siemens, par des fonds d'investissement classiques a généré des restructurations importantes, une externalisation de certaines activités et des tensions sociales liées à la réduction des effectifs et à la remise en cause des acquis sociaux.

Les fonds ISR ou ESG cherchent, quant à eux, à influencer activement la gouvernance et les pratiques sociales des entreprises qu'ils rachètent.

Cela se traduit souvent par une pression accrue de leur part pour améliorer les pratiques ESG, qui incluent des mesures de transparence, la qualité du dialogue

social et la gouvernance. Cela se traduit aussi par davantage de pratiques responsables, comme l'adoption d'un statut d'entreprise à mission, celle de raisons d'être ou encore la mise en place de comités dédiés à l'impact social. Par exemple, Schneider Electric a créé un fonds de capital-investissement dédié à l'impact social : celui-ci investit dans des entreprises visant à améliorer l'accès à l'énergie dans des pays émergents. Ainsi, les entreprises soutenues par ce fonds sont encouragées à adopter des pratiques sociales responsables, avec une attention particulière portée à la qualité du dialogue social, à la formation des salariés et à l'inclusion des parties prenantes locales. Ce fonds impose des critères stricts de gouvernance transparente et participative, avec des indicateurs de suivi réguliers sur l'impact social et environnemental.

De manière générale, l'évaluation de l'action réelle de ces fonds apparaît difficile. Tout dépend de la situation de départ de l'entreprise rachetée, qui souvent connaît déjà des difficultés : ce sont des situations à risque, pour lesquelles il n'y a parfois pas d'autres repreneurs. Les moyens d'agir pour les représentants du personnel et les administrateurs salariés, qui sont largement concernés au regard de ces enjeux, restent très limités. De même, la transparence sur les critères de choix des tribunaux de commerce est insuffisante.

J'en termine par les préconisations de la CFDT. Au sein des entreprises, un élément essentiel pour la prévention des situations de prédation financière est le renforcement des capacités d'alerte. Il requiert un développement de la transparence et du contrôle au sein des conseils d'administration. La présence d'administrateurs salariés doit y être renforcée pour permettre de mieux contrôler si les orientations stratégiques, l'utilisation des bénéfices et l'utilisation des aides publiques sont cohérentes avec la pérennité de l'appareil productif et de l'emploi, et non réservées aux seuls services du remboursement des dettes et de la rémunération des actionnaires.

Les structures de l'État font leur travail ; mais elles sont trop limitées, d'une part, par les dispositions légales en vigueur, qui ne leur permettent pas de se substituer aux dirigeants et aux propriétaires de l'entreprise, et, d'autre part, parce que ces fonds sont parfois les seuls candidats à la reprise de certaines entreprises.

La CFDT revendique une conditionnalité accrue des aides publiques aux entreprises. Nous proposons un contrôle social des fonds publics et des garanties d'efficacité, avec deux « étages » complémentaires :

- au premier niveau, les aides publiques doivent être conditionnées en amont à des objectifs d'amélioration des pratiques sociales et environnementales, comme l'obligation de réaliser un bilan des émissions de gaz à effet de serre, qui doit être généralisée à toutes les entreprises bénéficiant de fonds publics (à l'instar de ce qui a été fait dans le cadre de France Relance).

L'entreprise doit négocier un plan de transformation qui organise et séquence dans le temps les chantiers pour mettre en œuvre les transformations nécessaires à l'amélioration du bilan des émissions de gaz à effet de serre, sur les plans technologique, organisationnel, de l'emploi, des compétences, de l'organisation et des conditions de travail – le tout en s'appuyant sur le dialogue

social, comme le prévoit l'accord national interprofessionnel sur la transition écologique et le dialogue social. À défaut d'accord, ce plan doit être soumis à l'avis conforme du CSE ;

– le second niveau est celui du contrôle social sur l'usage des aides publiques aux entreprises, qui doit être confié au CSE. À cette fin, ce dernier doit disposer d'un droit d'alerte auprès des autorités compétentes, les directions régionales de l'économie, de l'emploi, du travail et des solidarités (Dreets) et les directions régionales de l'environnement, de l'aménagement et du logement (Dreal), lorsque l'entreprise ne tient pas les engagements qu'elle a pris en matière de transformation. L'objectif est de pouvoir l'accompagner pour corriger la trajectoire. En cas de manquements répétés, l'entreprise serait sanctionnée et devrait verser un montant proportionnel à sa masse salariale afin de compenser l'inefficience de l'usage des deniers publics.

Outre la conditionnalité des aides, la CFDT demande de préférer la subvention au crédit d'impôt. Le crédit d'impôt consiste à faire prendre en charge une dépense privée par la dépense publique, avec une gouvernance et un contrôle moindres que pour une subvention. Il est plus facile de cibler une subvention sur un projet précis, en définissant à l'avance ses finalités. Par ailleurs, les crédits d'impôt peuvent être utilisés par les entreprises comme un mécanisme d'optimisation fiscale.

Au niveau des tribunaux de commerce, nous demandons une évaluation de leur action et de l'ensemble des procédures préventives, notamment le bilan en termes d'emplois sauvegardés. En termes de critères et puisqu'il y a intervention de la puissance publique pour protéger le repreneur, avec gel et restructuration de la dette, il doit y avoir une contrepartie d'intérêt général liée à la survie de l'entreprise. Cela doit comprendre une évaluation du modèle d'emploi et de la soutenabilité de l'activité en elle-même, en lien avec l'activité et les enjeux sociaux du territoire et de toute la chaîne de valeur. L'avis des représentants du personnel devrait être pris en compte pour porter un jugement plus complet et objectif sur l'impact de ces choix. Le respect des critères ISR ou ESG doit également être un aspect crucial des critères de sélection dans le cas de fonds d'investissement.

Enfin, le recours aux LBO doit être particulièrement surveillé, en limitant notamment la succession de LBO dont sont parfois victimes certaines entreprises, ce qui se traduit généralement par un affaiblissement desdites entreprises.

M. Sekou Niangado (CFTC). La CFTC salue le travail que les députés ont entrepris dans le cadre de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. Je souhaite également saluer les autres organisations syndicales présentes aujourd'hui : nos sensibilités peuvent différer, mais nous partageons ici une responsabilité commune, celle de porter devant la représentation nationale la réalité vécue par les salariés dans les entreprises concernées.

Le constat de la CFTC est clair : la prédation des capacités productives françaises par certains fonds d'investissement n'est ni marginale, ni accidentelle. Elle est le résultat de stratégies financières structurelles qui privilégient la captation

rapide de valeur au détriment de l'investissement productif, de l'emploi et des savoir-faire. Les mécanismes observés sont bien identifiés : endettement excessif via des opérations de type LBO, cessions d'actifs industriels ou stratégiques, remontées financières rapides, réduction des investissements productifs et décisions stratégiques prises hors des territoires et du dialogue social.

Dans cette configuration, les salariés supportent l'essentiel du risque financier sans disposer des leviers ni des informations nécessaires pour anticiper ou contester les décisions.

Les outils publics existent bien, mais ils demeurent insuffisamment coordonnés et dotés. L'absence de conditionnalité robuste des aides publiques expose au risque de soutenir indirectement des stratégies de prédation.

La CFTC appelle à une régulation équilibrée, fondée sur quatre principes : transparence réelle, encadrement des montages financiers excessivement risqués, conditionnalité effective des aides publiques et pleine reconnaissance des représentants des salariés comme acteurs de la gouvernance. Pour améliorer la situation et permettre aux salariés d'intervenir au sein de la gouvernance, il conviendrait de créer, aux côtés du comité stratégique, un « comité de surveillance » qui piloterait l'aspect qualitatif, ce qui permettrait de contrôler la qualité du management, l'éthique des dirigeants et, en quelque sorte, d'obliger la direction à travailler en étroite collaboration avec les organisations syndicales présentes au sein du CSE. Cela ne se fera pas sans intervention publique.

Les analyses réalisées par la CFTC, qui s'appuient sur des études empiriques produites en 2020, tendent à montrer toute intervention d'un fonds au sein d'une entreprise débouche sur une série d'effets :

- en termes de valeur de marché, une baisse significative au bout de quatre à cinq ans ;
- en termes de rentabilité, une hausse à court terme (à un horizon d'un ou deux ans), puis un effet nul ;
- en termes de *cash-flow*, une baisse dès les deux premières années, qui s'accroît ensuite jusqu'à cinq ans ;
- en termes de nombre d'employés, une baisse significative et réelle comprise entre 4,6 % et 7,7 % à moyen et long termes ;
- en termes de dépenses opérationnelles, une baisse modérée au départ, allant jusqu'à 6,6 % à moyen et long termes ;
- en termes de dépenses de R&D, une baisse dès la première année, jusqu'à – 9 % à moyen et long termes ;
- en termes de dépenses d'investissement, une baisse progressive, jusqu'à – 9,4 % au bout de quatre ou cinq ans ;
- en termes de dépenses d'investissement, une hausse au départ, mais une réduction au bout de quatre ou cinq ans ;

- enfin, en termes de performance sociale, une baisse à court terme, qui devient durable et atteint jusqu’à – 25 % à moyen et long termes.

À travers ces rappels, il ne s’agit ni de généraliser, ni de mettre en cause globalement les acteurs concernés. Il s’agit plutôt d’une invitation à pouvoir tirer un profit réel des fonds qui fournissent les liquidités nécessaires à ces entreprises.

M. Nicolas Blanc (CFE-CGC). Je m’associe à ce qui a été dit par mes camarades. Au sein de la CFE-CGC, nous sommes très satisfaits de la tenue de cette commission d’enquête et espérons qu’elle débouchera sur une proposition de loi avec une étude d’impact.

Les différents cas évoqués illustrent les stratégies de prédation des fonds, liées à la financiarisation de l’économie et qui n’ont ni visages, ni frontières. Ces stratégies d’attaque des entreprises se déploient depuis quelques années à l’encontre des entreprises en détresse : on les phagocyte et on convertit une partie de la dette en capital pour essayer de se « servir sur la bête ».

Je recommande à la commission d’enquête d’examiner l’*American Ownership and Resilience Act* : cette proposition de loi, introduite en mai 2023, vise à transformer le modèle de propriété des entreprises aux États-Unis pour contrer les effets négatifs de la financiarisation dont nous discutons.

Ce texte partisan propose de définir ce mot un peu fourre-tout qu’est la « résilience » : il est intéressant, parce que les auteurs y incluent les salariés, la logique de priorité aux emplois locaux et les logiques de souveraineté. On voit que, même dans un pays très libéral, on trouve des logiques qui pourraient se décliner dans le modèle français, enrichies éventuellement de « coups de pouce » financiers et d’un accompagnement par BPIFrance.

Aux côtés de cette logique propre aux fonds prédateurs, qui s’applique de façon uniforme, on perçoit parfois des logiques politiques visant à détruire les entreprises, les déstabiliser ou se les accaparer. En France, une doctrine a été élaborée en réponse, avec le « décret Montebourg », qui a déterminé un certain nombre d’opérateurs d’importance vitale (OIV) et de secteurs stratégiques. Cette doctrine ne va pas assez loin et la CFE-CGC estime qu’il faut la développer.

Il conviendrait également de renforcer la surveillance et la transparence financières, avec des obligations de déclaration des participations : par exemple, tout fonds qui dépasserait un seuil de 5 % du capital devrait déclarer publiquement son identité, son pays d’origine et sa stratégie d’investissement. À cet effet, il faudrait créer une base de données centralisée, qui assurerait une transparence fondamentale dans ces questions.

Il faut aussi encadrer les acquisitions stratégiques, car nous avons beaucoup de difficultés à pouvoir suivre les dossiers. Je prends l’exemple de Novasco : il est légitime que le ministre Sébastien Martin s’oppose à Greybull, car il faut rappeler que le fonds s’était engagé à hauteur de 90 M€, alors qu’il n’a effectivement rapporté que 1,5 M€.

Nous sommes tout à fait d’accord avec les autres organisations sur la conditionnalité des aides. La CFE-CGC le martèle : il faut conditionner ces aides, y

compris le crédit d'impôt recherche (CIR), en lien avec l'exposition à la concurrence internationale et dans une logique de préservation de notre compétitivité et de notre souveraineté. Les différents instruments mis en place par BPIFrance doivent être renforcés, car ils permettent l'entrée au capital d'entreprises stratégiques quand la nécessité s'en fait sentir.

Aujourd'hui, les organisations syndicales ne font que suivre les dossiers un par un. Nous allons au ministère de l'Industrie, essayons de trouver des solutions et accompagnons les équipes au niveau local. Les fonds « Lac d'Argent », mis en place par BPIFrance pour soutenir et protéger les entreprises cotées et non cotées, nous semblent une initiative intéressante et pertinente.

Enfin (et je pense que toutes les organisations syndicales militent en ce sens), il faut, dans la lignée de la loi Pacte, renforcer la présence des représentants du personnel dans la gouvernance, et les comités de gouvernance. Le Medef ne veut pas entendre parler de « cogestion », mais les notions de « codécision » ou « codétermination » me paraissent intéressantes : comment construire ensemble des stratégies de long terme ?

Le problème posé par les fonds d'investissement, c'est qu'ils ne portent que des stratégies de court terme, au demeurant facilement identifiables : cadrer leur jeu au début, puis, quand ils le dévoilent, ne s'engager sur des garanties sociales que pour un an ou deux seulement.

M. le président Emmanuel Mandon. Dans les entreprises où interviennent les fonds d'investissement, quels changements observez-vous le plus fréquemment en matière d'emploi, de conditions de travail et de dialogue social ?

Les représentants du personnel disposent-ils d'un accès suffisant à l'information sur les stratégies financières, le nom des détenteurs et les perspectives à moyen terme de ces acteurs, si tant est qu'on puisse les appréhender ?

Quelles évolutions législatives ou réglementaires vous paraissent nécessaires pour mieux protéger l'emploi et renforcer le rôle des salariés dans les entreprises ?

M. Jérôme Guillemin (CGT). S'agissant de Kem One, nous connaissons plutôt bien l'économie de l'entreprise, puisqu'elle a connu un redressement judiciaire et que nous avons monté un projet de reprise à l'époque.

Depuis la reprise de Kem One par le fonds Apollo, nous avons pu suivre tous les montages financiers, les demandes de prêts de l'entreprise, les emprunts obligataires... Nous avons pu alerter sur les risques d'un montage en LBO pour une entreprise très capitalistique comme la nôtre, qui a besoin de beaucoup d'argent pour ses investissements courants. Nous savions qu'en mettant en place tous ces flux financiers vers une multitude de holdings, il resterait moins d'argent disponible

pour continuer à investir, développer l'emploi et pérenniser l'outil de production. Nous l'avons vu très rapidement.

Mais une fois que nous avons constaté et alerté, et que l'expert du CSE a remis des rapports allant dans le même sens, nous subissons les décisions.

Je pense qu'il faut donc donner plus de prérogatives aux représentants du personnel et, surtout, des droits de veto ou de blocage. Aujourd'hui, nous sommes informés et consultés. Nous donnons souvent des avis défavorables, parfois à l'unanimité des organisations syndicales (ou à une grande majorité), mais cela ne change pas la stratégie des acteurs financiers. Dans notre cas, Apollo dispose de milliards d'euros et investir dans les fonds propres de l'entreprise ne leur poserait aucun problème financier. Ils ont pourtant fait un choix stratégique inverse et délibéré : c'est à l'entreprise de s'autofinancer perpétuellement pour essayer de se développer et s'il n'y a plus d'argent... il n'y a plus d'argent.

M. Didier Chaix. Au-dessus de Kem One, une remontée d'argent vers des holdings est organisée : la holding de tête de l'entreprise Kem One est bien domiciliée en France, mais très vite, au-dessus, il y a des holdings au Luxembourg.

L'État devrait avoir un regard sur les montages imaginés quand des fonds acquièrent des entreprises et qu'ils organisent, par des holdings en cascade, une remontée d'argent vers des paradis fiscaux. Après le Luxembourg, je crois même que l'argent va aux îles Caïmans... Comme le disait notre camarade de la CFE-CGC : on voit ces fonds arriver, on sait comment ils organisent et structurent tous les mécanismes pour faire remonter de l'argent...

M. Fabien Guimbretière. La question est dès lors de savoir de quels moyens nous disposons pour faire face à ces grands groupes. Il ne faut pas occulter, non plus, les conséquences de ces pratiques sur la sous-traitance et les territoires. Sur ce point, il y a un effet d'assèchement qui peut être très néfaste.

L'accès à l'information est un vrai sujet. On entend souvent le patronat nous dire : « *Vous voulez être consultés sur tout !* » La qualité des informations et consultations, ainsi que les moyens humains et en temps qui sont donnés aux élus et aux représentants du personnel, sont fondamentaux. Les dossiers demandent de plus en plus d'expertise et les élus ont besoin de se former. Cela ne se fait pas du jour au lendemain, ni en un seul mandat.

J'aimerais insister sur la base de données économiques, sociales et environnementales (BDESE). Trop souvent, les éléments figurant dans la BDESE ne sont pas de qualité suffisante, parfois volontairement pour mieux « noyer le poisson ». Il faudrait que, dans le cas de multinationales ou de comités de groupe, des éléments par filiales soient fournis. Souvent, lors des expertises menées par les CSE sur les comptes, les élus ont beaucoup de mal à obtenir une vision de l'ensemble du groupe, y compris la holding : il reste des « angles morts » et des « zones grises » sur lesquels nous n'avons aucune vue et qui ne permettent pas une

synthèse qui soit complète. La qualité des informations fournies est cruciale pour pouvoir avoir ensuite une discussion pertinente lors de l'information-consultation.

L'un des meilleurs leviers d'action pour les élus est la présence renforcée d'administrateurs salariés, pour rééquilibrer un peu le rapport de force. La loi Pacte est une belle avancée, mais elle est insuffisante. La CFDT ne demande pas 50 % d'administrateurs salariés, mais de rééquilibrer le rapport de force au sein des conseils d'administration et de ne pas cantonner les administrateurs salariés au comité des rémunérations : il faut aussi les intégrer dans les comités stratégiques de l'entreprise, parce que c'est là que tout se joue.

J'ai mentionné le droit d'alerte et l'avis conforme du CSE. Il est toujours difficile, pour les élus du personnel, de remettre en cause l'utilisation des fonds publics. 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.

L'avis conforme est toujours délicat à manier pour les élus : l'idée serait peut-être plutôt qu'un avis non conforme, non nécessairement bloquant, puisse au moins obliger conseil d'administration à répondre aux questions posées par le CSE. Ce serait déjà une belle avancée.

M. Sekou Niangado. L'arrivée d'un fonds d'investissement dans une entreprise, comme l'a montré l'étude de Mark Desjardine et Rodolphe Durand sur laquelle je me suis appuyé ("Disentangling the effects of hedge fund activism on firm financial and social performance", *Strategic Management Journal*, 41, 6, 963-1165), se traduit systématiquement par une baisse globale de tous les indicateurs qui témoignent de la solidité d'une entreprise : la valeur de marché baisse, ce qui montre que les gains boursiers initiaux ne sont pas durables ; la rentabilité diminue, après une amélioration temporaire de l'efficacité comptable ; on constate une dégradation de la capacité opérationnelle, une réduction des effectifs, un désinvestissement sur l'innovation, moins d'investissement productif et une détérioration des engagements sociaux et environnementaux.

Pour que le dialogue social soit maintenu dans ces entreprises, la solution que préconise la CFTC est de maintenir un comité de surveillance, qui pèse et pilote l'aspect qualitatif, la gestion de la performance revenant à l'équipe déployée par le fonds. Cela permettrait d'analyser, point par point, les entreprises qui seront financées et, de ce fait, de sélectionner les secteurs prioritaires pour la région, voire pour le pays, ce qui permettrait au passage de préserver la souveraineté et de prioriser le tissu industriel local. Pour nous, peser sur la stratégie, c'est peser sur la composition des comités stratégiques, où l'impact syndical est moindre (car ils sont essentiellement composés d'actionnaires). Mais nous pouvons peser, avec l'aide des pouvoirs publics, sur la composition du comité de surveillance, qui pilotera tous les aspects environnementaux et RSE, avec l'équipe du fonds dédiée.

Si vous sélectionnez des entreprises prioritaires pour la région et qui participent au développement du tissu local, vous devez donner un pouvoir

important pour la sélection de ces entreprises, ce qui reviendra à soutenir l'emploi au sein de la région, voire sur le territoire national.

Mme Rachèle Barrion. Les représentants du personnel sont aujourd'hui désarmés face à la vitesse à laquelle les choses se passent, mais aussi face à la variété des sujets à maîtriser et expertiser. Je rappelle que les ordonnances Macron ont fusionné les instances : les représentants doivent aujourd'hui jouer le rôle des délégués du personnel (DP), du comité d'entreprise (CE) et du comité d'hygiène, de sécurité et de conditions de travail (CHSCT).

De plus, leur avis n'est que consultatif. Ils éprouvent un vrai désarroi car, après avoir émis un avis défavorable à l'unanimité, que faire d'autre ? Passer à une action plus forte ?

Enfin, je rappelle que ces représentants n'ont droit qu'à cinq jours de formation économique (sur un total de douze jours de congé de formation économique, sociale, environnementale et syndicale par an) lors de leur mandat, qui peut durer jusqu'à quatre ans. Quand on voit la complexité des montages dont nous parlons, cinq jours de formation durant un mandat ne donnent pas beaucoup d'outils pour lutter. Il faudrait revoir le droit des représentants du personnel à la formation, très insuffisante au regard de tout ce qui se passe dans les entreprises.

M. Nicolas Blanc. Les représentants du personnel ne peuvent pas faire grand-chose, il faut en être conscient. En revanche, il est impératif de renforcer la loyauté des échanges : des consultations obligatoires existent, notamment sur les orientations stratégiques, qui sont fondamentales et au sujet desquelles cette loyauté doit être absolue. Je connais le cas d'Onclusive, une entreprise qui a licencié deux cents salariés fin 2023. Dans les orientations stratégiques présentées, aucune information n'avait été donnée sur la stratégie de l'entreprise, face à l'attaque menée par des fonds, en matière de rachat, ce qui rendait la situation, pour les représentants du personnel, très compliquée. Pourquoi ne pas imaginer des procès-verbaux de carence ou des dispositifs similaires pour pouvoir constater, si besoin, un manquement ? La stratégie de l'entreprise face aux difficultés mène souvent, *in fine*, à un plan de sauvegarde de l'emploi (PSE) : or, à ce stade, il est très difficile de remettre en cause la stratégie suivie, car on est déjà dans une phase terminale où l'on négocie les départs et les représentants du personnel sont alors acculés (ce qui change complètement la logique de leur intervention).

En complément, il me semble nécessaire d'obtenir des gages pour notre souveraineté : je pense notamment à une taxe sur les transactions financières. Certaines opérations de vente à court terme d'actions sont clairement identifiables et c'est ce qui s'est produit dans le cas d'Alstom, déstabilisant l'entreprise. Une taxe sur les transactions financières permettrait de contrer les stratégies des fonds qui vendent à court terme pour « rentrer dans leur mise ».

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je retiens de vos propos unanimes que vous considérez cette commission d'enquête comme utile pour éclairer un sujet mal connu et face auquel vous vous sentez désarmés. Vous ne l'avez pas tous exprimé de la même manière, mais c'est ce que je comprends de vos retours. Face à des cas

concrets comme celui de Kem One, vous indiquez avoir peu de prise sur les événements et disposer de peu d'informations.

Pourriez-vous nous rappeler combien de salariés Kem One compte en France ? Comment Apollo a-t-il pu peser à ce point sur les décisions de l'entreprise ? Y a-t-il eu, par exemple, une conversion de la dette en capital ? Pourriez-vous nous expliquer plus précisément le mécanisme mis en place – car il existe différentes manières de peser sur une décision, non seulement en tant que créancier, mais aussi directement au sein de la gouvernance ? Que vous inspire cette situation sur la question de la responsabilité politique de l'État régulateur ?

À quel moment, selon vous, l'État aurait-il pu (ou dû) intervenir, alors que vous décrivez une situation déjà critique ?

Plus globalement, pourriez-vous nous préciser quels sont les fonds d'investissement qui posent le plus de problèmes et qui sont les plus susceptibles de prédation ? Je rappelle que nous entendons ici par « prédation » des stratégies visant à capter rapidement de la valeur au détriment de la pérennité de l'emploi, des entreprises et de l'outil productif. Quels sont les principaux exemples de fonds à risque et d'entreprises ciblées que vous avez identifiés ?

De votre point de vue, l'État a-t-il subi la financiarisation ou l'a-t-il organisée ? S'agit-il d'un renoncement, d'une impuissance ou d'un choix politique assumé ?

Enfin, dispose-t-il aujourd'hui de tous les outils nécessaires pour encadrer ces fonds spéculatifs ? Si non, lesquels manquent concrètement ?

M. Jérôme Guillemain. Le nombre de salariés de Kem One s'élève à 1 300 en France, répartis sur six établissements entre la région Provence-Alpes-Côte d'Azur et la région Auvergne-Rhône-Alpes.

S'agissant de la manière dont Apollo a pesé sur les décisions de l'entreprise, il faut savoir que lorsque M. de Krassny a vendu, Apollo était le seul repreneur et qu'il a donc eu les pleins pouvoirs sur les décisions. Via un montage de holdings, un nouveau comité de direction a été mis en place. Dès lors, toutes les décisions prises le sont dans l'intérêt d'Apollo, dont le but est de générer des liquidités. Le processus s'est ainsi mis en route, directement ou indirectement, par le biais d'objectifs de rentabilité fixés à la direction de Kem One, pour faire remonter un maximum d'argent. Cela passe notamment par les frais de cabinets de conseil, les frais de structure des holdings, les intérêts de la dette ou encore les intérêts sur des lignes de crédit mises à disposition, mais non utilisées ou non utilisables. Tout un schéma financier très complexe est à l'œuvre.

Dans la vie quotidienne de l'entreprise, rien n'a changé en apparence. Mais les moyens ont disparu petit à petit : les investissements sont devenus de plus en plus difficiles à obtenir, la précarité de l'emploi a augmenté et, face à un marché qui ralentissait, les liquidités se sont amenuisées tandis que les flux financiers vers le fonds ont continué d'augmenter. Plus les liquidités disparaissent, plus on fait appel à des consultants pour « aider » : cela va à l'encontre d'une gestion de l'entreprise en « bon père de famille », où l'on chercherait à limiter les dépenses inutiles en

période difficile... Ici, au contraire, on les augmente, comme pour justifier que la situation se dégrade.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Ces consultants sont-ils liés à Apollo ?

M. Didier Chaix. De nombreux consultants ont, en effet, été amenés par Apollo. L'un d'eux, FTI Consulting, est même inséré au sein du comité exécutif (Comex).

Il faut savoir que les membres de ce Comex ne sont aujourd'hui même plus salariés de Kem One, mais d'une holding française. Le consultant de FTI, présent au Comex en tant que personnalité extérieure, propose des solutions pour sortir Kem One de l'ornière tout en nous facturant ses services. Pour l'année 2025, le coût des services de FTI Consulting s'élève à 10 M€. Nous ne voyons pas les factures, seulement une ligne dans un rapport financier.

Tous les flux financiers remontent dans des holdings : c'est un système mis en place délibérément. Lorsque M. de Krassny dirigeait l'entreprise, le Comex comptait cinq personnes ; aujourd'hui, il en compte neuf (sans compter le représentant de FTI Consulting). Nous voyons bien qu'on organise un changement de personnel, notamment sur les aspects financiers : le directeur financier et le directeur des opérations stratégiques ont changé à de multiples reprises. Ce sont souvent des personnes qui viennent du giron d'Apollo et nous n'avons aucune prise sur ces nominations.

La stratégie est complètement différente de celle que nous avons connue. Auparavant, nous étions tournés vers l'investissement, l'emploi et la pérennité de l'entreprise. À son arrivée, Apollo nous a promis de faire de Kem One un géant en réalisant des acquisitions, ils avaient même structuré l'entreprise avec des salariés venus de l'extérieur pour préparer ces acquisitions. Finalement, rien n'est arrivé et ils ont vidé l'entreprise de sa substance.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Existe-t-il des liens capitalistiques entre FTI Consulting et Apollo ?

M. Didier Chaix. C'est possible, mais nous ne pouvons pas le prouver. Nous savons simplement qu'il n'y a eu aucun appel d'offres. Les consultants nous sont généralement imposés, alors que le recours à un sous-traitant devrait normalement faire l'objet d'une mise en concurrence.

M. Jérôme Guillemain. La direction se justifie en expliquant qu'Apollo demande une telle quantité de chiffres et d'indicateurs, avec des exigences qui changent quotidiennement, que les équipes en place ne sont pas en mesure de les fournir ; seuls des consultants, qui ont le temps et l'organisation nécessaires, peuvent le faire. Apollo impose donc ces consultants. Quant à savoir s'il y a un lien entre eux, je l'ignore, mais il nous semble assez clair que tout est lié.

M. Nicolas Blanc. Onclusive illustre bien les dommages résultant de manques de transparence et de loyauté dans les échanges. Je rappelle que les représentants du personnel bénéficient de trois consultations obligatoires, dont deux

sont particulièrement importantes pour les CSE : celle sur les orientations stratégiques et celle sur les comptes.

Dans le cas d'Onclusive, la difficulté, pour les représentants du personnel, a été l'absence totale de stratégie présentée concernant un rachat d'entreprise qui n'avait pas été annoncé.

De plus, lorsque des modèles de holding sont en place, le CSE ne voit que ce qu'il est autorisé à voir : ces logiques sont les mêmes que celles de l'optimisation fiscale. Les premières victimes de ces montages sont les salariés. La loyauté dans les échanges me paraît fondamentale, car, sans elle, nous ne pouvons rien faire – sinon constater les dégâts *a posteriori*, dans le cadre d'un PSE.

Le cas des crèches privées People & Baby est révélateur de stratégies financières uniquement fondées sur la profitabilité et la rentabilité de l'investissement, avec les drames possibles que l'on peut imaginer.

Chez Danone, le président Emmanuel Faber s'est retrouvé confronté à des fonds activistes qui, en entrant au capital de l'entreprise, ont déstabilisé sa stratégie pour imposer des vues à court terme.

Nous détaillerons les cas précis dans notre contribution écrite : en reprenant des exemples concrets, on constate que les stratégies sont sensiblement les mêmes, ce qui permet d'identifier les grandes thématiques et modes opératoires de ces fonds.

M. Fabien Guimbretière. Les fonds qui posent le plus de problèmes sont ceux qui opèrent par LBO, puisqu'ils sont créés spécifiquement pour générer du bénéfice à très court terme. On peut alors véritablement parler de « prédation », car la rentabilité est recherchée à n'importe quel prix dans les entreprises rachetées, afin de réorienter ces bénéfices vers le remboursement des dettes contractées.

Ce sont les fonds les plus néfastes et nous pensons qu'ils sont largement responsables de la désindustrialisation en France, car ils obèrent la capacité de réinvestissement dans les outils productifs (y compris pour un simple maintien à niveau). La compétitivité à plus long terme de notre industrie en souffre également.

Quant à savoir si les choix de l'État sont subis ou organisés, je me garderai bien d'avoir une réponse tranchée, car les situations sont très variées. Dans le cas de NovAsco, la première responsabilité revient à Greybull, qui n'a pas tenu ses engagements, et j'ai du mal à apprécier la responsabilité qui échoit à l'État dans le suivi de ses engagements. On voit bien cependant qu'un problème se pose : l'État n'a-t-il pas suivi ce qui devait être mis en œuvre ou n'en avait-il pas les moyens ?

M. Sekou Niangado. Pour nous, l'important n'est pas la nature juridique des fonds, mais plutôt les stratégies mises en œuvre et leurs impacts concrets.

L'État a-t-il subi la financiarisation ? Sur le plan juridique, les fonds d'investissement alternatifs sont pleinement intégrés au droit français. Cette intégration n'est pas seulement formelle : elle signifie que la gestion alternative est désormais reconnue comme une composante normale de la finance.

Les gestionnaires sont agréés, contrôlés, soumis à des obligations de *reporting* et insérés dans des chaînes de conservation, de valorisation et de supervision. Il en résulte une dissociation croissante entre l'importance économique de ces acteurs et la capacité collective à en discuter les effets : la finance est régulée, mais elle n'est plus réellement débattue ; elle est administrée, mais elle n'est pas politisée. Cette situation, qui n'est pas nouvelle, contribue à soustraire les arbitrages économiques au champ de la délibération collective.

Notre position est que l'État, s'il le veut, peut encore intervenir et peser significativement sur les équilibres, notamment en donnant plus de place aux salariés au sein de ces structures.

Mme Rachèle Barrion. C'est le système du LBO qui est le plus fréquemment destructeur : c'est un véritable outil de désindustrialisation. Quant à la responsabilité de l'État, elle est très importante. Monsieur Blanc parlait de la petite enfance et des crèches ; l'État a fait de même avec les établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes (Ehpad), dans le scandale Orpea. C'est un désengagement total et c'est toute la politique de prise en charge des plus fragiles qui est en question. L'État délaisse aujourd'hui totalement la construction de maisons de retraite et de crèches, qu'elles soient territoriales ou d'État, parce qu'il ne s'en donne plus les moyens.

Comment vouloir qu'il y ait des contrôles, quand on annonce 3 119 suppressions de poste de fonctionnaire et que l'on voit les milliers d'emplois supprimés au ministère des finances au cours des dix dernières années ? L'État lui-même ne se contrôle plus. La solution consiste à remettre des moyens au sein des administrations pour qu'elles puissent exercer leurs missions : c'est une véritable politique qu'il faut engager.

M. Nicolas Blanc. Il y a un certain laisser-faire dans l'octroi des aides publiques, alors qu'elles représentent tout de même 211 milliards d'euros (comme un rapport sénatorial l'a clairement montré). Il faut durcir les conditions de leur attribution.

Un autre point est la labellisation des fonds. Sans multiplier les labels, pourquoi ne pas imaginer, au-delà du label ISR, un label souverain ? On pourrait y intégrer des logiques de durabilité et de longs termes, en introduisant un certain nombre de conditions : souveraineté, coût opérationnel, égalité, etc. Et pour ces produits labellisés, on pourrait imaginer des avantages fiscaux ou un accès privilégié aux marchés publics.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Le fonds Apollo est-il aujourd'hui présent au conseil d'administration de Kem One ?

M. Didier Chaix. Apollo a mis en place un conseil d'administration, mais il n'y siège pas directement.

Ce sont d'anciens salariés de Kem One qui y siègent et qui ont changé de statut pour devenir salariés d'une holding. Au-dessus de cette holding se trouve le fonds Apollo.

Il existe un comité exécutif et, au-dessus de celui-ci, un conseil d'administration quant à lui hébergé au Luxembourg.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Ma circonscription est située en Isère et j'ai été confrontée à un fonds qui ressemble fort à ceux que vous décrivez : il s'appelle Mutares. Dans mon département, ce fonds est venu vider de sa substance et liquider l'entreprise TeamTex, qui était un fleuron européen de la production de sièges auto pour enfants.

Vous avez évoqué la notion de « déficit d'information ». Pourriez-vous revenir sur cet aspect et nous citer, de façon exhaustive, les informations dont vous auriez besoin pour lutter contre ces pratiques ?

Les avocats qui s'occupent des salariés de TeamTex parlent de la « largesse législative » dont bénéficient ces fonds. Que pensez-vous de cette expression et que mettriez-vous derrière ?

Il me semble que certaines pratiques devraient être interdites. J'entends qu'il faut s'adapter à la financiarisation de l'économie, mais ces pratiques viennent heurter profondément la production elle-même, dont nous avons besoin. Quand je parle d'interdiction, qu'est-ce que cela vous inspire et à quoi pensez-vous ?

Ma dernière question concerne le cas de TeamTex. Le fonds Mutares a pris le contrôle de vingt-cinq entreprises, entraînant 2 600 suppressions d'emplois. TeamTex avait la particularité d'employer des salariés modestes et qui ont eu du mal à trouver des relais. En tant que syndicats, quel regard portez-vous sur ces situations ? Comment pouvez-vous aider ces entreprises où les salariés n'ont pas forcément le réflexe syndical et dont Mutares a incontestablement profité du caractère modeste ?

M. Nicolas Blanc. Une interdiction ne me choquerait pas du tout, mais une telle mesure devrait s'appuyer sur des principes clairs comme la présence d'organismes d'importance vitale (OIV) ou la protection de la souveraineté économique de la France. Si nous définissons ainsi le secteur automobile comme souverain, les pouvoirs publics pourront s'opposer à certaines opérations. Il faut mettre en place un observatoire de la transparence et une obligation de déclaration pour les fonds, incluant leur identité, leur pays d'origine et leurs stratégies d'investissement.

Quand on en arrive au PSE de liquidation, nous essayons de travailler au niveau local et d'accompagner au maximum les élus : nous faisons remonter les informations, nous travaillons avec le service de réindustrialisation du ministère de l'industrie, qui nous accompagne, et je reconnais que le ministre Sébastien Martin et ses équipes font un travail important.

La difficulté est que nous n'arrivons pas toujours à articuler le niveau local et le niveau national : j'en reviens donc à la nécessité de principes d'action clairs et d'outils mobilisables rapidement.

M. Sekou Niangado. L'asymétrie de l'information est utilisée par l'actionnaire principal à son avantage. Pour obtenir un meilleur partage de cette information, il faudrait une présence des salariés dès le départ, c'est-à-dire des mécanismes internes, en amont, qui s'imposent à tous les intervenants (y compris les propriétaires extérieurs).

Existe-t-il des « largesses législatives » ? La directive (UE) 2024/927 du 13 mars 2024 modifiant les directives 2011/61/UE et 2009/65/CE en ce qui concerne les modalités de délégation, la gestion du risque de liquidité, les déclarations à des fins de surveillance, la fourniture de services de dépositaire et de conservation ainsi que l'octroi de prêts par les fonds d'investissement alternatifs, dite directive « AIFM II », qui concerne la gestion de fonds d'investissement alternatifs, a été adoptée : elle doit être transposée d'ici avril 2026 et répond à beaucoup de vos préoccupations. Elle représente une évolution majeure du cadre réglementaire européen pour la gestion d'actifs : les sociétés de gestion devront évaluer leur conformité avec les nouvelles exigences, adapter leurs procédures de délégation et de *reporting* et revoir leurs structures de gouvernance.

Mme Rachèle Barrion. Lorsqu'une organisation syndicale est active, les représentants du personnel font leur travail : ils vont voir les députés et le préfet et ils sonnent à la porte du ministère des finances. On les accompagne... mais après, cela s'arrête.

Le Conseil national de l'industrie (CNI), dont je suis membre, n'a pas siégé pendant quinze mois. Nous reprenons nos travaux, mais l'instabilité politique, avec les changements de ministre, complexifie le suivi des dossiers. Quel est le pouvoir réel du CNI ? Le patronat y vient réclamer toujours plus d'aides, tandis que, de notre côté, on nous écoute... et c'est tout. La semaine dernière, l'ensemble des confédérations siégeant au CNI a publié un communiqué de presse pour dire « stop » et souligner l'urgence face à la désindustrialisation. Nous demandons que le CNI retrouve son rôle et qu'on nous donne du pouvoir en son sein, pour qu'il ne soit pas une simple chambre d'enregistrement.

Le sujet de la prédation s'inscrit dans un contexte plus large : l'urgence de la réindustrialisation de notre pays. Aujourd'hui, l'industrie ne représente que 10 % des emplois. Chaque année, la désindustrialisation progresse. Nous subissons une concurrence déloyale au sein même de l'Europe, où il n'y a pas d'harmonisation sociale. Il y a là aussi une souveraineté nationale à défendre. La situation est dramatique, aggravée par l'instabilité politique et les tensions géopolitiques.

Le secteur automobile et ses équipementiers est particulièrement touché : on nous annonce jusqu'à soixante-quinze mille suppressions d'emplois dans les trois prochaines années. Et nous, que faisons-nous ?

M. Didier Chaix. Je reviens sur la question des « largesses législatives » en prenant le cas de Kem One. Lorsque nous avons été « sauvés » après le

redressement judiciaire, l'État a effacé des dettes fiscales et d'Urssaf, ce qui a bénéficié à l'entreprise et, bien évidemment, au repreneur. Aujourd'hui, nous nous retrouvons dans une situation grave, car une entreprise qui devrait être pérenne est mise en difficulté par la prédation du fonds. L'État est appelé à intervenir de nouveau, alors qu'il a déjà effacé des dettes ou accordé des aides publiques.

Il y a quelques années, lors d'un CSE central, j'avais interrogé le directeur général sur l'acquisition de deux embarcations de transport de marchandises pour un montant de 24 M€, pour laquelle nous allions recevoir 4 M€ d'aides de l'État. À l'époque, l'entreprise était très florissante. J'ai exprimé ma surprise que l'on ait recours à de l'argent public, alors que nous avions les moyens d'acheter ces barges ; la réponse a été : « *Les autres le font, pourquoi pas nous ?* » L'argent public est un panier percé.

Aujourd'hui, l'État donne de l'argent sans contrepartie et efface des dettes. Demain, Kem One pourrait ne pas être en mesure de payer son plan social et vous avez bien compris que ce n'est pas Apollo qui le financera. Nous aurons donc recours à l'Association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés (AGS) et on fera encore financer un plan social par la collectivité. La logique de prédation de l'argent des entreprises s'étend, au final, à l'argent public.

M. Laurent Lhardt (SOC). Vous avez été plusieurs à expliquer que vous vous sentiez désarmés face aux pratiques des fonds spéculatifs, en particulier du *private equity* et du LBO. Avez-vous réalisé un benchmarking avec les syndicats américains, qui ont quarante années d'expérience dans ce domaine ? Y a-t-il des rapprochements entre vos centrales et ces syndicats pour savoir comment ils procèdent, même si les cadres législatifs sont différents ?

La logique de ces fonds, avec leur horizon temporel très court et leurs exigences de rendement supérieures à 20 %, semble incompatible avec un projet industriel qui s'envisage à dix, vingt ou trente ans. Pour protéger les salariés, les premières garanties ne devraient-elles pas porter sur le respect du projet industriel par ces fonds ? Quels moyens voyez-vous se dégager ? Je sais qu'au début des années 2000, le président Jacques Chirac s'était intéressé à la question et avait suggéré d'obliger ces fonds à reverser au moins 20 % de leurs bénéfices aux salariés. Cela revenait, en quelque sorte, à rendre les salariés complices du pillage de leur entreprise.

N'avez-vous pas le sentiment que tout tourne autour du respect du projet industriel ? Avez-vous des idées, y compris législatives, pour faire évoluer le cadre juridique et obliger ces fonds à respecter ce projet industriel ?

M. Jérôme Guillemin. Pour illustrer la logique court-termiste, je reviens sur l'exemple des barges. L'ancien propriétaire avait une vision à long terme : il les avait fait construire pour le compte de l'entreprise, les utiliser pendant dix, quinze ou vingt ans et ainsi éviter de payer une location à un armateur. La logique a désormais tellement changé, qu'il y a quelques semaines, ces barges, en partie subventionnées par des aides publiques, ont été vendues, parce que les caisses de

l'entreprise sont vides : je vends les barges et j'encaisse l'argent pour payer les intérêts de ma dette et les salaires à la fin du mois. Après...

Comment faire respecter un projet de développement ? C'est très difficile en raison du manque de loyauté dans l'information. Quand le fonds Apollo a racheté Kem One, le projet présenté était de continuer de ce qui avait été fait. On nous a dit : *« Ne vous inquiétez pas, messieurs les représentants du personnel, tout va bien se passer. On va continuer à développer, à investir, et même faire grossir l'entreprise en rachetant des concurrents pour créer un mastodonte du PVC. »*

Et puis la réalité change. C'est alors que l'État, dans des entreprises comme la nôtre qui relèvent d'une filière stratégique, devrait avoir son mot à dire – il ne devrait d'ailleurs même pas laisser 100 % des parts à un tel fonds et, via BPI France ou d'autres participations, toujours conserver un pourcentage minoritaire qui lui conférerait un droit de regard, voire de blocage, si les décisions stratégiques prises allaient à l'encontre de la souveraineté du pays.

M. Nicolas Blanc. La comparaison avec nos collègues américains est complexe, car le fonctionnement des syndicats aux États-Unis est très sectoriel, avec une influence puissante au niveau des entreprises.

S'agissant des stratégies à mettre en place, une obligation de déclaration des participations dépassant 5 % du capital me semblerait judicieuse. Cette déclaration devrait inclure l'identité du fonds, son pays d'origine et ses stratégies d'investissement. La difficulté est que les fonds avancent masqués : ils entrent au capital et ce n'est qu'ensuite qu'ils influencent la gouvernance. C'est là que le rôle de l'Agence des participations de l'État (APE) pourrait être crucial, mais elle n'a pas de doctrine : elle prend le *cash*. La loi du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, dite loi « Florange » permet aussi, via le droit de vote double attribué aux actionnaires de long terme, de renforcer l'influence de l'État, qui peut ainsi imposer le maintien d'une gouvernance axée sur le long terme. Mais il est difficile d'identifier ces stratégies en amont, car un fonds ne va jamais s'afficher comme un prédateur.

Le cas de Danone est significatif : on entre petit à petit au capital et on influence la stratégie pour l'orienter vers où l'on souhaite, mais sans jamais l'afficher publiquement.

M. Fabien Guimbretière. Nous sommes d'accord sur le constat que la logique de ces fonds est incompatible avec des projets industriels et que garantir le maintien de l'outil productif, c'est créer les conditions du maintien de l'emploi. La CFDT considère que, pour les entreprises qui touchent des aides publiques, il faudrait interdire les licenciements ou, *a minima*, exiger une transparence totale et un contrôle accru. Il en va de même pour le versement de dividendes aux actionnaires : dès lors que des aides ont été touchées, la puissance publique est en droit d'exiger davantage qu'elle ne le fait aujourd'hui.

C'est pourquoi nous préférons parler des aides publiques plutôt que du seul CIR, car le contrôle sur ce dernier est moins facile. De plus, il bénéficie essentiellement aux plus grandes entreprises, qui l'utilisent parfois dans d'autres

pays. Or la localisation de la recherche et développement est un indicateur fiable de l'intention réelle d'une entreprise de continuer à développer son activité en France.

Enfin, il faudrait peut-être s'inspirer de l'Italie et de l'Espagne, qui ont vu leur industrie beaucoup moins décliner que la nôtre. Elles ont été moins attaquées par ce genre de fonds : il faudrait vérifier pour quelles raisons et ce qui a été mis en place concrètement dans ces États pour mieux contrôler l'action de ces fonds.

Mme Rachèle Barrion. Le vrai problème est l'absence de stratégie industrielle. Aujourd'hui, qu'est-ce qui fonctionne en France, à part le nucléaire et la défense ? Toutes les autres filières sont touchées. Il nous faut une vraie politique industrielle sur le temps long, et non à l'échelle d'un seul mandat. C'est cela qui manque cruellement.

M. Sekou Niangado. Sans traverser l'Atlantique, on peut regarder l'Allemagne. Le tissu industriel allemand a été déstructuré non pas par une arrivée classique de ces fonds, mais par leur acquisition de banques allemandes, qui ont connu des difficultés en 2009 : ces fonds ont profité de la faiblesse de certaines banques hypothécaires. Ils peuvent donc entrer par plusieurs portes.

Si nous voulons contrôler ces fonds et les obliger à respecter les projets industriels, il faut constituer un fonds public qui pourrait aider les PME et ETI exportatrices françaises, par exemple un fonds de « première garantie » pour les PME en difficulté. Même si des fonds prédateurs arrivent, ils devront respecter ce dispositif. Mais s'ils prennent plus de 51 % du capital, vous n'avez aucun moyen de contrôle.

L'un des meilleurs moyens de protéger le tissu industriel, notamment les PME et les ETI, consiste à construire des fonds régionaux, comme cela se fait en Allemagne, ou à dupliquer le modèle d'intervention de l'État pour protéger des actifs stratégiques comme les supercalculateurs d'Atos.

Quand les entreprises vont bien, on peut provisionner une partie de leurs résultats pour constituer un fonds qui les protégerait en cas de retournement économique, sans avoir besoin de faire appel à l'État ou de subir l'arrivée de ces fonds. C'est une manière de constituer une barrière à l'entrée.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Face à la prédation que vous observez sur des usines et des entreprises, vous vous dites désarmés. Dans les cas que vous connaissez (Kem One, Onclusive, NovAsco, etc.), quel a été le rôle concret du ministère de l'économie ? A-t-il agi d'une quelconque façon avant que l'entreprise « soit coulée » ou est-il arrivé après coup, comme dans le cas de NovAsco ? Par exemple, s'agissant de Kem One, l'État est-il déjà intervenu d'une quelconque façon ?

M. Didier Chaix. L'État est intervenu en 2013 au soutien de Kem One. Nous avons rencontré plusieurs responsables au ministère des finances et leur avons démontré que laisser faire la situation faisait courir un risque à toute la filière

de la chimie, avec un « effet domino » pouvant entraîner jusqu'à dix mille pertes d'emplois chez Arkema, Total et d'autres. L'État s'était donc alors mobilisé.

Aujourd'hui, face à la prise de contrôle de Kem One par Apollo, l'État est absent, car il n'a pas été sollicité. Nous profitons donc de cette commission d'enquête pour partager notre actualité et exprimer notre souhait que les choses changent.

Être désarmés est bien le sentiment que nous ressentons tous. La meilleure réponse que pourrait apporter l'État serait de donner plus de pouvoir aux représentants du personnel. 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.

M. Fabien Guimbretière. Le maître mot est « anticipation ». Mais pour anticiper, encore faut-il en avoir la capacité. Les représentants du personnel sont constamment en train de « jouer les pompiers », car on nous met devant le fait accompli : les directions avancent masquées, assurant que tout va bien... et, en l'espace de trois jours, plus rien ne va. Pour anticiper, il faut des capteurs, d'où la nécessité de renforcer les leviers du dialogue social (car c'est dans l'entreprise que se trouvent les meilleurs capteurs).

Les services du ministère des finances et du ministère de l'industrie, que nous rencontrons régulièrement, font du très bon travail. Mais quand ils sont, comme nous, confrontés à un fait accompli, ils se trouvent dans la même impuissance.

Nous formons nos élus à détecter les signaux faibles dans les entreprises, notamment à travers les rapports d'expertise réalisés dans les CSE, mais nous manquons trop souvent d'informations en amont.

M. Nicolas Blanc. Le cas NovAsco est assez révélateur. À la suite de la reprise par Greybull, l'État s'était engagé à prêter 45 M€ et à accorder un soutien public de 40 M€.

Sur les 90 M€ promis par le fonds, seul 1,5 M€ a été versé. Ce ne sont pas les représentants du personnel, avec le peu de moyens et de prérogatives dont ils disposent, qui peuvent changer la donne au sein de l'entreprise. Une fois les faits constatés, il ne reste plus qu'à se battre pour l'emploi, défendre ce que nous pouvons et trouver des modalités de reprise pour ce qu'il reste de l'entreprise.

M. Laurent Lhardit (SOC). Le fonds Apollo est entré au capital de Kem One en 2021. On sait que leur présence dure en général entre quatre et six ans. Avez-vous une visibilité sur la fin de l'« épisode Apollo » à l'intérieur de Kem One ?

M. Jérôme Guillemain. Je pense qu'en 2026, Apollo disparaîtra de l'entité Kem One. D'ailleurs, quand nous leur avons posé la question, ils nous ont dit assez

clairement : « *Vous êtes déjà en vente.* » Dès le lendemain du rachat, s'il y a une bonne opportunité pour eux, la vente peut se faire.

Quand Arkema a vendu son pôle vinylique, devenu Kem One, nous avons interpellé l'État, car le repreneur était le groupe Klesch, réputé pour être un fossoyeur d'emplois. Nous avons dénoncé le fait qu'Arkema sous-traitait son plan social et des questions ont été posées à l'Assemblée nationale.

La réponse du ministre de l'industrie de l'époque a été que M. Gary Klesch avait « gagné ses titres de noblesse dans l'industrie »... une expression qui nous est restée en travers de la gorge, puisque, six mois après la reprise, nous étions en redressement judiciaire ! Nous, représentants du personnel, pouvons interpellier l'État. Mais après, quels moyens sont mis en place pour bloquer une transaction entre deux acteurs privés ?

M. le président Emmanuel Mandon. Je voudrais vous remercier pour ces échanges riches et extrêmement intéressants. Je vous propose de les compléter par la transmission des notes ou réponses écrites que vous jugerez utiles.

*

* *

4. Audition de M. Mathias Thépot, journaliste (29 janvier 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Vous êtes journaliste depuis plus d'une quinzaine d'années et avez rejoint Mediapart en septembre 2022, où vous suivez la vie et les pratiques des entreprises, ainsi que, plus largement, la situation macro-économique de la France. Parmi vos travaux récents, je relève une enquête sur Tikehau Capital et les conditions du rachat par ce fonds de LMB Aerospace, ainsi qu'une autre, datant de décembre 2025, sur Mutares, un fonds d'investissement allemand entré au capital de l'aciériste Valti.

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

(M. Mathias Thépot prête serment.)

M. Mathias Thépot, journaliste. Je suis journaliste économique depuis quinze ans, après avoir fait des études d'économie. Je suis notamment passé par *La Tribune*, où je suivais la finance et les banques. Aujourd'hui, je suis de nombreuses entreprises reprises par des fonds d'investissement.

Après la crise de 2008, on a beaucoup parlé de la réglementation financière des banques. Avec deux confrères, nous avons d'ailleurs écrit un livre intitulé *Mon amie, c'est la finance*, qui revenait sur les promesses faites lors du discours du Bourget par le candidat François Hollande, avec pour thèse la nécessité de réguler davantage le système pour éviter la propagation du risque financier et endiguer le risque systémique. On se rend compte aujourd'hui qu'une nouvelle finance, que l'on peut qualifier de « finance de l'ombre », s'est largement développée. Elle est

moins régulée que les banques et il s'agit précisément des fonds dont nous allons parler aujourd'hui.

Pour revenir sur quelques chiffres, l'industrie du capital-investissement dans le monde a plus que doublé de taille depuis la crise des *subprimes*, avec aujourd'hui quinze mille milliards de dollars d'actifs sous gestion. Ces fonds prennent une place considérable dans l'économie. Un exemple assez parlant est celui d'Apollo, l'un des grands fonds américains, qui a pour objectif d'accorder autant de prêts aux grandes entreprises américaines que JPMorgan à l'horizon 2029. Je rappelle que JPMorgan est la première banque américaine : cela donne une idée de la puissance que prennent ces fonds. Les grands acteurs mondiaux sont Blackstone, KKR, Apollo et Carlyle. En Europe, il existe désormais de très gros fonds comme le suédois EQT ou le français Ardian, qui tiennent la dragée haute à ces acteurs américains.

En France, on observe un développement récent et important du capital-investissement. France Invest, la fédération du secteur, revendique 2,5 millions d'emplois dans des entreprises sous gestion de fonds, soit 25 % de plus qu'en 2019. Cela représente plus de dix mille entreprises, 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.

Les opérations de *Leveraged Buy-Out* (LBO) présentent trois caractéristiques : des investissements à court terme, des taux de rendement très élevés pour les investisseurs et des montages reposant sur un fort endettement.

Pour une entreprise valant 100, un fonds apportera 50 en capital et lèvera 50 de dette auprès d'autres établissements financiers. Les 50 de capital sont eux-mêmes levés auprès d'investisseurs, auxquels le fonds promettra un taux de retour sur investissement (TRI) de 15 % à 20 % en quelques années seulement.

Dans le scénario idéal, si, au bout de trois ans, le fonds revend l'entreprise 150, il aura remboursé la dette avec les résultats de l'entreprise elle-même et non sur ses propres deniers. Ayant misé 50, il sort à 150, réalisant une plus-value de 200 %, alors que la valeur de l'entreprise n'a augmenté que de 50 %. C'est le principe de l'effet de levier. Dans l'absolu, pourquoi pas ? Mais un premier problème réside dans la « pyramide inversée » du partage des gains : les premiers bénéficiaires sont les associés des fonds ; viennent ensuite les investisseurs des fonds ; puis les managers de l'entreprise reprise ; enfin les salariés, qui n'ont globalement rien, si ce n'est la satisfaction du travail bien fait... Ce partage des gains est extrêmement déséquilibré.

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. Les opérations ont donc été nombreuses : un singe aurait réussi à faire de l'argent dans le capital-investissement entre 2015 et 2020... La contrepartie a été une inflation énorme du prix des actifs. 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.

La France est le premier marché européen du LBO – et de loin, si on exclut le Royaume-Uni. Selon le *Financial Times*, il y a eu 4 675 LBO en France depuis 2015, contre 2 786 en Allemagne et 1 749 en Italie. Le fait que l'on ait exigé des banques, depuis la crise financière, de détenir plus de capital pour un niveau de financement donné a poussé un certain nombre d'acteurs financiers à se tourner vers les fonds d'investissement, qui sont moins régulés.

Le Fonds monétaire international (FMI) a souligné l'existence d'un risque systémique. Un article des *Échos* expliquait que, fin 2023, plus de 40 % des entreprises financées par des prêts directs de fonds de *private equity* ne dégageaient pas de flux de trésorerie positif. Ce chiffre, qui était de 25 % en 2021, figure dans le dernier rapport du FMI sur la stabilité financière. En France, des entreprises comme Foncia, Ingenico ou Cerba ont dû restructurer leur dette. Le cas de Cerba est intéressant, car sa valorisation a « explosé » grâce au financement public des tests de covid, ce qui a immédiatement attiré les fonds d'investissement.

Tous les secteurs sont touchés : les maisons de retraite ; les infrastructures – le concurrent du TGV est financé par le fonds Antin ; les cliniques vétérinaires, où les fonds ont flairé la bonne affaire ; les campings, qui deviennent de plus en plus « haut de gamme » pour servir des rendements élevés ; ou encore le football avec la Ligue 1, qui, pour obtenir 1,5 milliard d'euros (Md€) du fonds CVC, doit lui verser un dividende prioritaire annuel équivalant à 13 % de ses revenus.

Quand les entreprises vont mal, d'autres types de fonds arrivent, des *hedge funds* spécialisés dans la dette et d'autres comme Alpha Blue Ocean (ABO), qui a repris les Fonderies de Bretagne et Valdunes. Ce fonds, basé dans les paradis fiscaux, a été réprimandé par l'Autorité des marchés financiers (AMF) et est sous le coup d'une enquête du Parquet.

Il existe aussi des « fonds de retournement ». Je pense aux entreprises de l'industrie du prêt-à-porter (Camaïeu, Vivarte), dont la gestion a été financiarisée à l'extrême par les fonds de LBO, ce qui ne leur a pas permis de s'adapter à la concurrence de la *fast fashion*. Un fonds comme l'allemand Mutares s'est spécialisé dans la reprise d'entreprises en difficulté. On peut se demander si l'utilité de certains fonds n'est pas d'accompagner les entreprises à la liquidation, tout en se rémunérant « sur la bête »... C'est en tout cas ce que j'ai observé avec Mutares, qui a repris plus d'une vingtaine d'entreprises en France, dont Lapeyre (ou plus récemment Valti).

Mon dernier point concerne le rôle de l'État. J'ai publié une enquête sur la start-up agro-industrielle Ynsect, qui a mobilisé 170 millions d'euros (M€) d'argent public, dont 130 M€ de BPIFrance, dans des co-investissements avec des fonds de *private equity*. Finalement, l'entreprise a été liquidée, laissant près de trois cents employés sur le carreau. Cela pose la question du rôle de l'État : est-il un simple accompagnateur ou fixe-t-il des limites, par exemple sur le niveau de dette ? C'est une question ouverte importante, d'autant que l'État n'est pas intervenu massivement dans des dossiers comme Vencorex ou Brandt, alors qu'il est capable d'investir des dizaines de millions d'euros dans d'autres entreprises.

M. le président Emmanuel Mandon. Au fil de vos investigations, identifiez-vous des points communs dans les stratégies des fonds, que vous jugez

les plus problématiques pour les entreprises et leurs salariés ? Pensez-vous qu'il existe des failles dans le cadre actuel de contrôle et de régulation ? Si oui, pouvez-vous d'ores et déjà les décrire ?

M. Mathias Thépot. S'agissant des points communs, cela dépend du type de fonds. Pour les LBO, le point commun systématique est la place prépondérante de la dette dans le montage, dette qui est remboursée par les résultats de l'entreprise et non par le fonds lui-même. Une proportion de 50 % de dette–50 % de capital est assez fréquente.

Concernant les fonds de retournement, un mode opératoire revient régulièrement : reprendre une entreprise pour un euro symbolique, avec une « dot » laissée par le cédant.

Ensuite, le fonds se nourrit sur l'entreprise, avant de la recéder juste avant la liquidation, afin de ne pas avoir à assumer les plans sociaux. C'est une pratique fréquente.

Un autre point commun concerne les entreprises achetées à un prix excessif avant 2022 et qui se trouvent aujourd'hui en grande difficulté pour servir les rendements attendus, car la dette coûte désormais plus cher. C'est ce qui s'est passé avec Tikehau et LMB Aerospace. Selon mes informations, au-delà de l'enquête du Parquet national financier sur les modalités de la reprise, Tikehau a acheté l'entreprise au prix fort, environ 200 M€. Pour servir le rendement attendu par ses investisseurs, il faut revendre avec une forte plus-value. Or qui est prêt à mettre 400 M€ sur la table aujourd'hui pour une entreprise de la défense, hormis les Américains ? Le sujet de la souveraineté économique se pose donc crûment.

La première mesure à mettre en place, fondamentale à mon sens pour éviter une déflagration dans les prochaines années, consiste à limiter la part de la dette dans les montages. C'est ce qui revient le plus souvent dans mes discussions avec mes sources. La seconde concerne le rôle des institutions publiques lorsqu'elles sont co-investisseurs. L'État doit-il se contenter d'accompagner le mouvement ou doit-il exiger des contreparties et exercer un contrôle, notamment via ses représentants dans les conseils d'administration, comme la Caisse des dépôts et consignations ou BPIFrance ? Étant donné le risque qui pèse aujourd'hui sur des entreprises importantes, un contrôle accru de l'État sur ces montages me semble nécessaire pour ne pas s'exposer à une catastrophe pour l'emploi en France, que ce soit dans l'industrie ou les services.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Alpha Blue Ocean est un fonds très particulier, présent aux Bahamas et qui peut agir à la fois comme *hedge fund* et comme fonds de *private equity*. Europlasma contrôle Valdunes, les Fonderies de Bretagne ou encore les Forges de Tarbes. Quelles sont précisément les relations entre Europlasma et Alpha Blue Ocean et quelles répercussions ces liens peuvent-ils avoir sur des entreprises comme Valdunes, dont l'action est aujourd'hui décriée par les représentants du personnel et les élus ?

M. Mathias Thépot. Je n'ai pas enquêté sur Europlasma, je ne peux donc pas vous répondre sur les liens précis entre Europlasma et Alpha Blue Ocean. On

sait néanmoins, à la lecture de la presse, qu'il s'agit du fonds qui contrôle Europlasma. Par définition, quand on observe les montages financiers d'Alpha Blue Ocean, basés dans les paradis fiscaux et caractérisés par une ultra-financiarisation, il y aura des répercussions sur l'activité, car les exigences de rentabilité sont très élevées. Je vous renvoie au travail réalisé par *L'Informé* sur ce sujet.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Avez-vous connaissance d'élus, d'anciens élus, de responsables politiques ou de hauts fonctionnaires français qui travaillent désormais pour ces fonds, en particulier ceux qui pratiquent le LBO et peuvent avoir une activité de prédation sur le tissu productif français ? Si oui, quels problèmes cela peut-il poser pour les intérêts de la nation, selon vous ?

M. Mathias Thépot. Oui, il y en a plusieurs. Une personnalité politique très connue et qui vient de quitter ses fonctions est Mme Nathalie Kosciusko-Morizet, qui était chez Antin.

Du côté du ministère chargé des finances, M. Bruno Bézard, ancien directeur de l'Agence des participations de l'État (APE) et de la direction générale des finances publiques, est parti dans un fonds franco-chinois, ce qui a fait polémique. M. David Azéma, un autre ancien responsable de l'APE, est également désormais dans un fonds (Perella Weinberg Partners, à ma connaissance).

Un autre exemple très intéressant est celui de M. Xavier Musca, qui a été secrétaire général de l'Élysée pendant la présidence de Nicolas Sarkozy avant de rejoindre le comité de direction du Crédit Agricole. Depuis 2024, il est l'un des dirigeants de Tikehau Capital.

Historiquement, les hauts fonctionnaires et les conseillers politiques allaient dans les banques. Aujourd'hui, on observe que le mouvement se fait plutôt vers les fonds d'investissement, qui sont plus rémunérateurs. Une source très bien informée me disait qu'EQT a la plus forte concentration de milliardaires avec les Gafam. Les salaires y sont très importants. Ce sont surtout les hauts fonctionnaires et les membres de cabinets ministériels qui effectuent ces passages. Dans les années 2000 et 2010, la liste était longue pour les banques ; aujourd'hui, on voit des mouvements vers les fonds. Le parcours de M. Xavier Musca est emblématique à cet égard.

Le problème est évidemment le lien étroit qui se tisse alors entre la finance et le politique, ce qui n'est pas simple pour la démocratie. Il faut que les autorités de transparence fassent leur travail, il y a un besoin de clarté et cette situation pose de vrais problèmes : l'un des plus grands banquiers français actuel, M. Nicolas Namias, président-directeur général de la BPCE, était ainsi le conseiller de M. Jean-Marc Ayrault lors de l'élaboration de la loi bancaire. J'ai moins d'exemples aussi frappants concernant les fonds d'investissement, car le phénomène est récent alors que l'industrie bancaire en France est plus mature et très puissante.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Compte tenu de la mauvaise réputation de certains de ces fonds (Mutares a liquidé vingt-cinq entreprises et détruit 2 600 emplois, ce qui finit par se savoir...), n'auraient-ils pas pour stratégie de se tourner vers des entreprises plus modestes, y compris du point de vue du statut des salariés et de la faible présence syndicale ? Je pense notamment à TeamTex, dont

on peut se demander si elle n'a pas été visée précisément pour cette raison. Plus généralement, pourquoi, selon vous, la France est-elle à ce point la cible de ce type de fonds ?

M. Mathias Thépot. Le monde du retournement d'entreprises en difficulté est un petit milieu. Ce sont quasiment toujours les mêmes acteurs qui interviennent : administrateurs judiciaires, mandataires, avocats, cabinets de conseil. Un avocat spécialisé me disait qu'ils sont à peine une centaine à se retrouver dans tous les tribunaux de commerce de France.

La France est assez libérale en matière de faillites d'entreprises. On se trouve souvent dans un « *no man's land* » d'intervention étatique. Le cédant a une grande liberté pour choisir le repreneur et, quand il opte pour un fonds de retournement précis, personne n'a vraiment son mot à dire. Cela peut paraître normal au nom de la liberté, mais c'est très lourd de conséquences quand cela envoie potentiellement deux mille cinq cents personnes au chômage. Ce fonctionnement est assez français, avec des étapes importantes comme le tribunal de commerce et le régime de l'Association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés (AGS), financé par les cotisations patronales. Ce dernier représente une mutualisation du risque de licenciement pour les entreprises.

Une grande entreprise qui veut délocaliser, comme Saint-Gobain avec Lapeyre ou Vallourec avec Valti, a tout intérêt à céder à un fonds de retournement : elle évite de voir l'entreprise survivre et devenir un concurrent et elle n'a pas à financer un plan social, ce qui est coûteux et destructeur en termes d'image.

Le fonds a alors pour mission d'amener lentement l'entreprise au dépôt de bilan, les faits sont là. Quand je discute avec les salariés, ils en veulent souvent moins à Mutares qu'à l'entreprise qui les a cédés, estimant que d'autres possibilités n'avaient pas été étudiées. Le tribunal de commerce, en général, entérine la cession à des fonds qui n'ont pas forcément de vrai projet de retournement. *In fine*, c'est le régime de l'AGS qui prendra en charge les licenciements au minimum légal.

Par ailleurs, les tribunaux de commerce, désormais appelés « tribunaux des activités économiques », sont des émanations patronales. Le président du tribunal de commerce de Paris est l'ancien président d'Eurazeo, l'un des grands fonds d'investissement français. Il le dit lui-même : le tribunal de commerce est « la maison des entreprises ». Du point de vue patronal, cela n'a rien de choquant.

Cependant, cette approche est délétère, y compris pour les finances publiques, dans les zones touchées par des plans de licenciement. On ne peut pas laisser faire la liquidation en règle d'entreprises, pendant des années, puis se plaindre du coût de notre modèle social. Il faudrait peut-être agir en amont, avec plus de prévention et d'intervention pour éviter ces déflagrations. Derrière, il y a des histoires humaines et un coût politique important, car les gens sont très en colère de se sentir abandonnés. Ils voient des gens en col blanc prendre beaucoup d'argent et les licencier.

Cela me permet de faire la transition avec TeamTex. Les salariés y sont souvent issus de l'immigration, certains en situation de handicap, d'autres ne

maîtrisant pas bien le français. La disproportion entre leur situation et celle des financiers qui décident de leur sort peut être très choquante. Je pense aussi à MMT-B, l'ancienne usine Ford près de Bordeaux, où des ouvriers usés par quarante années de travail se font licencier dans l'indifférence générale. Ou encore aux salariés d'Ynsect, près d'Amiens, dont certains ont été licenciés trois fois en sept ans par des repreneurs successifs qui leur promettaient de les sauver.

C'est pourquoi votre commission d'enquête est intéressante : elle doit se pencher sur les interventions de l'État et des pouvoirs publics face à ce monde de la finance, qui peut faire des dégâts humains très importants.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quel est le rôle précis des administrateurs judiciaires, des liquidateurs et des tribunaux de commerce ? Ont-ils une responsabilité dans la décision de reprise de Lapeyre par Mutares, par exemple ?

M. Mathias Thépot. Sur le sujet précis de Lapeyre et Mutares, l'administratrice judiciaire, Mme Hélène Bourbouloux, a sous-entendu, l'an dernier, devant une commission d'enquête, qu'elle n'était pas d'accord avec ce qui s'était passé. Les salariés lui reprochent d'avoir permis cette cession et de ne pas avoir étudié d'autres offres. Elle explique que Saint-Gobain avait décidé de vendre à Mutares dans le cadre d'une transaction de gré à gré. Même si elle a pu exprimer son désaccord en privé, cette transaction a été validée par le tribunal de commerce. Cette validation était importante, car elle empêchait les salariés de Lapeyre de se retourner contre Saint-Gobain.

Le rôle du tribunal de commerce est aussi crucial dans d'autres dossiers, comme Orpea ou Casino. Dans le dossier Orpea, qui était endettée à hauteur de près de 10 Md€, l'administratrice judiciaire a négocié la restructuration de la dette avec les créanciers en amont, de gré à gré. Une fois la procédure de sauvegarde accélérée déclenchée, tout est devenu public, mais l'arrangement était déjà trouvé. Des représentants du ministère public au tribunal de commerce m'ont avoué se sentir désarmés, car le montage était techniquement trop complexe et déjà « ficelé » par les banques, les administrateurs et les avocats d'affaires.

Je l'ai vu très clairement sur le dossier Orpea : les tribunaux ont entériné ce qui avait été négocié entre les parties prenantes, ils ont juste apposé leur tampon. Ce monde de la restructuration vit dans un entre-soi et n'est, pour l'instant, pas trop inquiet. Ses acteurs sont très compétents pour mener une bonne restructuration, mais le problème est que, parfois, cela peut être socialement très violent.

M. le président Emmanuel Mandon. Je voulais vous remercier pour votre présence. Je vous indique que vous avez la possibilité de compléter nos échanges par écrit.

*

* *

5. Audition de MM. Gaëtan Rudant, délégué interministériel aux restructurations d'entreprises (direction générale des entreprises), et Guillaume Primot, secrétaire général du comité interministériel de restructuration industrielle (direction générale du Trésor) (29 janvier 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Je souhaite la bienvenue à M. Gaëtan Rudant, délégué interministériel aux restructurations d'entreprises au sein de la direction générale des entreprises, et à M. Guillaume Primot, secrétaire général du comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri) au sein de la direction générale du Trésor.

La mission interministérielle à la restructuration des entreprises (Mire) est chargée d'assurer l'accompagnement, par l'État, des restructurations d'entreprise de tout secteur, à l'exception du secteur financier. Il lui appartient ainsi d'anticiper les difficultés éventuelles des entreprises, notamment industrielles, de coordonner la mise en place de mesures d'accompagnement, d'animer le réseau des commissaires aux restructurations et à la prévention des difficultés des entreprises, et de faciliter la coordination des échanges entre les services de l'État et les autres personnes, publiques ou privées, parties prenantes à ces dossiers.

Quant au Ciri, il est compétent pour aider, à leur demande, les entreprises de plus de quatre cents salariés. Il représente l'ensemble des administrations compétentes en matière d'accompagnement des entreprises en difficulté et coordonne l'action des services étatiques auprès d'elles.

Votre audition vient compléter le tableau dressé, la semaine dernière, avec le concours de la Banque de France. Nous attendons de vous que vous nous fassiez partager votre expérience d'opérateurs de l'État en contact permanent avec les entreprises françaises en difficulté. Par votre position, vous portez nécessairement un regard sur le rôle des fonds d'investissement, leurs stratégies et leurs méthodes de pilotage. Vous pouvez donc apprécier la place que l'emploi occupe dans leurs priorités de gestion.

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

(MM. Gaëtan Rudant et Guillaume Primot prêtent serment.)

M. Gaëtan Rudant, délégué interministériel aux restructurations d'entreprises (direction générale des entreprises). Au sein de l'administration centrale de l'État, deux structures sont spécifiquement destinées à accompagner les restructurations d'entreprises : le Ciri, d'une part, et la Mire, d'autre part. Cette dernière a été créée le 1^{er} août dernier par un décret qui a eu pour objet de fusionner des structures qui préexistaient au sein de la direction générale des entreprises et, de

manière autonome, la délégation interministérielle aux restructurations d'entreprises. Nous sommes rattachés directement, d'une part, au ministre chargé de l'industrie et, d'autre part, au ministre chargé du travail, ce qui nous permet une bonne complémentarité.

Notre ambition est évidemment à la hauteur de la complexité de l'enjeu : sauver des entreprises, des emplois et des activités, notamment industrielles. Parce que nous sommes convaincus qu'une restructuration exige toujours la mobilisation de nombreuses forces vives, nous collaborons avec l'ensemble des acteurs de l'écosystème concerné. Nous intervenons pour accompagner des entreprises à la demande de nos ministres de rattachement, sans qu'il y ait de seuil d'effectifs précis pour que nous puissions intervenir : c'est l'importance de la situation qui conduit les ministres à nous solliciter. Celle-ci s'apprécie, bien sûr, par l'impact territorial que la restructuration peut avoir, par son impact social – que ce soit au regard du nombre d'emplois concernés ou de la tension qui peut entourer cette restructuration – ou encore parce qu'il s'agit d'actifs industriels clés pour l'économie de la nation ou au regard d'enjeux stratégiques.

Pour nos interventions, nous disposons d'une équipe assez légère (quatorze personnes), constituée au cœur d'une équipe de rapporteurs. Nous nous appuyons sur vingt-cinq commissaires à la restructuration et à la prévention des difficultés des entreprises, qui sont en région, au plus près des territoires, en lien avec les entreprises, les représentants du personnel et les représentants de l'État. L'ensemble constitue une équipe de quarante-trois personnes, en comptant ceux qui les assistent. Cette équipe d'accompagnement des entreprises, tant au niveau de la mission interministérielle que dans les territoires, accompagne environ trois mille entreprises chaque année. Ces actions sont d'intensité extrêmement variable : il peut s'agir de la simple régulation d'une difficulté avec un créancier (ou un fournisseur), mais aussi de l'accompagnement d'une restructuration profonde (dans certains cas).

La contribution que nous essayons d'apporter porte particulièrement sur les enjeux liés au dialogue social, car ce dialogue est au cœur de toute opération de restructuration et il est extrêmement sensible.

Nous intervenons, comme nos collègues du Ciri, en mobilisant un certain nombre d'outils : d'abord, la légitimité de l'État à accompagner les entreprises et la reconnaissance qu'il peut obtenir de la part des partenaires dans certaines situations ; ensuite, œuvrer avec les créanciers publics pour faire en sorte, lorsque c'est nécessaire, qu'ils puissent contribuer à améliorer la situation financière de l'entreprise ; occasionnellement, mobiliser des prêts dont l'ordonnancement est assuré par nos collègues du Ciri.

M. Guillaume Primot, secrétaire général du comité interministériel de restructuration industrielle (direction générale du Trésor). Le Ciri a été créé sous une première forme en 1974, après le premier choc pétrolier, avec l'idée de répondre à la crise industrielle qui s'en est suivie et d'accompagner les entreprises face aux évolutions majeures du contexte économique. Il a pris sa forme actuelle en 1982.

Depuis quarante ans, l'idée est d'accompagner les entreprises d'une certaine taille en difficulté. Notre seuil d'intervention est de quatre cents salariés : nous considérons qu'il faut une « empreinte » d'envergure nationale pour que nous intervenions dans un dossier.

Le deuxième critère important est que nous intervenons comme un service aux entreprises : nous n'agissons pas de manière proactive, mais seulement sur sollicitation des entreprises qui le demandent, parce qu'elles rencontrent des difficultés de tous ordres qui justifient que le Ciri vienne en appui et en soutien, conformément à sa mission.

S'agissant du périmètre d'intervention, nous étions historiquement focalisés sur l'industrie, d'où l'appellation de « comité de restructuration industrielle ».

Nos secteurs d'intervention, tout comme ceux de la Mire, sont désormais variés : en ordre de grandeur, environ 50 % de nos dossiers concernent des entreprises industrielles, le reste étant constitué de tout type d'entreprise de services (et parfois d'entreprises agricoles). La seule exception concerne le secteur financier, qui obéit à des règles de gouvernance qui lui sont propres du fait de la nature très particulière des passifs : il relève donc d'autorités de résolution dédiées.

Notre positionnement est de nature interministérielle. Le Ciri a vocation à servir d'interlocuteur pour les entreprises en difficulté et à interagir avec tous les ministères compétents dans les restructurations d'entreprise. Traitant de tout secteur, nous pouvons être amenés à discuter avec le ministère de la santé, du travail ou de l'énergie, en fonction du secteur concerné. Tout comme la Mire, notre volonté est d'avoir la plus grande efficacité opérationnelle possible et de faire comprendre à toutes les composantes de l'administration le caractère d'urgence et la nécessité de faciliter les discussions avec ces entreprises, qui ont des contraintes bien différentes de celles d'une entreprise traditionnelle.

Le Ciri est « logé » administrativement à la direction générale du Trésor, au sein du ministère de l'économie et des finances. Ce positionnement s'explique par une volonté d'être proche des acteurs financiers, notamment des différents bureaux qui s'occupent du financement de l'économie (banques, assurances et fonds d'investissement). Notre place nous permet de réaliser une interface entre les financeurs, avec lesquels nous avons naturellement des discussions dans le cadre des restructurations, et les entreprises, auxquelles nous devons faire comprendre et accepter diverses contraintes afin que les négociations avancent, dans leur propre intérêt. Ce positionnement institutionnel est précieux pour travailler non seulement aux côtés des financeurs, mais aussi, et de plus en plus, aux côtés des bureaux qui s'occupent de politiques commerciales ou sectorielles. Nous avons naturellement un dialogue nourri avec la direction générale des entreprises, mais également, au sein du Trésor, un dialogue de plus en plus riche avec les équipes qui s'occupent de politiques commerciales. En effet, notre rôle d'« urgentiste » doit souvent s'accompagner de réflexions sur les plans d'affaires (*business plans*) à moyen terme : lorsque l'origine des difficultés d'une entreprise réside dans le dumping chinois ou un problème d'accès au marché, il est très utile d'être en relation avec ces différentes composantes de l'État.

Notre étiage est bien moindre que celui de la Mire, puisque nous n'intervenons que sur les dossiers les plus importants en termes d'emploi : ces trois dernières années, nous avons oscillé entre cinquante et soixante saisines.

Notre logique d'intervention consiste toujours à réaliser, aux côtés de l'entité accompagnée et souvent dans le cadre d'une procédure amiable avec un administrateur judiciaire, toute la phase de diagnostic opérationnel. Une fois cette phase achevée et les besoins opérationnels chiffrés, nous accompagnons l'entreprise dans sa négociation avec ses créanciers. Nous participons à cette phase de discussion, y compris en tant que représentant de l'État, lorsqu'il y a une position de créancier à défendre.

Le nombre moyen de salariés pour un dossier type était de l'ordre de 2 300, ces dernières années, sachant que c'est une moyenne tirée vers le haut par de très gros dossiers traités les années précédentes.

M. Gaëtan Rudant. Environ soixante-neuf mille entreprises se sont trouvées en situation de défaillance cette année, c'est-à-dire qu'elles sont entrées en procédure collective.

Ce nombre est en légère hausse, cette année encore, une hausse qui a néanmoins tendance à ralentir et que les économistes expliquent par un « rattrapage » post-covid – au cours de cette période, les financements publics ont en effet permis de sécuriser de très nombreuses entreprises. Les secteurs les plus touchés sont la construction, le commerce, la réparation automobile, l'hébergement et la restauration, le conseil et les services aux entreprises, ainsi que les secteurs de l'enseignement et de la santé.

Parmi ces défaillances, plus de 95 % concernent de très petites entreprises (TPE). Sans minimiser l'importance de chacun de ces acteurs économiques pris individuellement, j'observe néanmoins que les entreprises ayant un poids important sur le territoire ou un impact social significatif sont beaucoup moins nombreuses. À cet égard, l'Association des investisseurs en retournement estime que 1 % seulement de l'ensemble des entreprises qui entrent en défaillance présentent des caractéristiques de taille susceptibles de conduire à une mobilisation en matière de retournement. Parmi celles-ci, soit quelques centaines de cas par an, un certain nombre sont irrémédiablement compromises au sens du code de commerce.

L'accompagnement d'une entreprise en difficulté exige une approche du financement très différente de celle d'une entreprise en croissance. Parmi les spécificités, il faut être capable de traiter les causes, le plus souvent économiques, de ces difficultés : un marché qui a évolué, un outil industriel qui s'est dégradé, des choix stratégiques inappropriés ou encore un enjeu de gouvernance. Ces facteurs ont, le plus souvent, conduit à une situation financière qui met l'entreprise en risque de ne plus pouvoir couvrir son passif avec l'actif disponible.

La réussite d'une restructuration réside d'abord dans une bonne compréhension des sous-jacents qui ont mené l'entreprise à cette situation et qu'il s'agit de corriger : c'est l'un des sujets auxquels nous sommes particulièrement

attentifs lorsque nous accompagnons des perspectives de reprise. 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.

La situation de vulnérabilité, qui trouve son origine dans des facteurs externes ou internes, se traduit souvent par une situation financière assez dégradée. Les leviers mobilisables sont alors l'accompagnement vers un projet adéquat, puis des outils de financement extérieurs à ceux de l'État – notamment le renforcement des fonds propres, déterminant pour que l'entreprise puisse faire face à ses enjeux immédiats et trouver les financements à long terme. Il est fréquent que, face à ces fragilités de structure financière, des besoins de financement à très court terme se posent pour régler les questions de trésorerie.

Plusieurs types d'acteurs peuvent intervenir : des particuliers, des industriels ou encore des professionnels de l'investissement. Ces opérations sont souvent très complexes et il est fréquent qu'en dépit des efforts, l'issue ne soit pas aussi favorable qu'espéré. 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. L'exercice de retournement est donc particulièrement difficile.

L'intervention de l'État, dans ce contexte, essaie de concilier des enjeux de court terme et des enjeux de long terme, en créant les conditions d'une survie durable.

Quand l'État estime nécessaire de travailler sur une situation avec des investisseurs, nous commençons systématiquement par vérifier leur honorabilité en saisissant des instances telles que Tracfin. Leur intervention est limitée par leur connaissance des acteurs de la place. Je le dis simplement : l'ensemble des acteurs financiers, fonds d'investissement et créanciers bancaires, sont indispensables et le bon fonctionnement de la place est une condition nécessaire à la restructuration des entreprises. Il est donc inévitable que chaque intervention de l'État soit accompagnée d'une part de risque.

Même si nous sommes extrêmement mobilisés, l'État n'est, en général, pas le décideur de la restructuration : ce sont le plus souvent les tribunaux de commerce qui, *in fine*, font le choix des conditions d'une reprise.

Toutefois, même si l'État n'est pas décideur, nous sommes particulièrement vigilants sur la perspective d'un réel rétablissement des sous-jacents économiques, sur la mobilisation de l'ensemble des partenaires financiers (y compris l'actionnariat actuel) et sur les engagements que nous demandons aux repreneurs, notamment lorsque des aides de l'État sont apportées.

M. le président Emmanuel Mandon. Parmi les entreprises que vous suivez, dans combien de cas des fonds d'investissement sont-ils intervenus et combien d'entreprises ont fait l'objet d'un rachat dans le cadre d'une opération avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO) ?

Pensez-vous que l'État dispose aujourd'hui d'outils suffisants pour identifier les causes de fragilité induites par certains montages financiers et mettre en œuvre les mesures de prévention indispensables ?

Parmi les pratiques de financement et de gouvernance introduites par les fonds d'investissement, lesquelles vous paraissent constituer des facteurs de renforcement et de dynamisation de l'entreprise et lesquelles, au contraire, peuvent contribuer à aggraver une fragilité ?

M. Guillaume Primot. Les cinquante à soixante dossiers que nous traitons annuellement (sur soixante mille procédures) ne reflètent probablement pas la réalité d'un dossier « moyen » d'entreprise en difficulté en France. Environ un tiers des opérations dans lesquelles nous sommes intervenus, ces deux dernières années, impliquaient des fonds en qualité d'actionnaires, de créanciers ou de parties prenantes à la restructuration.

Nous sommes intervenus sur des opérations de LBO qui n'avaient pas fonctionné, mais il est rare que nous intervenions sur des reprises sous forme de LBO. En tout cas, je n'ai pas d'exemples concrets récents à apporter.

S'agissant de la gouvernance, je ne suis pas certain qu'il y ait des divergences majeures entre typologies de repreneurs. Une opération de restructuration nécessite beaucoup de ressources, à la fois financières et humaines. Les fonds de retournement ont des pratiques de négociation relativement directes : dans les cas de prise de contrôle, ils veulent restructurer rapidement et apporter avec eux un management nouveau, ce qui est classique.

Quand il s'agit de fonds spécialistes des restructurations, qui ne sont pas très nombreux sur le marché français, ils arrivent souvent avec un management de crise rompu à ce genre de situation. Les fonds plus généralistes travaillent dans des sous-secteurs bien identifiés ; ils disposent d'un pool de dirigeants spécialistes de ces secteurs, qu'ils mobilisent lorsqu'un changement managérial est nécessaire.

Voilà les quelques tendances que je perçois, sans être sûr qu'on puisse distinguer des caractéristiques générales sur la base de la cinquantaine d'opérations que nous avons eu à gérer.

M. Gaëtan Rudant. Au-delà de l'importance des capacités financières et managériales à mobiliser pour accompagner la transformation, il est crucial que les différents acteurs, quelle que soit leur forme, aient une stratégie qui leur permette d'avoir une durée d'investissement suffisante : une opération de restructuration, plus encore qu'une opération de consolidation ou de croissance, exige, le plus souvent, un temps important. C'est donc moins une caractéristique intrinsèque qu'une capacité à apporter des investissements dans la durée qui est l'un des éléments déterminants de la pertinence de l'intervention des acteurs financiers.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Le ministère de l'économie dispose-t-il aujourd'hui d'une vision consolidée des fonds d'investissement, français ou étrangers, qui contrôlent des actifs stratégiques en France et d'une cartographie des risques ? Avez-vous pu identifier les cas de LBO qui peuvent causer des difficultés ? Par exemple, quelles sont les principales entreprises faisant l'objet d'un LBO avec des risques de difficultés prévisibles ?

Lorsqu'un fonds d'investissement prend le contrôle d'une entreprise et que des difficultés apparaissent, que font vos services ? Comment agissez-vous ? Disposez-vous d'une information suffisante et des moyens nécessaires pour l'obtenir ? Sinon, que faudrait-il faire, par exemple sur le plan législatif ? Pouvez-vous agir sur le suivi, le contrôle, voire la sanction de l'action de ces fonds ? Quels autres organismes d'État peuvent le faire ?

Pouvez-vous agir sur la décision de confier ou non le capital à un fonds d'investissement, notamment quand son historique est connu – ce fut le cas pour Mutares avec Lapeyre ou pour Apollo avec Kem One ?

Est-il acceptable que l'État socialise les pertes après une privatisation de la valeur ? Quand la situation devient catastrophique, il ne reste plus qu'à l'Association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés (AGS) à prendre le relais. On nous a expliqué qu'après une captation de valeur par un fonds, ce sont les cotisations patronales qui financent la socialisation des pertes.

Comment expliquez-vous que des fonds comme Mutares, qui a mis en difficulté (ou en faillite) une dizaine d'entreprises avec des pratiques controversées, puissent perpétuer leurs activités avec de nouvelles entreprises ?

Pourquoi et comment êtes-vous intervenus sur le dossier NovAsco ? Concernant Atos, où en est le dossier : quelle est votre action, quelle place pourrait être laissée à des fonds d'investissement dans le rachat de certaines branches ? Avez-vous une prise sur ce point ?

M. Guillaume Primot. Notre action se déroule généralement dans le cadre de procédures amiables et confidentielles. Par conséquent, en dehors des cas de redressement judiciaire où les difficultés sont publiques, je ne peux pas entrer dans le détail de discussions couvertes par le secret.

Pour ce qui concerne une vision consolidée des fonds contrôlant des actifs stratégiques, ce n'est pas vraiment notre rôle, car nous intervenons sur le segment spécifique des entreprises en difficulté ; le suivi des entreprises stratégiques en bonne santé relève d'autres services de l'État.

En revanche, nous disposons d'une grille de lecture lorsque des acteurs se positionnent pour la reprise d'entreprises en difficulté : nous avons un historique des acteurs avec lesquels nous avons travaillé et nous connaissons leur réputation. C'est sous cet angle que nous apprécions la responsabilité des repreneurs potentiels.

Cela me permet de répondre à votre question sur la décision de confier (ou non) la maîtrise du capital d'une entreprise à un fonds. L'instrument principal de l'État est la procédure de contrôle des investissements étrangers en France (IEF), qui relève de la direction générale du Trésor. Un service spécialisé a vocation, dans

les secteurs définis par la loi, à donner une autorisation, éventuellement soumise à conditions et à sanctions, pour les reprises par des acteurs étrangers. Notre interaction avec ce service consiste notamment à articuler les contraintes de calendrier pour que ces autorisations soient rendues, ou non, dans les temps de la procédure de reprise.

S'agissant des LBO comme sources de difficultés, il faut remonter à la source opérationnelle de ces difficultés. La structure de financement n'est pas, en elle-même, problématique, mais elle peut le devenir lors de retournements économiques, quand l'évolution des taux et des conditions générales dégrade la performance opérationnelle. Dans ces cas-là, les charges financières deviennent effectivement trop importantes par rapport à la capacité de remboursement de l'entreprise et toute construction financière qui fait peser une charge trop lourde est problématique, quelle que soit sa nature. C'est donc l'équilibre entre les charges financières et la capacité de remboursement que nous essayons d'apprécier.

La privatisation des profits et la socialisation des pertes sont précisément la configuration qu'il s'agit d'éviter et qui mobilise donc notre énergie. Il faut s'assurer que les efforts sont toujours équitables, partagés et, d'abord, supportés par les acteurs privés. Dans une restructuration, une fois le diagnostic posé et le besoin financier identifié, nos premiers interlocuteurs sont l'actionnaire et les créanciers. Ce n'est qu'après avoir identifié les efforts potentiels des acteurs privés que l'intervention publique peut être envisagée, sous réserve que l'entité soit jugée stratégique et viable. Notre action est d'ailleurs très contrainte par le cadre européen des aides d'État, qui vise précisément à éviter ces scénarios. Notre doctrine d'intervention est publique et encadrée par une circulaire.

M. Gaëtan Rudant. La majorité des prises de contrôle d'entreprise se fait sans intervention de l'État. Le fonctionnement du marché réserve les cas où l'État a un rôle déterminant à jouer à un nombre limité de situations : interventions d'acteurs étrangers dans des secteurs protégés, cas où l'État est déjà actionnaire ou situations dans lesquelles le rachat exige une intervention financière de l'État.

Hormis ces cas, les transferts de propriété se font sans information préalable de l'État – et parfois même sans capacité d'action de notre part, car aucune régulation ne l'autoriserait. Je connais une entreprise dont nous estimons qu'elle est économiquement très fragile, la deuxième génération de la famille souhaitant la céder à un acteur dont nous savons qu'il a des pratiques contestables : nous n'avons aucun levier d'intervention, car c'est le fonctionnement normal du marché.

Il existe, au sein de la direction générale des entreprises, un service interministériel de sécurité économique qui identifie, sur la base de critères factuels, l'ensemble des actifs stratégiques, notamment industriels. Ce service permet à l'État d'avoir une visibilité en croisant les informations des différentes sources de renseignement. Nous recourons à son savoir-faire quand une entreprise en difficulté nous semble relever de ces critères.

M. Guillaume Primot. L'entreprise NovAsco a connu quatre redressements judiciaires et elle est suivie par le Ciri depuis de nombreuses années, du fait de reprises successives par des acteurs industriels ou financiers. C'est

d'ailleurs une illustration du fait que ce n'est pas la typologie des acteurs qui compte, mais bien la responsabilité de chacun des repreneurs. Aucun n'a réussi à redresser la situation : d'une part, pour des raisons structurelles de marché ; d'autre part, à cause d'un manque d'investissement récurrent dans l'outil industriel.

Les derniers stades de discussion peuvent se résumer de la manière suivante. L'entreprise est reprise par le fonds Greybull en juillet 2021, à la barre du tribunal. L'État avait alors décidé d'accompagner un projet de reprise ambitieux, avec des investissements massifs et une diversification vers les marchés de la défense. Ce projet était couvert, globalement à parité, entre les investissements du repreneur (environ 90 millions d'euros [M€]) et ceux de l'État (prêt du Fonds de développement économique et social [FDES], pour un montant similaire).

Il est apparu que le projet de reprise ne fonctionnait pas et que, malgré des discussions intenses, le repreneur ne tenait pas ses engagements : c'est en grande partie ce non-respect des engagements qui a empêché l'entité de se redresser.

L'entreprise a, de nouveau, déposé le bilan courant 2023, ce qui a conduit à la reprise, accompagnée par l'État, du seul site de Dunkerque par une PME industrielle et à la liquidation judiciaire des autres sites (notamment l'aciérie historique de Hagondange).

Du fait de ces développements, le ministre de l'industrie a décidé d'attaquer Greybull en justice pour mettre le repreneur face à ses responsabilités. Le seul rôle que le Ciri continue de jouer est d'essayer de trouver des solutions pour les sites liquidés, en identifiant des repreneurs potentiels.

Si l'on tire un bilan rapide de cette séquence, le premier constat est le manque d'acteurs qui se sont positionnés sur la reprise : l'une des principales raisons pour lesquelles la discussion se faisait uniquement avec le fonds Greybull était l'absence d'autres acteurs intéressés, ce qui aurait permis de comparer les projets.

Cela montre que nous avons besoin de rendre le marché français des restructurations plus attractif. Le deuxième enseignement est que, lorsque des repreneurs prennent des engagements, la main de l'État ne tremble pas pour les faire respecter. Nous avons besoin de repreneurs responsables.

S'agissant des autres dossiers mentionnés, je ne peux m'exprimer sur des cas d'entreprises qui ne sont pas en redressement judiciaire.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous dites qu'un LBO n'est pas un problème en soi. Ils sont pourtant nombreux à avoir causé des difficultés et ce point est clairement documenté : je suis donc étonnée de votre réponse. Pour prendre l'exemple de Kem One, c'est une entreprise qui allait bien et qui va mal désormais. Quand on passe de 10 M€ à 700 M€ de dettes en cinq ans, depuis qu'Apollo la détient, on peut se dire que cela a mis l'entreprise en grande difficulté. Avec un prêt de plus de 30 M€ par an à rembourser, plus des frais de conseil de 25 M€ par an, les investissements productifs ont chuté.

Ma question est donc la suivante : pensez-vous qu'il ait été judicieux que l'État laisse Apollo prendre 100 % des parts d'une entreprise de 1 300 salariés,

acteur majeur du PVC ? Est-il normal de continuer à lui verser des aides publiques ? Avez-vous une action quelconque sur cette entreprise manifestement en difficulté ?

L'entreprise NovAsco était effectivement en difficulté, mais, comme vous l'avez mentionné, c'était du fait des repreneurs successifs (dont certains fonds d'investissement). Si NovAsco ne marche pas, qu'est-ce qui va marcher, alors ? C'était une entreprise décarbonée, qui faisait de l'acier « vert » et était prête à se tourner vers la défense ! Était-il pertinent de laisser Greybull entrer au capital en 2021 et de continuer à verser des aides publiques ? Quel a été le suivi par le ministère de l'économie ? Comment peut-on en arriver à cette situation au bout d'un an, alors que les quatre-vingt millions d'euros annoncés par Greybull n'ont jamais été versés ? J'entends que le ministère engage des poursuites. Mais comment se fait-il qu'on en soit arrivé là ?

M. Guillaume Primot. Il y a plusieurs exemples de LBO qui ont échoué : c'est un fait. Mais n'importe quel montage qui porterait trop de dettes et ferait peser une charge financière excessive sur une société dont la performance opérationnelle se dégrade posera des difficultés. Je ne suis pas certain que ce soit la structuration juridique accolée qui fasse que l'entité soit viable ou non.

M. Gaëtan Rudant. Un LBO est très rarement mis en œuvre dans des situations de restructuration.

Il intervient le plus souvent en amont, dans un champ généralement dépourvu de régulation par l'État et dans le cadre général qui s'applique au financement des entreprises. C'est un montage exigeant, car il impose que le potentiel économique de l'entreprise produise suffisamment de financement tant pour sa propre transformation que pour le remboursement de la dette. Un certain nombre d'acteurs qui ont cru y trouver une solution aisée n'ont pas assez mesuré, en amont, ce niveau d'exigence. Je vois dans cette difficulté non pas un enjeu qui aurait trait à nos interventions, mais une perception initialement incomplète des exigences de ce type de montage.

M. Guillaume Primot. Pour revenir sur le cas de NovAsco et les questions de suivi, nous nous sommes retrouvés dans une configuration classique de restructurations à répétition, où l'on isole les parties « saines » de l'activité (*carve-out*). Un exemple de réussite est le site de Fos-sur-Mer, repris par l'entreprise Marcegaglia et qui se porte très bien. Le Ciri est convaincu que le site de Dunkerque a également une forte capacité à se redresser, ce qui justifie l'accompagnement de l'État.

Vous dites que le site avait une perspective assurée grâce à sa production d'acier décarboné ou sa diversification vers la défense : ce sont malheureusement des tentatives qui ne se sont pas concrétisées. En termes de besoin de financement, les ordres de grandeur pour relancer l'outil productif, y compris dans l'aciérie décarbonée, se chiffraient en centaines de millions d'euros, des sommes qu'aucun repreneur n'était en mesure d'assumer.

S'agissant du suivi entre le moment où le projet de Greybull a été validé, en 2021, et la suite, je confirme que ce suivi a été extrêmement régulier et que des

échanges fréquents ont eu lieu avec le repreneur, pour faire en sorte qu'il honore ses engagements. Ce suivi a malheureusement montré que les efforts ne produisaient pas d'effets. Nous sommes arrivés au point où, la négociation n'étant plus possible malgré de multiples tentatives, une action en justice a dû être engagée à la demande du ministre de l'industrie.

M. Gaëtan Rudant. Pour ce qui concerne les contrôles et comme mon collègue Guillaume Primot l'a rappelé, il y a souvent peu, voire pas, de projets en concurrence à la barre du tribunal. Quand une reprise exige une intervention de l'État, des contrôles sont effectués en amont, notamment auprès de Tracfin, et des sûretés sont prises lorsque c'est possible. Notre doctrine est d'avoir une libération aussi progressive que possible des financements de l'État, ce qui permet de mesurer pas à pas l'avancement du projet.

Une libération progressive conduit à un suivi des engagements et à un débat permanent avec le repreneur, qui peut estimer avoir tenu ses engagements alors que nous n'avons pas la même appréciation. Nous sommes alors, et constamment, confrontés à ce choix cornélien : si nous jugeons que les engagements ne sont pas tenus et que nous arrêtons le financement, nous précipitons généralement la chute du projet et de l'entreprise.

M. Guillaume Primot. Dans le cas de NovAsco, au moment de l'ouverture de la nouvelle procédure à l'été 2023 et alors que les sommes promises n'étaient pas apportées par Greybull, la question s'est posée de verser (ou non) la deuxième tranche du prêt de l'État. Ce versement était conditionné à l'apport du repreneur. L'arbitrage était le suivant : verse-t-on l'argent pour essayer de poursuivre la recherche de repreneurs ou laisse-t-on tomber les sept cents salariés et toute l'entreprise ? C'est ce type d'arbitrage difficile qui est présenté au ministre pour décision.

M. Pierre Henriet (HOR). Avez-vous identifié, par le passé, des cas où l'entrée de fonds spéculatifs étrangers a conduit à des fuites de brevets ou de savoirs critiques ? Existe-t-il une « métrique », au sein de vos services, qui permette d'analyser ces effets ?

Le rachat de dettes par des acteurs étrangers, stratégie connue de ces fonds, n'est pas soumis au même contrôle que le rachat de l'entreprise. Estimez-vous qu'il s'agit d'une faille dans le dispositif ou bien disposez-vous de moyens pour analyser la protection de nos entreprises face à ce type de rachat ?

M. Guillaume Primot. S'agissant des brevets, nous avons effectivement constaté, par le passé, des tentatives de prise de contrôle sur des entreprises stratégiques. Celles-ci n'émanaient pas nécessairement de fonds, mais pouvaient provenir d'acteurs industriels ou de montages financiers impliquant des acteurs industriels étrangers. Le dispositif de contrôle des investissements étrangers en France (IEF) couvre précisément ces situations, à plusieurs niveaux : contrôle initial pour vérifier le caractère critique et stratégique de l'actif, suivi des engagements pris (par exemple, préservation de la recherche et développement en France ou non-utilisation de brevets stratégiques) et, le cas échéant, sanction pouvant aller jusqu'au débouclage de l'opération.

Nous avons des exemples d'entreprises sensibles qui se sont retrouvées devant le tribunal. Dans de tels cas, une coordination des services de l'État est évidemment mise en œuvre pour s'assurer que le contrôle IEF est effectué dans les délais de la procédure. Les services sont alertés en amont lorsqu'une vigilance particulière est requise, notamment parce que l'entreprise nous a saisis au préalable. Nous avons ainsi pu traiter des cas où des technologies sensibles ou des brevets importants, concernés par des procédures collectives, ont fait l'objet d'alertes.

M. Gaëtan Rudant. L'identification des enjeux stratégiques est assurée, autant que possible, par un service de la direction générale du Trésor.

C'est ce qui nous permet, lorsqu'une entreprise engagée dans une restructuration présente par ailleurs un enjeu stratégique de protection de la propriété intellectuelle, d'en être informés. Cela permet aussi de faire en sorte que, dans le déroulement de la procédure collective, une absence d'autorisation au titre des investissements étrangers en France puisse être opposée de manière appropriée.

La démarche consiste donc bien à identifier l'enjeu, puis à agir pour prévenir le risque.

Je confirme que les enjeux de propriété intellectuelle constituent une source de motivation pour certains acteurs étrangers. Vous avez mentionné les brevets, mais j'élargirai le propos : il peut également s'agir d'actifs immatériels comme des marques. Nous ne sommes plus alors face à des questions d'enjeux stratégiques, mais plutôt à des enjeux d'image : telle ou telle marque française de luxe peut, par exemple, susciter des convoitises.

M. Guillaume Primot. Le rachat de dettes constitue une stratégie classique pour pénétrer un marché, notamment pour des fonds importants et généralistes. Faut-il introduire certains verrous ? Spontanément, je dirais que les droits des créanciers et des actionnaires sont déjà bien encadrés : avant que des créanciers, même après avoir pris le contrôle d'une grande partie de la dette, ne saisissent réellement les clés de l'entreprise et ne soient en mesure de prendre des décisions stratégiques, une opération de conversion de la dette en capital et une prise de contrôle formelle doivent avoir lieu.

Nous le constatons dans de nombreux dossiers : les actionnaires, lorsqu'ils y sont défavorables, se débattent, y compris lorsqu'ils ne sont plus les propriétaires économiques de la société parce que leurs titres n'ont plus de valeur. Ils conservent leurs droits d'actionnaires, et une phase de conversion est toujours nécessaire pour entériner la prise de contrôle. Le contrôle IEF s'exercerait dans un tel cas, au moment de cette conversion et de la prise de contrôle réelle. Existe-t-il des « zones grises », où les créanciers obtiendraient des droits suffisants pour influencer la direction stratégique et où la question de l'application du contrôle se poserait ? Je n'en ai pas rencontré et estime que le dispositif actuel est suffisant, mais cela mériterait une réflexion plus approfondie.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous avez évoqué la pratique du *carve-out*, mais j'ai l'impression que votre description recouvrait deux réalités différentes. La première consiste à « détourner » une entreprise, c'est-à-dire à séparer une activité

rentable pour qu'elle puisse continuer à vivre. Mais vous avez décrit autre chose : l'idée de se séparer d'une activité rentable afin de financer le sauvetage d'une activité qui ne l'est pas. J'espère qu'il s'agit presque d'une erreur et non d'une pratique ordinaire, car cette stratégie me paraît assez curieuse.

Au-delà des LBO et autres mécanismes connus, un mode de financement m'intéresse particulièrement : celui par les obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa). Je pense notamment au cas de l'entreprise Europlasma, financée par le fonds Alpha Blue Ocean. Ce qui m'étonne, c'est qu'un tel montage puisse fonctionner une, deux, trois, quatre fois sans que personne s'alarme jamais du fait que cela se passe mal. Les différents sites repris successivement par Europlasma sont en arrêt de production.

Les promesses n'ont pas été tenues et les projets sur lesquels le repreneur s'était engagé n'ont pas été réalisés : j'aimerais comprendre comment vous percevez le caractère répété de certaines méthodes et pourquoi personne ne tire la sonnette d'alarme dans un cas comme celui-là.

M. Guillaume Primot. Il est assez compréhensible qu'un groupe en difficulté cherche tous les leviers de financement possibles.

Une restructuration fait presque systématiquement apparaître des besoins de financement, pour financer un plan de réduction des coûts ou pour réinvestir.

Il est toujours délicat de se séparer de branches rentables pour financer le reste du groupe, mais c'est parfois le seul moyen d'attirer des investisseurs externes – il faut trouver une source de recettes qui permette de financer le redressement, avant de pouvoir céder à un prix intéressant le groupe désormais redressé. Une telle cession ne signifie aucunement que le reste du groupe serait sans avenir : il faut simplement s'assurer que ce qui demeurera après la cession a un avenir et que sa rentabilité opérationnelle ne sera pas obérée par le retrait du périmètre de certaines composantes : c'est tout l'équilibre à trouver.

J'admets volontiers que cela puisse paraître contre-intuitif. Mais au moment où ces questions se posent, il s'agit bien de céder des actifs pour préserver le groupe, en veillant à ce que cette cession se fasse de la manière la plus intelligente possible pour assurer la pérennité de ce qui restera. C'est la réalité de certains dossiers. Évidemment, de tels choix nécessitent une analyse financière approfondie de la capacité de redressement du périmètre conservé.

M. Gaëtan Rudant. L'Autorité des marchés financiers (AMF) a émis un certain nombre de préconisations face aux risques associés à l'utilisation des Ocabsa, tout en rappelant qu'il s'agit d'un dispositif de financement qui est légal. À notre connaissance, elle a engagé des poursuites lorsque certaines opérations financées de cette manière avaient conduit à des pratiques présumées irrégulières.

Du fait de la très grande sensibilité de ce mécanisme, nous exerçons une vigilance particulière lorsqu'un repreneur l'affiche comme l'un de ses outils de financement. La décision finale, dans les cas que vous avez cités et qui sont passés devant le tribunal, revient au tribunal lui-même ; un tel choix a pu être fait lorsqu'il n'existait pas d'alternative, en dépit d'efforts intenses pour trouver d'autres formes

de reprise. C'est notamment dans ce genre de situation que nous sommes très attentifs à ce que les financements apportés par l'État le soient de manière très progressive. La presse s'est d'ailleurs fait l'écho, dans le cas que vous citez, du fait qu'à une certaine époque, le non-respect constaté des engagements d'un repreneur avait amené l'État et d'autres financeurs à ne pas libérer leurs propres financements jusqu'à ce que ces engagements soient à nouveau tenus.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Dans le cas d'Atos, le schéma de restructuration de la dette visait notamment à limiter la pression des créanciers, de sorte que l'État, qui a repris une partie des activités, n'ait pas à reprendre la dette et à socialiser les pertes.

Pourtant, les activités stratégiques sont reprises et la dette est transformée en actifs. Les banquiers sont désormais actionnaires du groupe et auront donc la possibilité de se « refaire » en vendant l'entreprise morceau après morceau, l'État ayant lui-même indiqué que la partie qu'il ne reprenait pas n'était pas jugée stratégique.

L'ensemble de l'opération se déroule dans des conditions où, selon la presse, les frais de cabinets de conseil et d'avocats pour opérer la restructuration sont faramineux – voire plus élevés que le montant d'une nationalisation partielle. Il me semble que, dans cette affaire, quelque chose ne va pas et que le risque de voir une grande partie des activités d'Atos s'effondrer ou être vendues à la découpe est plus réel que jamais.

M. Guillaume Primot. Je ne peux pas répondre sur tous ces points et reviendrai vers vous par écrit, compte tenu de la confidentialité de certains éléments.

S'agissant des frais de conseil, c'est évidemment un point d'attention dans les dossiers que nous suivons. Nous demandons *a minima* une transparence des différents acteurs pour que le débiteur et l'entreprise accompagnée sachent quels sont les montants potentiellement concernés. Nous portons une attention particulière à ce que l'on ne se retrouve pas dans des situations pathologiques où le montant des frais dépasse la « bouffée d'air » financière accordée à l'entreprise grâce à la restructuration. Les intérêts des acteurs étant de faire en sorte que l'entreprise survive, ce sujet fait l'objet d'une attention particulière dans le cadre des dossiers suivis par le Ciri. Des dispositions réglementaires encadrent d'ailleurs ces frais et doivent être suivies avec attention.

Quant à la restructuration d'Atos, vous avez bien décrit la manière dont elle a été opérée entre les différents compartiments d'activité. L'intervention du Ciri s'est concentrée sur la phase d'urgence, de construction et d'élaboration de la restructuration. La phase de suivi, une fois la situation de l'entreprise stabilisée à court terme, relève moins de notre ressort. Cependant, sur les choix de schéma de restructuration qui ont été faits pour éviter un démantèlement, nous pourrions vous apporter des éléments par écrit.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous nous permettrons de revenir vers vous pour obtenir des écrits, sous le sceau de la confidentialité bien entendu. J'ai toutefois une remarque : vous invoquez la confidentialité, ce que je comprends ;

mais en l'occurrence, des aides publiques, et donc l'argent du contribuable, sont en jeu, ce qui, en tant que législateurs, légitime notre demande.

Vous avez dit que vous n'aviez pas rencontré de cas de dette qui permette de prendre un contrôle effectif. Confirmez-vous cette déclaration ? Personnellement, elle me surprend : nous disposons d'informations qui contredisent vos propos. Cela m'interroge quant à la capacité des pouvoirs publics à intervenir si un problème n'est pas reconnu...

Dans des cas comme Kem One, Lapeyre et bien d'autres où les fonds d'investissement ont pris le contrôle du capital, à quoi servez-vous pour éviter une catastrophe probable ?

M. Guillaume Primot. Je ne dis pas qu'il n'y ait jamais eu de prise de contrôle par des fonds créanciers qui auraient utilisé le rachat de dette pour ensuite, dans le cadre de la restructuration, imposer un schéma où ils prennent le contrôle à la fin. Mais le contrôle IEF, qui vise à s'assurer que les enjeux de souveraineté sont bien pris en compte, s'exercerait d'une manière ou d'une autre, dès lors que la conversion de la dette en capital doit être effectuée pour que la prise de contrôle soit effective. C'était le sens de ma réponse, que je réprécise ainsi.

Le mandat qui nous est donné est d'accompagner les entreprises en difficulté et de trouver une solution pour qu'elles survivent et que les emplois et le savoir-faire industriels soient préservés. Cette mission par la recherche de repreneurs ; notre rôle n'est pas de choisir entre eux, mais d'être agnostiques et de trouver celui qui offrira la plus grande viabilité et les meilleures chances de sauver emplois et savoir-faire. En tant que service de l'État, nous pouvons émettre un avis sur la viabilité d'un projet ; mais il peut y avoir un regard politique, relevant de l'appréciation des ministres, sur certaines transactions importantes. Le choix d'accompagner ou non un projet, y compris par des moyens financiers publics, relève *in fine* du politique.

Notre rôle est fondamentalement d'essayer de trouver des solutions, peu importe les acteurs avec lesquels nous travaillons. Dans ce cadre, nous imposons parfois, dans nos discussions, des engagements en termes de maintien de l'emploi et de l'investissement en France ou de maintien de holdings européennes sur le territoire français. Nous n'avons pas à faire un tri parmi les repreneurs, mais bien un tri parmi les projets : nous cherchons des solutions, aidons l'entreprise à présenter un projet viable pour attirer des repreneurs et analysons ensuite en profondeur les projets de reprise, pour savoir lequel sera le plus robuste et le plus à même de préserver l'emploi.

M. Gaëtan Rudant. Pour répondre à votre question, madame la rapporteure, il faudrait que nous vous communiquions le nombre de dossiers de financement que nous n'acceptons pas de soutenir : je pense, par exemple, à un projet de reprise que nous accompagnons actuellement, pour lequel de nombreuses propositions ne nous paraissent pas suffisamment crédibles pour que nous entretenions l'espoir des salariés et du territoire.

Lorsque nous intervenons, c'est parce que nous avons procédé à toutes les diligences en amont et que nous avons un espoir réel que le projet soit crédible. Cela s'accompagne parfois d'une vigilance accrue sur certains modes de financement, mais toujours après avoir écarté les projets les plus à risque ou les moins crédibles. Nous nous donnons ainsi le maximum de moyens pour sécuriser ce qui offre un avenir à une entreprise, à un actif industriel et, surtout, à des salariés et à des territoires.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous vous remercions pour ces réponses. Je vous propose de compléter nos échanges en envoyant au secrétariat de la commission les documents que vous jugerez utiles pour la commission d'enquête et en répondant par écrit aux questionnaires qui vous avaient été adressés.

*

* *

6. Audition de MM. Sébastien Raspiller, secrétaire général, et Philippe Sourlas, secrétaire général adjoint (direction de la gestion d'actifs) de l'Autorité des marchés financiers (AMF) (29 janvier 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous accueillons les représentants de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

L'Autorité se voit attribuer quatre missions : réguler, superviser, informer et protéger. Sa compétence s'étend à l'ensemble des intervenants financiers. Elle couvre particulièrement les banques et établissements de crédit, ainsi que les fonds d'investissement, auxquels notre commission s'intéresse particulièrement. Vous ne pourriez pas assurer efficacement vos missions sans une connaissance fine du secteur d'activité dont vous avez reçu la charge.

Vous pourrez donc, sans nul doute, nous éclairer sur les questions suivantes : quelles sont les différentes catégories de fonds de capital-investissement qui interviennent en France ? La compétence de l'AMF s'étend-elle à l'ensemble de ces fonds, dont le statut juridique nous interpelle, ou seulement à ceux de nationalité française ? Que savez-vous des relations entre le secteur bancaire et les fonds d'investissement ? Comment pouvez-vous intervenir dans ce domaine ?

Lors de son audition, jeudi dernier, M. François Haas, directeur général adjoint de la stabilité financière et des opérations de la Banque de France, a expliqué que celle-ci n'était pas compétente pour apprécier les stratégies et comportements de chaque fonds pris individuellement, cette compétence revenant à l'AMF. Pour autant, les banques sont amenées à travailler avec ces acteurs. Pourquoi ne disposent-elles pas de davantage d'informations ? N'y a-t-il pas là un défaut de partage des données collectées et analysées par l'AMF ? Dans l'affirmative, pour quelle raison ? Enfin, ne pourrait-on pas envisager une « labellisation » des fonds, qui contribuerait à la transparence réclamée par tous ?

Avant de vous céder la parole, je rappelle que l'article 6 de l'ordonnance du 17 novembre 1958 relative au fonctionnement des assemblées parlementaires

impose aux personnes auditionnées par une commission d'enquête de prêter serment de dire la vérité, toute la vérité, rien que la vérité.

(M. Sébastien Raspiller et M. Philippe Sourlas prêtent successivement serment.)

M. Sébastien Raspiller, secrétaire général de l'AMF. Nous sommes très honorés que l'Autorité des marchés financiers soit auditionnée par cette commission d'enquête. Je commencerai par décrire le rôle de notre institution tel qu'il a été défini par le législateur, de manière globale, puis sur les thèmes qui vous préoccupent.

L'Autorité des marchés financiers est une autorité publique indépendante créée en 2003, issue de la fusion du Conseil des marchés financiers et de la Commission des opérations de bourse. Elle est à la fois une autorité administrative indépendante et une autorité publique, dotée d'une personnalité morale et capable d'ester en justice.

L'Autorité veille à la protection de l'épargne investie en produits financiers, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés.

Pour ce faire, elle s'assure que les investisseurs, notamment les particuliers, disposent d'une information claire, exacte, non trompeuse, compréhensible et complète, en particulier en matière de risque. Elle veille aussi à la qualité de l'information fournie par les sociétés de gestion de placements collectifs quant à leur stratégie d'investissement et de gestion des risques. C'est notamment vrai, en matière extra-financière, des risques liés au changement climatique, qui font l'objet de nouvelles réglementations.

L'AMF intervient au niveau national par une action de supervision et de régulation, qui peut prendre différentes formes. Dans un domaine de plus en plus soumis à la réglementation européenne, elle apporte son concours aux autorités françaises dans l'élaboration des normes européennes de niveau 1. Au sein de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou Esma, *European Securities and Markets Authority*), l'AMF contribue aussi directement à l'élaboration des normes de niveau 2. La loi dispose qu'elle doit le faire en tenant compte des objectifs de stabilité financière dans l'Union européenne et de mise en œuvre convergente des dispositions nationales et européennes.

Vous avez, monsieur le président, soulevé plusieurs points relatifs à la gestion d'actifs, donc aux sociétés de gestion et aux fonds d'investissement. Dans ce domaine, l'AMF est compétente pour agréer et suivre — donc, le cas échéant, superviser, voire sanctionner — les sociétés de gestion de portefeuille françaises habilitées à gérer des fonds d'investissement, ainsi que les fonds de droit français. Il convient, ici, de bien distinguer les sociétés de gestion, c'est-à-dire les personnes qui gèrent les fonds, de l'entité juridique qui enveloppe les investissements, à savoir le fonds d'investissement — chaque société de gestion gérant évidemment de nombreux fonds.

La réglementation européenne distingue deux grands types de fonds : les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), désignés en

anglais sous l'acronyme Ucits (*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*) et régis par les directives européennes Ucits depuis les années quatre-vingt ; et les fonds d'investissement alternatifs (FIA ou AIF, *Alternative Investment Funds*) qui sont, quant à eux, couverts par la directive (UE) 2024/927 du Parlement européen et du Conseil du 13 mars 2024 modifiant les directives 2011/61/UE et 2009/65/CE en ce qui concerne les modalités de délégation, la gestion du risque de liquidité, les déclarations à des fins de surveillance, la fourniture de services de dépositaire et de conservation ainsi que l'octroi de prêts par les fonds d'investissement alternatifs, dite directive « AIFM 2 ». L'ensemble des sociétés de gestion et des fonds sont ainsi régis par un cadre européen.

L'AMF supervise également la commercialisation de fonds étrangers auprès des épargnants français. En revanche, elle ne supervise pas directement les fonds étrangers, qu'ils soient gérés par des sociétés de gestion étrangères ou par des sociétés de gestion françaises. Notre compétence a donc bien une dimension territoriale : nous agréons, nous supervisons et nous pouvons sanctionner les sociétés de gestion françaises et nous supervisons uniquement les fonds de droit français. Toutefois, dès lors que des fonds de droit étranger, notamment ceux d'États membres de l'Union européenne, sont susceptibles d'être commercialisés auprès de clients particuliers français dans le cadre du mécanisme de « passeport européen », nous nous prononçons sur leur commercialisation. On en revient ici à la compétence première et matricielle de l'Autorité des marchés financiers, qui est de s'assurer de la transparence et de la qualité de l'information donnée aux investisseurs.

Nous exerçons nos missions sous l'angle de la protection des investisseurs et des épargnants.

L'Autorité veille tout particulièrement à ce qu'une information claire, exacte et non trompeuse soit communiquée et à ce que les sociétés de gestion respectent leurs obligations professionnelles. Ces dernières incluent, entre autres, la gestion des conflits d'intérêt — aucun investissement ne doit être réalisé pour une raison qui ne serait pas légale — ou encore la communication aux investisseurs d'une information correcte sur la valeur du portefeuille et des parts de fonds. Pour un fonds investi dans l'immobilier, par exemple, il s'agit de s'assurer que la valorisation des immeubles est faite correctement et de façon régulière.

L'AMF n'assure pas la supervision des sociétés d'investissement qui n'entrent pas dans la définition des fonds d'investissement. Un véhicule de gestion patrimoniale comme un *family office*, par exemple, n'est pas une société de gestion collective et n'est pas donc supervisé par l'AMF : il n'entre pas dans le champ des directives qui nous donnent compétence pour agir. Il en va de même pour les gestionnaires étrangers ou les fonds étrangers, même si ceux-ci peuvent investir dans des sociétés françaises — nous y reviendrons probablement : ces entités doivent évidemment respecter les autres réglementations en vigueur, comme le droit des sociétés ou le contrôle des investissements étrangers en France, mais l'AMF n'est pas habilitée à assurer leur supervision.

L'Autorité ne se prononce pas non plus sur les choix d'investissement faits par les fonds, même des fonds français ou des acteurs français. En application des directives européennes, le gestionnaire est seul responsable de ses choix auprès ses investisseurs : aucune restriction ne peut lui être imposée par une autorité de supervision nationale. En revanche, il est tenu de décrire précisément sa stratégie d'investissement. Par exemple, s'il investit dans certains secteurs alors qu'il s'était engagé à ne pas le faire pour des raisons de durabilité, il peut être sanctionné. De la même façon, s'il affirme proposer un fonds au profil de risque modéré, il ne peut pas investir dans certains produits comme des produits dérivés ou de couverture : il doit respecter les engagements pris dans ses statuts. Notre mission consiste à nous assurer qu'il respecte bien sa parole. En revanche, c'est bien le gestionnaire qui définit ses choix de gestion.

Le périmètre de supervision de la gestion d'actifs par l'AMF couvrirait, à la fin de l'année 2024, 695 sociétés de gestion de portefeuille françaises — la France est, me semble-t-il, le premier pays européen dans ce domaine — et 12 028 fonds français de tailles et de natures très diverses.

L'Autorité est donc chargée de la régulation et de la supervision des relations entre les sociétés de gestion et les investisseurs, donc les épargnants (notamment quand il s'agit de particuliers), mais elle ne supervise pas les relations entre les sociétés de gestion et les sociétés dans lesquelles ces dernières investissent.

Le questionnaire que vous nous avez transmis comportait plusieurs questions relatives aux obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa). À notre connaissance, ces instruments financiers ne sont pas utilisés par les sociétés de gestion françaises, mais ils le sont par d'autres types de fonds, qui peuvent investir par ce biais dans des entreprises françaises. En ce sens, ils nous concernent et font l'objet d'actions de notre part, parce qu'ils sont susceptibles de financer des entreprises cotées. Notre périmètre couvre en effet aussi l'information financière que les entreprises cotées délivrent aux actionnaires, notamment minoritaires — car l'ADN de l'AMF est véritablement la protection des actionnaires minoritaires, notamment des particuliers.

Les Ocabsa, bien que non interdites par la loi, sont des instruments très dilutifs et susceptibles d'intéresser surtout des entreprises qui peinent à trouver d'autres financements, soit parce qu'elles sont en difficulté, soit parce que leurs perspectives ne leur permettent pas d'obtenir des crédits bancaires. Ces instruments peuvent susciter des interrogations et même faire l'objet de sanctions, en particulier pour non-respect des règles en matière d'information financière (notamment quant aux risques encourus). On retrouve la logique qui est au cœur des missions de l'AMF : s'assurer que l'information donnée est claire, exacte, non trompeuse et compréhensible. Les Ocabsa sont, en tant que telles, autorisées et l'AMF n'a pas à se prononcer à leur sujet ; elle peut néanmoins alerter sur les risques qu'elles présentent dans certains cas.

Pour en revenir à l'objet de la commission d'enquête, il n'existe pas, dans le droit français ou européen, de définition d'un « fonds spéculatif ». Il existe, en revanche, une grande diversité de fonds, aux stratégies d'investissement variées, qui

peuvent porter aussi bien sur des sociétés cotées que des sociétés non cotées et privilégier diverses classes d'actifs — j'ai évoqué l'immobilier, mais bien d'autres existent. Quant à la notion de « spéculation », le Larousse la définit comme le fait de revendre un bien en espérant réaliser un profit. À cette aune, tous les gérants d'actifs pourraient satisfaire à cette définition, qui est beaucoup trop large : tous les fonds ont une vocation spéculative, sinon ils n'auraient pas de clients...

Nous n'avons pas identifié de limite temporelle qui permettrait de distinguer un fonds « spéculatif » d'un fonds ordinaire. Certains fonds adoptent des stratégies de court terme, d'autres des stratégies de long terme ; certains fonds sont « fermés » — ce qui signifie que l'investisseur ne peut pas récupérer son argent avant une date donnée, après plusieurs années — tandis que d'autres sont « ouverts » et garantissent une liquidité quotidienne, mensuelle ou trimestrielle — c'est le cas, par exemple, des fonds OPCVM, qui sont plutôt investis dans des titres de dette que dans des fonds propres. Les fonds de capital-investissement tendent à investir de manière longue, en achetant et en essayant de revendre à une valorisation plus élevée, ce qui implique souvent d'accompagner les dirigeants de la société en les incitant à se positionner sur tel ou tel secteur. En tout cas, ils apportent des fonds propres.

D'autres stratégies existent : certains fonds comme les fonds *distressed*, très peu nombreux en France, investissent spécifiquement dans les entreprises en difficulté ; d'autres se spécialisent dans les rachats avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO). J'ai d'ailleurs eu à traiter de telles situations lorsque j'étais secrétaire général du comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri), en 2012 et 2013.

La typologie des fonds existants est donc très vaste. Nous ne disposons pas de statistiques en la matière, dans la mesure où nous nous attachons uniquement à contrôler si la société de gestion agit conformément à la stratégie annoncée, sans porter de jugement sur son action en tant que telle.

Enfin, l'information dont dispose l'AMF sur l'investissement des fonds français dans les sociétés françaises est parcellaire — sans parler de l'information relative aux investissements réalisés par des fonds étrangers. Nous sont transmises des déclarations de franchissement de seuil et des déclarations d'intention, ainsi que des informations sur les portefeuilles des fonds, mais celles-ci sont axées sur la protection de l'épargnant et portent surtout sur le niveau de liquidité ou de performance : la réglementation n'impose pas aux sociétés de nous fournir la liste des entités, par exemple des immeubles, dans lesquelles elles investissent.

L'information dont nous disposons sur les investissements réalisés par des fonds étrangers dans des sociétés françaises est, quant à elle, quasiment inexistante. Là encore, elle porte essentiellement sur les franchissements de seuil et les déclarations d'intention, dans le domaine des sociétés cotées — en lien, une nouvelle fois, avec la nécessaire information des investisseurs qui s'engagent sur les marchés réglementés.

M. le président Emmanuel Mandon. L'AMF supervise donc les fonds d'investissement, mais n'intervient pas directement dans la gestion des entreprises

détenues. Comment certaines stratégies des fonds affectent-elles concrètement la solidité financière et la gouvernance des entreprises non cotées ?

L'AMF identifie-t-elle des risques liés à la multiplication de LBO, qui se trouveraient fragilisés par la remontée des taux ?

Quelles évolutions réglementaires ou de doctrine de supervision vous paraîtraient nécessaires pour mieux prévenir les effets excessifs de certaines stratégies financières sur les entreprises et l'emploi ?

M. Sébastien Raspiller. Les sociétés de gestion d'actifs financent, avant tout, des entreprises. Le capital-investissement, comme son nom anglais l'indique (*private equity*), intervient à travers des achats d'actions et des apports en fonds propres. Le premier facteur de résilience et d'autonomie d'une entreprise est donc d'avoir des fonds propres suffisants et un bilan solide. Pour ce faire, elle peut s'autofinancer en réinvestissant ses profits (si elle est performante) ou alors recourir à un apport extérieur de fonds propres. Le capital-investissement fournit de tels fonds propres. Évidemment, cet apport va de pair avec la capacité d'agir : qui dit « action » dit titre de propriété, donc capacité de vote.

La stratégie majeure du capital-investissement, en France comme dans d'autres pays, consiste donc à prendre des participations dans une entreprise, puis à augmenter la valorisation de cette dernière en lui suggérant des stratégies et en l'accompagnant.

Il est vrai que certaines stratégies sont bornées dans le temps, parce que la durée du fonds est limitée. Le gestionnaire commence alors par sélectionner les entreprises dans lesquelles investir pour offrir un bon rendement aux investisseurs, ce qui peut prendre un an ou deux. Il lui faut ensuite investir dans l'entreprise, puis prévoir comment en sortir. Ce schéma est intrinsèque au modèle des fonds « fermés » : à la fin de la période, il faut rendre l'argent aux investisseurs, donc revendre les parts détenues dans les entreprises, si possible en réalisant un profit. C'est alors que peuvent se développer diverses stratégies, qu'il ne revient pas à l'AMF de commenter ou de juger, qui peuvent se concentrer sur le court terme, lorsque la fin de vie du fonds se rapproche et qu'il s'agit de valoriser l'entreprise le plus possible. En la matière, notre rôle est uniquement de nous assurer que les valorisations sont effectuées correctement et qu'elles ne reposent pas sur des chiffres manipulés.

Ces stratégies apportent des fonds propres aux entreprises, qui sont toujours libres de les refuser. L'organisation professionnelle du capital-investissement en France produit régulièrement des chiffres faisant état de créations d'emplois et d'autres effets positifs. Nous n'avons pas à nous prononcer sur ce point. En tout cas, en théorie, ces stratégies doivent permettre de développer l'activité de ces entreprises, l'emploi, etc.

Existent également des stratégies d'intervention par la dette, qui peuvent conduire à fragiliser le bilan de l'entreprise concernée.

Je songe aux stratégies de type « LBO » : les fonds d'investissement financent une entreprise par des actions, mais cette dernière doit en contrepartie

s'endetter assez lourdement pour créer un effet de levier et rembourser l'*equity* via une remontée de dividendes. L'important est alors de faire preuve de modération dans l'effet de levier recherché, afin de ne pas mettre l'entreprise en difficulté. Les intérêts de l'entreprise et ceux du gestionnaire sont, en théorie, alignés, puisque ce dernier perdrait son investissement si l'entreprise venait à faire faillite, ce qui n'inciterait pas ses investisseurs à lui confier à nouveau leurs fonds : comme au football, il ne faut jamais franchir la ligne de hors-jeu, mais le propre d'un bon attaquant est d'en rester proche... Des excès peuvent néanmoins être constatés : ce fut notamment le cas à l'époque où je faisais partie du Ciri et où il a fallu restructurer plusieurs LBO, dont le nombre avait explosé à la faveur de la crise financière de 2008. Dans ce type de situations, les fonds concernés perdent de l'argent.

Enfin, il existe les fonds dits « *distressed* », qui visent des sociétés très en difficulté. C'est un métier extrêmement risqué. Il y en a très peu en France, car ce n'est pas dans notre culture ; cela concerne plutôt des fonds étrangers. Les cas dont j'ai entendu parler dans la presse semblent plutôt être à la recherche de subventions publiques, dans des situations très délicates sur le plan local ou politique : ils n'ont pas une stratégie de fonds et je ne suis même pas sûr qu'il s'agisse de sociétés de gestion. D'après mon expérience, qui n'a rien à voir avec le rôle de l'AMF en tant que régulateur, la prise de risque doit se faire sur la base d'un diagnostic partagé entre tous les financeurs de l'entreprise : quand il n'y a plus qu'un financeur, vous êtes en danger d'asymétrie d'information.

Mon propos a jusqu'ici porté sur des entreprises privées non cotées. Mais il y a aussi des stratégies plus ou moins agressives concernant des entreprises cotées. Une entreprise qui n'est plus financée par le crédit bancaire et qui n'arrive pas à émettre sur le marché obligataire — parce que c'est trop coûteux, parce qu'elle est trop petite ou parce que les investisseurs n'ont pas confiance — peut tenter de contourner ces difficultés grâce à des instruments de financement comme les Ocabsa ; ces outils s'adressent à des entreprises cotées très en difficulté, avec un aspect dilutif massif. Les investisseurs qui risquent d'être attirés sont potentiellement des particuliers alléchés par une information de mauvaise qualité qui minimise les risques et met en avant des probabilités de gain qui ont peu de chances de se réaliser. C'est plutôt un sujet d'information financière qu'un sujet de gestion.

En définitive, un consensus prévaut aujourd'hui pour dire qu'apporter des fonds propres participe au développement de l'entreprise. Assurer ce développement par la dette est une voie plus risquée, mais cela peut financer des investissements qui rapporteront ensuite de l'argent.

Vous m'avez interrogé sur l'évolution de la doctrine réglementaire. Nous sommes soumis à un cadre européen dans lequel les fonds ont le droit de « passeporter ». Une société de gestion française peut très bien créer un fonds au Luxembourg, qui investira dans une entreprise française, et elle peut même le commercialiser auprès d'investisseurs français. C'est parfaitement autorisé et nous ne serons pas compétents sur ce fonds. La dimension nationale est donc facilement contournable en respectant la réglementation qui s'applique aux sociétés de gestion et aux fonds.

Concernant les prises de participation non désirées ou prédatrices, la réglementation sur les investissements étrangers en France s'applique aux fonds étrangers des sociétés d'investissement étrangères, mais aussi aux fonds d'un autre État membre gérés par une société de gestion française ou étrangère.

Il n'y a, en revanche, pas de réglementation sur la stratégie d'investissement. Cela me semble compliqué à envisager en France, car une telle réglementation serait facilement contournable : la bonne échelle est européenne.

M. Philippe Sourlas, secrétaire général adjoint de l'AMF. Pour le formuler en des termes moins juridiques, l'activité d'investissement dans les entreprises françaises n'est pas régulée. Elle peut être exercée par des acteurs français, européens, voire non européens, comme le montrent les cas que vous évoquez. Ces acteurs peuvent être soumis à une réglementation locale sur la gestion d'actifs — on parle alors de fonds d'investissement — mais ils peuvent aussi relever d'autres catégories d'investisseurs qui ne sont pas soumis à cette réglementation, comme les personnes physiques ou morales.

Ce qui entre dans le périmètre de la régulation, c'est la gestion d'actifs, c'est-à-dire le service financier qui consiste à gérer l'argent de quelqu'un d'autre. Le gestionnaire fait une promesse à son client en lui expliquant comment il va gérer son argent. Le rôle principal de l'AMF est de s'assurer que la promesse faite au client est tenue. Le gestionnaire fait-il ce qu'il a dit au client ? A-t-il donné la bonne information ? L'Autorité a un rôle de protection du client. Nous ne nous intéressons pas à la relation entre le professionnel et les entreprises dans lesquelles il investit, car cette activité peut être exercée par tout type d'acteur, régulé ou non.

C'est pourquoi il est difficile de vous répondre concernant l'influence des stratégies d'investissement sur les entreprises. Non seulement la question est complexe en soi — il s'agit de déterminer ce qui se serait passé si, dans la même entreprise, les stratégies des investisseurs et des actionnaires avaient été différentes — mais elle n'entre pas dans notre cadre d'analyse. Que le professionnel procède à un LBO ou à un investissement *equity* simple, dans des sociétés cotées ou non cotées, nous nous demandons seulement si ces investissements ont été réalisés conformément à ce qui a été dit au client-investisseur.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Si j'ai bien compris, vous êtes chargés de suivre et de réguler la relation entre le fonds et l'investisseur, mais pas entre le fonds et l'entreprise. Il faut, par ailleurs, que ce fonds soit de droit français : concrètement, Tikehau et Antin entrent dans le champ de votre suivi, mais pas Mutares, Apollo, Carlyle, Greycub ou EQT. Avez-vous néanmoins une vision d'ensemble de la présence des fonds d'investissement dans le capital des entreprises françaises et de l'évolution de leur stratégie dans ces entreprises — je ne vois pas qui pourrait le faire, si ce n'est l'AMF ?

M. Sébastien Raspiller. Je vais essayer de ne pas vous désespérer. Vous avez raison : nous suivons la relation entre le fonds et l'investisseur. Tikehau et Antin étant des sociétés de gestion françaises, nous sommes en mesure de les sanctionner si leurs activités ne respectent pas la réglementation. C'est également

le cas d'Amundi. La France concentre une bonne part de la gestion d'actifs européenne, en termes de sociétés de gestion.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quel pourcentage ?

M. Philippe Sourlas. Les fonds français représentent à peu près 2 000 milliards d'euros d'encours.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Et les fonds étrangers en France ?

M. Sébastien Raspiller. Les sociétés de gestion françaises sont parmi les plus grandes au niveau européen : Amundi, Natixis Investment Managers, BNP (qui vient d'acquérir Axa IM)...

Nous sommes le régulateur de ces sociétés. Toutefois, une société de gestion française comme Amundi a des centaines, voire des milliers, de fonds qui ne sont pas tous en France et ne relèvent donc pas tous du droit français. Or quand les investisseurs viennent de différents pays, le sujet des conventions fiscales bilatérales devient très important. Le Luxembourg a développé un réseau de conventions bilatérales très dense, ainsi que toute une industrie de dépositaires et de *back-offices*. Il y a donc beaucoup de fonds luxembourgeois, notamment des fonds destinés à une clientèle asiatique qui peuvent intéresser les sociétés de gestion françaises. L'Irlande a une convention fiscale particulière avec les États-Unis, ce qui fait qu'un fonds négocié en bourse (*Exchange Traded Fund*, ETF) sur l'indice MSCI World se situera souvent en Irlande — en tout cas, pas en France.

L'AMF autorise la commercialisation de fonds de droit français, mais cela ne recouvre pas tous les fonds qui sont commercialisés auprès de la clientèle française. Certains fonds sont sous l'empire du passeport : s'ils ont été agréés en Allemagne, ils peuvent être commercialisés auprès d'une clientèle française ; c'est notamment le cas de ceux qui ne comptent que des investisseurs professionnels. Les restrictions de passeport concernent uniquement les fonds ouverts aux particuliers.

Tikehau, Antin et Amundi proposent des fonds de toute nature : ouverts, fermés, ouverts seulement aux institutionnels, ouverts seulement aux professionnels, ouverts aux particuliers, de droit français, de droit luxembourgeois... Nous sommes compétents sur ces sociétés de gestion dans leur ensemble ; pour ce qui est des fonds, nous ne sommes compétents que sur les fonds de droit français. Nous avons néanmoins une compétence en matière de langage de commercialisation pour les fonds de droit étranger commercialisés auprès des épargnants français, car cela relève de la relation entre le fonds et l'investisseur : si le document de commercialisation du fonds promet 25 % de rendement sans aucun risque, nous pouvons le faire corriger. Nous n'avons, en revanche, pas le droit d'intervenir sur le respect de la stratégie d'investissement.

Il est rare que des sociétés étrangères commercialisent des fonds de droit français. C'est plus souvent l'inverse : des sociétés de gestion françaises qui ont des fonds au Luxembourg.

Nous n'avons pas d'information directe sur la typologie d'actionnariat dans les entreprises non cotées. C'est plutôt le rôle des études annuelles d'Euronext. Pour une entreprise cotée, par définition, l'information est transparente. Pour une

entreprise non cotée, il n'y a pas d'obligation d'information — en tout cas, pas auprès de l'AMF. Mes collègues Philippe Sourlas et Astrid Milsan sont, respectivement, secrétaire général adjoint chargé de la direction de la gestion des actifs et secrétaire générale adjointe chargée des émetteurs — mais il s'agit des émetteurs de titres cotés, qu'il s'agisse d'actions ou d'obligations. Le non-coté n'est jamais entré dans le champ de compétence de l'AMF, ni même dans celui d'aucun de ses prédécesseurs. Je ne crois pas qu'il existe un recueil de l'actionnariat des entreprises non cotées. La seule information disponible est le *Kbis*, déposé au greffe du tribunal de commerce.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quel levier vous a permis de sanctionner Alpha Blue Ocean (ABO) et Auplata ? Avez-vous d'autres exemples de sanctions prononcées contre des fonds d'investissement ou des sociétés de gestion en lien avec des entreprises françaises ?

J'ai l'impression que votre homologue allemande, la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin), a des pouvoirs plus étendus que ceux de l'AMF. La BaFin a enquêté, elle, sur le fonds Mutares — il est vrai que c'est un fonds allemand. Elle peut également demander la structure détaillée de tous les fonds, la cartographie complète des participations, les stratégies de financement, le niveau réel de levier, les liens avec les banques, les assureurs et l'ensemble du *shadow banking*... Confirmez-vous que la BaFin a plus de pouvoirs de suivi, de contrôle, d'information et de sanction ?

M. Sébastien Raspiller. Une sanction a été prononcée par la commission des sanctions, l'organe de jugement indépendant de l'AMF, dans le dossier Auplata. La qualification d'Alpha Blue Ocean importe peu dans cette histoire, car ce fonds a été sanctionné pour avoir participé à une manipulation de marché par diffusion d'informations financières fausses ou trompeuses à destination des actionnaires, notamment minoritaires, d'une entreprise cotée. La capacité de sanction de l'AMF est liée au fait que l'entreprise Auplata est cotée sur un marché dont nous avons la charge. Qu'ABO soit une société de gestion ou un fonds non régulé de tel ou tel pays importe peu : le lien territorial concerne l'entreprise, pas le financeur.

L'opération financière concernée, reposant sur des Ocabsa, consistait en une émission de titres donnant accès au capital et elle a été réalisée en plusieurs fois. C'est une opération réservée à l'intermédiaire financier qui n'a pas vocation à rester durablement actionnaire : il va donc essayer de céder rapidement les actions de la société sur le marché ; les particuliers ne peuvent pas participer à cette opération réservée. On identifie aisément les risques associés à une telle opération : les Ocabsa sont extrêmement dilutives, car elles créent un nombre de titres qui peut être considérable et la valeur du cours peut être très fortement divisée — on parle alors de « *penny stock* ». Quand ces risques se matérialisent sans avoir été correctement décrits au préalable, c'est sanctionnable.

Mutares étant une société de droit allemand, la BaFin est compétente et non l'AMF. Néanmoins, la BaFin n'a, à ma connaissance, pas plus de pouvoirs que l'AMF. Je ne suis pas sûr que Mutares soit une société de gestion au sens des directives européennes. Il arrive toutefois, lorsque nous demandons des

informations à une structure non régulée, que l'on nous réponde, même lorsque cette structure n'y est pas tenue juridiquement. Il est possible que la BaFin ait pu obtenir des informations par ce biais.

La sanction n'est pas un objectif en soi, mais le collège, autorité de poursuite, et la commission des sanctions, organe de jugement, n'hésitent pas à punir fortement les manquements. L'Autorité européenne des marchés financiers dresse, depuis quelques années, un bilan des sanctions prononcées par les autorités nationales : nous sommes systématiquement celle qui prononce les sanctions aux montants les plus élevés. Ceux-ci sont publics et nous pourrions vous les communiquer. La sanction la plus importante, dont le montant a été confirmé par le Conseil d'État, a été infligée à H2O pour un cas de mauvaise gestion : certains risques n'avaient pas été mentionnés dans le document d'information destiné à la clientèle et très largement distribué. La sanction était de 95 millions d'euros (M€) au total, répartis entre la société de gestion, les fonds et les dirigeants. La société ABO était britannique, les fonds étaient de droit français et les dirigeants français ; c'était avant le *Brexit*. Nous avons également sanctionné Amundi pour un montant de 30 M€ pour des faits de non-conformité.

M. Philippe Sourlas. Il arrive que nous soyons conduits à regarder des lignes individuelles à l'intérieur des portefeuilles des fonds, mais c'est toujours pour savoir si l'investissement est cohérent avec la promesse faite au client.

Lorsque nous considérons que le fonds n'avait pas à investir dans cette participation, car ce n'était pas conforme à la stratégie et aux règles qu'il s'était imposées, la commission des sanctions de l'AMF peut intervenir et sanctionner une telle pratique.

Un point sur lequel nous insistons, dans le cadre de notre activité de conseil auprès des parties prenantes européennes et françaises, est qu'il s'agit d'une industrie transfrontalière par nature. En théorie, un client allemand peut investir dans un fonds luxembourgeois géré par une société française qui investit aux États-Unis. Les acteurs sont très mobiles et l'activité peut facilement se déplacer d'un pays à l'autre. C'est pourquoi la réglementation européenne a pris une grande importance. Avec un marché unique, il est important d'avoir une réglementation harmonisée ; sinon, les acteurs peuvent se relocaliser pour éviter une réglementation plus contraignante que celle du voisin.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Comme vous ne pouvez pas évoquer de cas précis, je vous propose une « expérience de pensée » sur ce qui constitue une information exacte, claire et non trompeuse destinée aux petits porteurs.

Imaginons que je reprenne un site industriel sur la base d'un projet ; que ce projet ne se concrétise pas pendant plusieurs années ; que je décide, à la faveur de la guerre en Ukraine, de concentrer mon activité dans le secteur de la défense ; qu'à l'appui de ce choix stratégique, j'annonce un contrat de livraison de cent mille pièces d'armement avec l'Ukraine ; et que j'indique, sur mes réseaux sociaux et comme responsable de l'entreprise, que j'ai rencontré le Président de la République (ce qui n'est manifestement pas vrai, *a posteriori*), que je suis donc fort et que les perspectives de mon entreprise sont excellentes... Dans le même temps,

le cours de l'action de l'entreprise ne cesse de baisser du fait des pratiques dilutives que vous avez décrites. N'est-ce pas là un cas clair, exact et évident de manipulation de l'information et du cours de bourse ?

M. Sébastien Raspiller. La diffusion publique d'une information fausse (dans le cadre d'un communiqué, par exemple) concernant une entreprise cotée est répréhensible selon le règlement européen (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, dit règlement « MAR ». De tels agissements se démontrent dans le cadre d'enquêtes, souvent ouvertes à la suite d'un signalement.

Nous avons également développé un outil puissant de surveillance des marchés pour détecter les comportements anormaux que vous avez évoqués ou, le cas échéant, identifier les délits d'initié, quand une information n'est pas rendue publique alors qu'elle aurait dû l'être.

Le cas d'une entité non régulée par l'AMF diffusant une information qui ne convient pas sur une entreprise cotée entre totalement dans notre champ d'intervention — *a contrario*, nous n'avons pas de rôle à jouer dans les cas d'entreprises non cotées. Il s'agit d'une procédure usuelle et parfaitement balisée : en fonction du caractère pénal (ou non) du délit présumé, un aiguillage vers la justice est possible et nous coopérons beaucoup avec le parquet national financier.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous avez évoqué l'entreprise Auplata et la sanction dont ABO a fait l'objet.

À partir de quel moment un acteur économique tel qu'ABO peut-il se voir interdire d'opérer ? La loi permet-elle, si une entreprise a été sanctionnée une, deux, voire trois fois, de lui interdire, selon la gravité des faits, d'opérer en direction d'entreprises françaises ?

M. Sébastien Raspiller. ABO n'étant pas une entité régulée en France, nous n'avons aucune capacité juridique à son endroit. Nous ne visons pas les entités nominatives et je n'irai guère plus loin sur ce dossier. Pour ce qui concerne les outils de financement mobilisés, notamment des Ocabsa, nous avons publié des communiqués pour alerter les entreprises et les investisseurs, notamment les particuliers, quant aux risques liés à ces financements et autres formes d'*equity lines* (20 juillet 2020, 15 novembre 2021, 12 octobre 2022 et 14 février 2023) — après quoi, nous avons sanctionné.

Rien n'interdit toutefois à une entreprise qui fait face à de très grandes difficultés, qui n'a pas accès aux financements bancaires et qui n'a plus de fonds propres, d'accepter les financements proposés par ce genre d'acteurs. Je ne peux que le redire : notre compétence, même si elle peut être extraterritoriale en un sens et permet de faire beaucoup lorsque l'entreprise est cotée en France, se limite à l'information. Si le financement est accompagné d'une mise en garde adéquate sur son caractère très dilutif et sur le risque que courent les investisseurs de perdre beaucoup d'argent, la pratique est parfaitement légale et respecte la réglementation. Ce n'est, cependant, pas toujours le cas et c'est la raison pour laquelle, dans le cas d'espèce, nous avons pu sanctionner.

Quant à interdire à un acteur étranger d'opérer en France, il existe bien un instrument pour le faire, mais il relève du contrôle des investissements étrangers en France (IEF) et non de la compétence de l'AMF. La question n'est alors pas de savoir si le financeur s'est abstenu de respecter certaines règles — ce n'est pas une question de « *fit and proper* » — mais si, pour certains motifs, on ne souhaite pas que l'opération se fasse avec une entreprise française relevant de certains secteurs d'activité. En tout cas, c'est avec cet instrument lié à l'entreprise-cible qu'il est possible d'agir. L'AMF, quant à elle, s'intéresse à l'information de l'investisseur ou à l'entité qui finance, si elle est régulée (il s'agit alors d'une société de gestion) et française, ce qui limite le champ de son intervention.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous ne faites donc pas de prévention, mais vous sanctionnez. Quelles relations avez-vous avec d'autres acteurs de l'État pour éviter d'en arriver à la sanction ? Voilà quelques mois, j'ai été reçu, pour évoquer le cas d'Europlasma et de la reprise des Forges de Tarbes, par un membre du cabinet du ministre Marc Ferracci : il m'a dit la même chose que vous, à savoir que si l'entreprise était en bonne santé, les banques lui prêteraient et elle n'aurait pas besoin d'en passer par des instruments financiers « exotiques », ajoutant qu'il faisait confiance à l'AMF. Cependant, vous arrivez trop tard dans le processus. En principe, le ministère de l'industrie ne devrait pas attendre la décision de l'AMF pour « prendre le taureau par les cornes » et éviter, outre la ruine de petits porteurs, que l'entreprise se trouve dans d'une situation à ce point dégradée qu'il faille agir.

M. Sébastien Raspiller. J'ai eu également des contacts à propos du cas que vous citez et on nous a demandé ce que nous pensions de ce type de financement. Nous avons renvoyé aux quatre communiqués que j'ai évoqués, en disant que nous n'avions pas changé d'avis. Il y a là, en effet, des risques majeurs pour ce qui concerne notre champ d'intervention, à savoir l'information des petits porteurs à propos des financements dilutifs. Je laisse à votre interlocuteur la responsabilité de ses propos à notre égard.

Il est clair que nous intervenons en répression, c'est-à-dire *ex post*. Il s'agit bien d'une logique de sanction *stricto sensu* : faire payer les acteurs qui n'ont pas correctement fait les choses. Les sanctions présentent aussi, dans certains cas, des vertus pédagogiques.

Pour ce qui est de la prévention, nous avons publié des communiqués avant d'en venir aux sanctions. Il s'agissait de mettre en garde en soulignant que ces instruments étaient très dilutifs. Les études montrent que, pour les entreprises cotées ou de petite taille, la proportion d'actionnaires individuels est plus importante et qu'il n'y a pas ou peu d'actionnaires qui soient des investisseurs institutionnels — ceci devrait, d'ailleurs, être également un signal d'alerte pour les particuliers : si aucun grand professionnel n'investit, peut-être faut-il faire attention... Nous lançons donc des alertes dans une intention de prévention, mais nous ne disposons pas d'instruments coercitifs préventifs. Je ne crois d'ailleurs pas que ce soit possible, car, s'agissant des Ocabsa, le mécanisme n'est pas interdit par la loi et, si l'information est bien faite, il n'y a aucun motif d'intervention de notre part.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. La BaFin intervient aussi lorsqu'il s'agit d'un fonds non coté américain ou luxembourgeois, par exemple, pas simplement de droit allemand. Si un fonds comme Apollo détient des actifs significatifs en Allemagne, finance des entreprises allemandes et mobilise des banques ou des assureurs allemands, la BaFin peut demander des informations, analyser les risques et intervenir au titre de la stabilité financière. Il me semble donc que son périmètre d'intervention est plus large que celui de l'AMF. En tant que législateur, nous nous interrogeons sur les moyens de suivi et de coercition donnés à l'AMF : dans l'intérêt de la nation et compte tenu de la place que prennent ces sociétés de gestion et fonds d'investissement (qui, souvent, ne sont pas de droit français) dans des sociétés non cotées, ne pensez-vous pas que les prérogatives de l'AMF devraient être élargies ?

M. Sébastien Raspiller. Je ne suis pas opposé à l'élargissement des prérogatives de l'AMF... si tant est que les ressources suivent — ce qui renvoie à une autre question que nous rencontrons régulièrement, en tout cas chaque année. Nous examinerons avec une grande attention le sujet que vous soulevez.

L'Allemagne a fait le choix de faire de la BaFin le superviseur des banques, des assurances et des marchés financiers. Si donc Apollo, par exemple, voulait prendre une participation importante dans une banque ou une compagnie d'assurances allemande, la question serait de savoir si la BaFin a un pouvoir d'intervention du point de vue de la stabilité financière et du respect des règles prudentielles. J'ai vu de telles interventions en France, dans mes précédentes fonctions, mais pas du côté de l'AMF : l'Autorité n'est pas chargée des banques et des assurances, mais uniquement des sociétés de gestion, lesquelles n'ont pas de bilan — elles ont, certes, des actifs et des passifs, mais, pratiquant de la gestion pour compte de tiers, elles ne sont pas soumises à des exigences prudentielles visant à assurer leur survie pour leur permettre de redonner l'argent à leurs investisseurs. Les sociétés de gestion n'ont, en quelque sorte, pas besoin de fonds propres (sinon pour couvrir leurs frais opérationnels), tandis qu'une banque doit respecter toutes les règles de Bâle et les directives et règlements sur les exigences de fonds propres (CRD et CRR), et une compagnie d'assurances, la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice, dite « Solvabilité II ». Dans ce cas, la qualité des actionnaires est primordiale, ainsi que le rôle des superviseurs bancaire et assurantiel.

La notion de « stabilité financière » est également importante, mais les conséquences dramatiques du dépeçage (ou de la faillite) d'une entreprise ne sont pas une question de stabilité financière. Je ne suis pas un spécialiste des pouvoirs de la BaFin, mais je sais qu'ils ont été renforcés à cause du scandale Wirecard — nous pouvons nous féliciter de ne pas avoir connu de scandale de ce type. Peut-être y a-t-il des différences nationales mais, à ma connaissance, la différence majeure est celle du champ d'intervention, l'Allemagne ayant un modèle de supervision « *one peak* » et la France, avec l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'AMF, un modèle « *twin peaks* », qui existe de longue date.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Ne pensez-vous pas que, compte tenu de la place prise par les sociétés de gestion et les fonds d'investissement dans les entreprises et le tissu productif français, l'AMF devrait obtenir, si elle dispose de moyens supplémentaires, de nouvelles prérogatives pour défendre les intérêts de la nation ?

Par ailleurs, même si vous ne disposez pas des prérogatives permettant un suivi de tous les fonds d'investissement et des stratégies de contrôle des entreprises, pouvez-vous observer l'évolution de l'ampleur de ces fonds ? En d'autres termes, le financement non bancaire (*shadow banking*) monte-t-il en puissance dans le financement des entreprises françaises ? On nous a dit, dans le cadre des auditions auxquelles nous avons déjà procédé, que la France serait, après le Royaume-Uni (ou à égalité avec lui, selon la mesure employée), la deuxième cible de ces fonds d'investissement en Europe. Avez-vous des données confirmant ou infirmant cette assertion ?

Enfin, observez-vous une évolution des stratégies de ces fonds d'investissement dans les entreprises françaises, en matière, par exemple, de durée d'investissement, de niveau de rentabilité recherché ou dans la manière de faire « remonter » le maximum de valeur au détriment du tissu productif — nous avons étudié ce matin l'exemple de Kem One, témoignage concret et édifiant sur les pratiques d'Apollo ?

M. Sébastien Raspiller. J'ai connu dans une autre vie, voilà plus de dix ans, Europlasma et Kem One. Je répondrai en dernier à votre première question.

L'AMF dispose de données dans son champ de compétence et réalise, de temps à autre, des études. Nous avons publié, il y a un an, une étude inédite destinée à documenter les affirmations de certains fonds de capital-investissement, qui prétendent que ce mode d'investissement aurait atteint des performances très élevées. Nous pouvons donc informer le public et la représentation nationale. Je ne reviendrai pas sur la limitation géographique du champ.

L'industrie du capital-investissement visant les petites et moyennes entreprises (PME) et les entreprises de taille intermédiaire (ETI) en France conserve une partie domestique assez importante, dans un domaine où la France a été l'un des pays pionniers. Apollo et KKR sont des géants qui ne vont pas investir dans une PME en France (c'est trop petit et ils ne disposent pas des équipes nécessaires à cet effet), mais plutôt dans de grandes entités très industrielles, comme Kem One. C'est déjà une réalité : l'investissement dans une PME à Lamotte-Beuvron ou ailleurs sera rarement le fait d'Apollo, mais plutôt de fonds comme le Siparex — je donne des noms, mais je reste neutre. L'écosystème du capital-investissement en France est plus ancien qu'ailleurs et peu de pays de l'Union européenne disposent d'une industrie comparable dans ce domaine.

Pour ce qui est du développement de ce que vous appelez le *shadow banking*, il est important d'être précis : le *private equity* n'est pas le *shadow banking*, lequel consiste à faire de la banque sans être une banque. De fait, une banque prête et ne donne pas de fonds propres. En revanche, les acteurs de la gestion d'actifs font de la dette privée (*private debt*). Le gestionnaire Apollo a ainsi ouvert

une ligne de financement d'un montant à huit chiffres à une entreprise dont l'actionnaire est unique et assez public — je n'en dirai pas plus... C'est un financement très important et Apollo s'est ainsi diversifié en direction de la dette privée, pour des montants considérables.

L'octroi de prêts est une activité que pratiquent les banques. Dans les discussions du Haut-Conseil de stabilité financière (HCSF), on ne parle plus aujourd'hui de *shadow banking*, mais d'« intermédiation financière non bancaire » (IFNB). Ce phénomène est suivi au niveau mondial. Aux États-Unis, la moitié au moins des crédits sont conclus par des institutions non bancaires — on en est loin en France, où les fonds français qui font de l'octroi de prêts représentent un total de l'ordre de 70 milliards d'euros, ce qui n'est pas rien mais ne représente que quelques points de pourcentage des bilans bancaires des entreprises. Parallèlement, certains fonds comme Apollo ou Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR) sont capables d'octroyer des lignes de crédit très élevées. Dans mes précédentes fonctions, je me suis occupé de ce sujet pendant la crise de la covid-19. À cette période, de grandes entreprises ont trouvé des financements obligataires pour sécuriser leur trésorerie. Pour Airbus, par exemple, les lignes obligataires représentaient des dizaines de milliards d'euros. Pour trouver des financements de ce type, il faut s'adresser à des mastodontes capables de les fournir, à des pools bancaires ou alors au marché obligataire. Cela a concerné de très grandes entreprises : Apollo ou KKR ne vont pas ouvrir des lignes de prêt pour des entreprises de petite taille.

Pour ce qui concerne les stratégies suivies, chaque cas est particulier. Le modèle habituel est néanmoins celui du LBO, c'est-à-dire d'une acquisition avec effet de levier : l'entité achète l'entreprise avec un peu de fonds propres et, pour financer l'ensemble de l'acquisition, mobilise beaucoup de dette, qu'elle rembourse à ses prêteurs avec les dividendes qui remontent de l'opérationnel vers la holding. Des difficultés apparaissent évidemment lorsque l'opérationnel fonctionne moins bien et se révèle moins capable de produire des dividendes. Si vous avez opté pour un levier très agressif, vous pouvez vous trouver en difficulté et être obligé de négocier avec vos créanciers pour restructurer la dette, mais il arrive que les créanciers ne veuillent pas perdre d'argent et décident de reprendre le contrôle : c'est un classique de la restructuration financière d'entreprise. Il existe aussi des schémas de financement ne reposant pas uniquement sur des LBO, par exemple dans le secteur des télécoms. Il faut bien distinguer les deux aspects de l'apport de fonds propres : si l'opérationnel ne peut pas en apporter, il faut bien trouver des financeurs externes, qui peuvent alors être des sociétés de gestion.

M. Philippe Sourlas. J'apporterai un complément technique, à caractère juridique, à propos de l'éventuelle extension du périmètre de compétence de l'AMF. Dans l'univers des fonds d'investissement en Europe, la réglementation européenne organise très précisément la répartition des rôles entre les différents pays et les différentes autorités nationales. Nous avons regardé de très près cette question, car nous avons eu des doutes (ou des questions) sur certains types de produits vendus à une clientèle d'épargnants français. Nos capacités d'intervention sont souvent assez contraintes par les textes européens et il conviendrait de prendre en compte cet aspect dans votre réflexion.

M. le président Emmanuel Mandon. Messieurs, je vous remercie. Nous attendons avec intérêt votre contribution écrite.

*

* *

7. Audition, dans le cadre d'une table-ronde, diverses organisations patronales (5 février 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous auditionnons aujourd'hui, dans le cadre d'une table-ronde, des représentants d'organisations patronales. Nous accueillons, pour le Medef, M. Dominique Chesneau, membre du comité de financement, et M. François Gonnord, directeur de mission au pôle Économie, et, pour l'Union des entreprises de proximité (U2P), M. Laurent Munerot, vice-président, et M. André-Paul Bahuon, président d'honneur de la compagnie des conseils et experts financiers. Nous avons invité la Confédération des petites et moyennes entreprises (CPME), mais cette organisation n'a pas désigné de représentant.

Nous avons souhaité donner la parole aux organisations patronales afin de leur permettre de partager avec nous leur expérience des opérations de contrôle et de restructuration dans lesquelles des fonds d'investissement sont intervenus. La semaine dernière, notre commission d'enquête a organisé une table-ronde avec plusieurs organisations syndicales, qui n'ont pas manqué de critiquer très vivement l'action de ces fonds. Vous savez certainement ce qui motive leurs critiques : quelle analyse faites-vous de ces prises de position ?

Pouvez-vous nous indiquer quelles sont les conditions d'une action réussie d'un fonds d'investissement ? Les dispositions prudentielles en vigueur vous paraissent-elles suffisantes pour assurer l'efficacité des mécanismes d'alerte ? Le cadre légal actuel vous semble-t-il adéquat pour contrecarrer et réprimer les comportements prédateurs qui ont pu être observés ?

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

(MM. Dominique Chesneau, François Gonnord, Laurent Munerot et André-Paul Bahuon prêtent serment.)

M. Dominique Chesneau, membre du comité de financement du Medef. Je vous remercie de nous donner l'occasion de nous exprimer devant votre commission d'enquête, qui aborde des sujets importants, sensibles et légitimes : le financement de l'économie réelle, l'avenir de notre capacité productive et la situation des entreprises en difficulté.

Les adhérents du Medef sont, à 97 %, des très petites entreprises (TPE) et des petites et moyennes entreprises (PME), mais nous représentons aussi les entreprises de taille intermédiaire (ETI) et les grandes entreprises, implantées dans tous les territoires et relevant de tous les secteurs d'activité. Cette diversité est

essentielle et nous permet de porter une vision fondée sur des situations concrètes et vécues. Nous comptons aussi, parmi nos membres, des fédérations auxquelles adhèrent des fonds qui participent au financement des entreprises.

Le marché européen de la dette est intermédié à environ 65 % par les banques en Europe, contre 25 % aux États-Unis. La Commission européenne recommande que la proportion, en Europe, se rapproche du modèle américain, notamment pour des raisons de liquidité et de réactivité. Le financement par des opérations de marché, de dette ou d'*equity* (c'est-à-dire de fonds propres) est en effet plus rapide à mettre en place par des fonds d'investissement que par la voie bancaire. Par ailleurs, si la réglementation des fonds d'investissement est aussi stricte que la réglementation bancaire, les contraintes en matière de ratios et de stabilité financière demeurent plus fortes pour les banques et les assurances.

Les régulations bancaires sont aujourd'hui aussi nombreuses qu'exigeantes. Qu'on le déplore ou qu'on s'en félicite, les réglementations de l'accord de Bâle III ont, depuis 2012, permis d'éviter en Europe des accidents bancaires majeurs nécessitant un refinancement par de l'argent public – contrairement à ce qui s'est produit aux États-Unis, où des financements à caractère public ont été nécessaires après le rachat de banques dans l'urgence et dans des conditions peu transparentes (ce fut le cas, par exemple, de la Silicon Valley Bank, dont la faillite due à un problème de liquidité a été réglée par JP Morgan, moyennant un rachat pour un dollar symbolique).

Les investisseurs en fonds propres participent à la décision stratégique des entreprises et à sa mise en œuvre, ce qu'une banque n'est pas en mesure de faire du fait des règles prudentielles. En outre, une banque qui entrerait au capital d'une société souhaiterait aussi participer à son financement par la dette, qu'il s'agisse de dette courte (problèmes de liquidité) ou de dette de moyen terme (financement du développement). En cas de difficultés, voire de procédure collective, la banque est exposée au risque d'être accusée de soutien abusif (ce qui n'est pas le cas des fonds d'investissement).

Le deuxième élément de mon propos concerne la distinction entre risque et incertitude. En finance, le risque est un élément quantifiable et probabilisable, alors qu'incertitude ne l'est pas. Le risque est un événement identifiable et gérable par des processus de contrôle interne, alors que l'incertitude est un événement inconnu et dont l'impact est difficile, voire impossible, à quantifier. Face à l'incertitude, les mesures préventives sont limitées, voire inexistantes. Malgré les nouvelles possibilités de modélisation permises par l'intelligence artificielle, le comportement humain, par nature multifactoriel, reste difficilement prévisible. C'est la raison pour laquelle opposer dette et fonds propres serait, à mes yeux, une erreur : ils sont complémentaires et l'enjeu est de trouver la répartition la plus vertueuse possible.

J'en viens à présent aux fonds d'investissements eux-mêmes et au terme de « fonds spéculatif », qui est souvent mal perçu. Permettez-moi un bref détour par l'étymologie : « spéculatif » vient du latin *speculum*, qui signifie « miroir ». Dans l'Égypte ancienne, le pharaon et le grand prêtre rapprochaient deux demi-miroirs

pour tenter de prédire l'avenir. Le terme spéculatif a conservé cette connotation prédictive. Ainsi, tout investissement est spéculatif, en ce sens que l'investisseur prend un pari sur l'avenir. Mais il convient de distinguer – et c'est l'objet de votre commission d'enquête – entre les fonds spéculatifs dédiés à l'investissement et les fonds dont le comportement est susceptible de s'apparenter à une forme de prédation.

La prédation désigne le comportement nuisible d'un individu ou d'un groupe envers autrui ou l'environnement, le caractère nuisible se rapportant ici à une qualification et non à une quantification. La prédation désigne également une exploitation abusive. Peut-on être abusif dans un cadre législatif et dans un cadre réglementaire ? Peut-on être abusif dans un environnement éthique ?

Il existe de nombreux types de fonds, chacun ayant sa fonction. L'organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), accessible au grand public, en est un. Un fonds en euros est aussi un fonds spéculatif, puisqu'il verse un intérêt et que cet intérêt rémunère à la fois un risque et du temps – cette rémunération du temps se rapprochant d'ailleurs, dans certaines cultures, de l'enrichissement sans cause. Je pourrais citer également les fonds de capital-investissement, les fonds de capital-risque, les fonds de retournement, les fonds d'investissement alternatif (FIA), les fonds de dette, les fonds d'infrastructure, les fonds de *Leveraged Buy-Out* (LBO), les fonds de *Management Buy-Out* (MBO) ou encore les fonds souverains, qui ne sont pas toujours bénéfiques à l'économie dans laquelle ils investissent.

Je terminerai cette énumération avec les *hedge funds*, dont il existe une multitude de formes : certains sont destinés aux particuliers, d'autres s'appuient sur l'effet de levier, d'autres encore sont spécialisés dans les certificats de crédit ou d'assurance-crédit, les obligations, le change ou bien cherchent à gagner de l'argent en prenant des participations dans des sociétés. Il ne s'agit pas d'affirmer ici que tous les *hedge funds* sont des fonds prédateurs ou qu'ils sont nuisibles. La différence par rapport aux autres fonds que j'ai évoqués tient à la souplesse réglementaire dont ils bénéficient et leur intervention est parfois positive : le groupe Pierre & Vacances-Center Parcs, qui se trouvait dans une situation difficile lorsqu'il a été recapitalisé par un *hedge fund*, a, depuis 2024-2025, repris beaucoup de valeur.

Il n'existe pas de trajectoire type, de modèle unique ou de règle générale applicable à toutes les interventions de fonds spéculatifs : certaines opérations sont efficaces et créent de l'emploi ; d'autres échouent, en raison d'un retournement de tendance du marché, d'un modèle économique fragile, d'investisseurs qui ne jouent pas le jeu ou encore parce que les actions engagées entrent en contradiction avec l'intervention étatique et entravent le redressement d'une société.

En d'autres termes, ce n'est pas l'outil de financement qu'il faut mettre en accusation, mais de mauvais comportements. Il importe également de réfléchir à une réglementation incitant à orienter des financements vertueux vers la création de valeur qui, en bout de chaîne, est aussi une création d'emplois.

M. Laurent Munerot, vice-président de l'Union des entreprises de proximité (U2P), président de la Confédération nationale de l'artisanat des

métiers et des services (CNAMS). Je souhaite ici relater l'expérience des entreprises de proximité face à ce que votre commission d'enquête nomme la « prédation » des fonds d'investissement.

L'U2P représente 3,7 millions d'entreprises œuvrant dans divers secteurs d'activité, mais aussi des professions libérales. Fragilisées par l'instabilité économique et politique actuelle, elles sont particulièrement vulnérables. Depuis une quinzaine d'années, l'appétit des fonds d'investissement les conduit à convoiter l'activité de laboratoires d'analyse médicale, de radiologues, de vétérinaires, de prothésistes dentaires, d'experts-comptables, d'architectes, de géomètres, d'experts en assurance, d'ophtalmologues, etc. Autant de professions, pour certaines partiellement financées par la sécurité sociale, sujettes à des phénomènes de concentration et d'intervention de fonds d'investissement.

Certes, nombre de nos activités ne sont pas délocalisables et, par conséquent, se trouvent à l'abri de démarches prédatrices. Mais plus une activité, quelle qu'elle soit, devient industrialisable, plus le risque augmente qu'elle soit convoitée par un fonds. La particularité des entreprises de proximité se rapporte ici au fait qu'elles ne font pas spontanément appel à des fonds d'investissement pour être financées : ce sont plutôt ces derniers qui « ciblent » des entreprises à acquérir.

Une prise de conscience émerge au sein des professions libérales réglementées sur la nécessité de garantir les règles et l'éthique de l'exercice du métier. S'il n'est pas question de « fermer les portes » aux fonds d'investissement, il importe en revanche que les ordres des professions de santé jouent pleinement leur rôle et contiennent d'éventuelles dérives : par exemple, des cabinets dentaires *low-cost* se sont installés, avec l'appui de fonds d'investissement, et opèrent leurs choix thérapeutiques sur la base de critères de rentabilité. C'est pourquoi il importe de distinguer les fonds éthiques, qui se donnent pour objet de renforcer les capitaux propres des entreprises et de soutenir l'économie de proximité, d'autres fonds, qui poursuivent des buts tout à fait différents.

Par ailleurs, la question des fonds d'investissements est à mettre en regard d'une problématique de transmission des entreprises de proximité, puisque trois cent dix mille d'entre elles seront à transmettre dans les années à venir. On pourrait être tenté de considérer les fonds d'investissement comme autant de possibilités d'organiser une transmission avantageuse ; mais la réflexion conduit à conclure que les fonds d'investissement ne constituent certainement pas une solution efficace à ce défi majeur.

De manière générale, les petites entreprises sont confrontées à des difficultés de financement, parce que l'accès au concours bancaire n'est pas aisé ; je m'interroge d'ailleurs sur le rôle de BPIFrance, dont je regrette qu'en tant que banque publique d'investissement, elle ne se préoccupe pas davantage des petites entreprises.

Je suis, à titre professionnel, prothésiste dentaire et, depuis quelques années, cette profession est la cible de fonds d'investissement espagnols, chinois et, pour l'un d'entre eux, français. Mes collègues sont ravis de céder leurs laboratoires de prothèse dentaire à ces fonds, parce qu'il n'est pas aisé, pour eux, de les transmettre

à leur juste valeur. Les fonds d'investissement en profitent, ils rachètent des laboratoires à un prix inespéré pour le vendeur, ils conservent le chef d'entreprise à son poste quelques années durant, puis ils regroupent plusieurs laboratoires, concentrent la production et, finalement, la délocalisent. Dans ce secteur, tous les fonds d'investissement qui mènent ce type d'opération sont également propriétaires de laboratoires d'importation chinois : ils rachètent des entreprises en France et apposent une estampille « made in France », mais, en réalité, nous ne savons pas où partira la production une fois le fonds revendu. Ceci constitue, à mes yeux, un risque réel de déstabilisation de ma profession, mais aussi une menace pour la souveraineté française et pour notre capacité de service et de fabrication.

M. André-Paul Bahuon, président d'honneur de la compagnie des conseils et experts financiers. Monsieur Chesneau a souligné, à juste titre, le caractère protéiforme de l'intervention des fonds d'investissement. Pour ce qui concerne les TPE représentées par l'U2P, les interventions des fonds d'investissement sont souvent liées à une sous-capitalisation des entreprises.

En France, les petites entreprises n'ont quasiment jamais bénéficié de mesures incitant à constituer des fonds propres suffisants pour garantir un investissement à la fois industriel et incorporel, quels que soient les métiers. Or la sous-capitalisation aiguise l'appétit des prédateurs.

Les TPE et PME fonctionnent principalement à la faveur d'un financement bancaire direct. Les banques n'ont pas à rougir du travail qu'elles réalisent, mais elles sont soumises à une réglementation extrêmement stricte et formalisée par l'accord de Bâle II, qui impose des ratios de fonctionnement fondés sur la mesure du risque (notamment, l'équilibre entre capitaux propres et endettement). Une entreprise ne peut être financée qu'à la condition de disposer de capitaux propres solides ou d'une rentabilité suffisante. À cet égard, la distinction proposée par monsieur Chesneau entre risque et incertitude me paraît tout à fait pertinente : une banque travaille sur le risque, qui est mesurable, et non sur l'incertitude.

Les modes de financement des TPE et des PME sont donc très classiques et directs. Ces entreprises n'ont pas d'appétence particulière pour le recours aux fonds d'investissement et elles subissent les interventions de ces fonds davantage qu'elles ne les sollicitent, notamment parmi les professions libérales.

Les fonds qui interviennent, prétendent pour « bonifier » et « consolider » les secteurs, passent à l'offensive dès que l'acte du professionnel libéral devient industriel et sans valeur. À partir de ce moment, le fonds consolide un secteur et cherche des marges pour augmenter sa capacité bénéficiaire, en jouant

sur les leviers de l'emploi, des synergies, voire de la réduction des coûts. C'est là qu'émerge ce qu'il faut bien qualifier de prédation.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous avons bien conscience de la problématique tenant au rôle croissant des fonds d'investissement dans la reprise et la restructuration des entreprises.

S'agissant de secteurs industriels et stratégiques comme la défense et le médicament, quelle appréciation portez-vous sur la capacité des fonds d'investissement à relancer ces filières ?

Disposez-vous d'éléments permettant une véritable évaluation, sur une période de cinq à dix ans, de la performance économique et sociale des entreprises reprises par des fonds, par rapport aux autres ?

Seriez-vous favorables à un renforcement des contreparties sociales, industrielles et territoriales associées aux aides publiques accordées lors de reprises d'entreprises en difficulté ?

Enfin, quel rôle concret les organisations patronales peuvent-elles jouer pour promouvoir des pratiques de reprise responsables et prévenir les dérives que certaines situations ont révélées ?

M. Dominique Chesneau. Il ne faut pas circonscrire le débat uniquement à la question des restructurations. Il existe différentes formes d'intervention des fonds d'investissement et il importe de les distinguer : l'approche des fonds de retournement diffère de celle des fonds de restructuration et le niveau de difficulté n'est pas le même. Un fonds de retournement intervient sur un modèle économique qui présente des vulnérabilités, alors qu'un fonds de restructuration est susceptible de traiter un problème de liquidité, la solvabilité n'étant pas compromise, et d'apporter une réponse sous forme de dette plutôt qu'en capital. En revanche, lorsqu'un problème de solvabilité s'ajoute à une faiblesse du modèle économique, c'est d'abord sur le capital qu'il convient d'agir.

Les fonds d'investissement sont utiles pour financer des start-up, des PME et des ETI qui sont en bonne santé, mais peinent à croître pour diverses raisons. On dit souvent que le *Mittelstand* allemand est beaucoup plus capitalisé que son équivalent français : cela s'explique non seulement par des facteurs économiques, mais aussi par des raisons culturelles, puisque le mot « dette » en allemand (*Schuld*) porte une connotation morale.

Une étude récente de France Invest et du cabinet EY, sur des données datant de 2024, indique que 11 142 entreprises ont été accompagnées par le capital-investissement français, dont 8 427 entreprises françaises. Celles-ci se composent de 76 % de PME, 23 % d'ETI, 1 % de grandes entreprises et 34 % de start-up ; seule une minorité sont des entreprises en difficulté.

L'étude montre que le chiffre d'affaires des entreprises accompagnées par des fonds d'investissement a progressé de 4,6 %, contre 1,3 % pour les PME et 0,6 % pour les ETI françaises en général. La hausse du chiffre d'affaires (hors croissance externe) a été de 2,8 %. Les entreprises accompagnées ont obtenu un

chiffre d'affaires supérieur de 2,5 % à la somme de la croissance et de l'impôt. Cette performance peut sembler modeste, mais elle dénote une certaine vertu du système.

En matière d'emploi, 78 485 emplois supplémentaires ont été créés en 2024. En ne tenant compte que de la croissance organique, ce sont 48 720 emplois créés *ex nihilo* : sur ce total, 33 400 ont été créés dans l'industrie, ce qui est un signal positif dans un contexte de désindustrialisation.

Certaines stratégies sont effectivement susceptibles de conduire à des destructions d'emplois, qui s'inscrivent alors dans la logique de « destruction créatrice » chère à Joseph Schumpeter. En effet, il arrive qu'une destruction d'emplois aujourd'hui permette une création d'emplois supérieure dans les années qui suivent. Dans sa théorie de l'innovation, le professeur au Collège de France et prix Nobel d'économie Philippe Aghion note que l'enjeu consiste à gérer la transition pour les salariés qui perdent leur emploi, idéalement en les formant pour qu'ils soient les premiers à occuper les emplois créés par la suite.

S'agissant rôle concret des organisations patronales, le Medef a une vocation de représentation dans le débat public, mais aussi de création de réseaux pour soutenir des chefs d'entreprise souvent seuls face à leurs décisions. Ceux-ci doivent appréhender davantage d'incertitudes du fait des nombreuses volatilités de l'économie, tout en composant avec des comités exécutifs qui définissent des indicateurs clés de performance, proposent des simulations et incitent à entrer dans des logiques d'évaluation de scénarios. C'est pourquoi une organisation patronale doit permettre à ces dirigeants d'échanger, de se former et de s'orienter vers les compétences adéquates : 97 % des membres du Medef sont des PME et des ETI, majoritairement situées en région, où ces besoins de soutien sont particulièrement importants.

M. François Gonnord, directeur de mission au pôle Économie du Medef. Permettez-moi de rappeler que le Medef n'intervient pas en tant que conseil dans les opérations de reprise, ni sur le plan local, ni sur le plan national : nous prenons connaissance de ces opérations par voie de presse ou par les échanges que nous entretenons avec les dirigeants d'entreprise. Il nous est donc difficile de vous livrer des statistiques ou une analyse quantifiée. Nous ne sommes pas en mesure d'entrer dans le détail des variables qui influencent les décisions au cas par cas, si ce n'est par les remontées de nos experts.

M. Laurent Munerot. Dans les cas des services de proximité et des professions libérales, les fonds d'investissement interviennent plutôt sur des

entreprises en bonne santé : c'est en effet le chef d'entreprise qui décide de vendre à un fonds d'investissement, me sujet n'est pas celui des restructurations.

Dans le périmètre des professions réglementées, ce sont moins les organisations patronales que les ordres qui peuvent agir sur la réglementation.

Notre rôle n'est pas d'intervenir directement auprès des entreprises, mais plutôt de faire de l'information et de guider. Le chef d'une entreprise de proximité prend ses décisions seul, sans le soutien d'un comité exécutif.

M. André-Paul Bahuon. Il n'est pas aisé d'établir des statistiques sur la performance économique et sociale des entreprises reprises par des fonds d'investissement. Seul l'Insee serait en mesure de le faire, car il dispose des données bilanciellles et d'emploi qui permettraient d'identifier les entreprises concernées. Les autres études reposent sur des données déclaratives.

Le secteur de la biologie, il y a quinze ans, comptait un peu plus de cinq mille laboratoires indépendants en France. Aujourd'hui, il en reste moins de cinq cents et sept ou huit groupes à vocation nationale génèrent près de 70 % de l'activité. Il n'est pas certain que cette concentration crée de la valeur. En revanche elle génère assurément une désertification territoriale, qui entrave la réindustrialisation de notre pays. Certains plateaux techniques destinés à mener des analyses très poussées ont même disparu de France et se trouvent désormais à l'étranger. Il est permis de s'interroger sur le fait que les cotisations de sécurité sociale des Français financent des systèmes économiques à l'étranger, voire des fonds de pension américains ou australiens...

Un autre exemple est celui de la radiologie, où l'on a observé une industrialisation des actes au détriment du contact avec le patient. La réaction n'est pas venue des organisations patronales, mais du terrain, des praticiens eux-mêmes : un syndicat de jeunes radiologues est né, avec pour mot d'ordre de ne pas collaborer avec des entreprises de radiologie détenues par des fonds d'investissement, afin de conserver la maîtrise et la valeur ajoutée de leurs actes.

La réaction la plus notable a été celle des vétérinaires. Face à l'investissement massif d'un grand groupe dans les structures vétérinaires, le Conseil national de l'Ordre des vétérinaires (Cnov), constatant un éloignement de la mission de santé du territoire, a pris la décision courageuse de radier un certain nombre de cabinets financés par des fonds qui ne respectaient plus les règles déontologiques. Une négociation avec le ministère de l'agriculture a abouti à un consensus : désormais, pour qu'un cabinet vétérinaire puisse exercer, le Cnov demande à examiner le pacte d'actionnaires, de manière à s'assurer du respect des règles. C'est une forme de régulation.

La direction générale des entreprises (DGE) a engagé, depuis l'année dernière, un travail de réflexion avec les professions libérales. Ce travail, extrêmement important, vise à réfléchir aux moyens d'injecter au cœur du système

de financement une forme de régulation, par l'intermédiaire des ordres ou des organisations professionnelles, afin de protéger le patient, le client, l'usager.

M. François Gonnord. Le Medef partage les préoccupations de l'U2P. Néanmoins, il ne faudrait pas en arriver, en fin de réflexion, à jeter l'opprobre sur les dirigeants qui acceptent de vendre leur entreprise. Certes, l'âpreté au gain n'est pas à négliger, car elle est propre à l'espèce humaine, mais je ne crois pas qu'il s'agisse de la motivation principale. Dans la décision de vendre interviennent sans doute davantage des préoccupations liées à des contraintes ou à la problématique de la transmission, qui constitue un enjeu majeur. De la même manière, il faut se garder de clouer au pilori, sans discernement, tous les fonds d'investissement : les fonds français, notamment, adoptent en général un comportement éthique et jouent un rôle positif dans l'économie.

Le problème, à mon sens, est à resituer dans le contexte général de la rentabilité des entreprises et des difficultés de transmission, qui orientent peut-être davantage les entreprises vers des fonds à risque. Il importe, dès lors, de s'interroger sur des questions de politique économique plus générales.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous rassure, monsieur Chesneau : nous connaissons parfaitement la différence entre spéculation et prédation. Nous avons reçu, dans le cadre de la commission, des économistes spécialisés et nous accueillerons prochainement des représentants de France Invest. Nous souhaitons vous entendre en tant qu'organisation d'employeurs, à propos de faits : nous n'avons pas besoin d'éléments de théorie, mais d'éléments concrets, à l'image de ceux évoqués à propos des prothésistes.

L'objet de la commission est d'enquêter sur les opérations qui relèvent de la spéculation prédatrice, de comprendre pourquoi elles existent et comment la puissance publique pourrait agir plus efficacement contre elles. Il ne s'agit certes pas de clouer au pilori les dirigeants d'entreprise, qui font souvent face à des offres de rachat très avantageuses ou à des refus de prêt de la part des banques, et toute spéculation n'est pas de nature prédatrice – nous sommes d'accord sur ce point. Mais en mettant en lumière les activités prédatrices de certains fonds d'investissement, nous posons finalement la question de la régulation : à cet égard, si l'initiative du Cnov est intéressante, l'enjeu véritable est celui d'une prise en charge de ces questions sur les plans législatif et réglementaire.

Dans le cas de Pierre & Vacances-Center Parcs, le LBO n'a fonctionné que grâce à un soutien public massif, qui a permis de sauver l'entreprise : on peut donc aussi y voir une privatisation des profits après une socialisation des pertes et, de ce fait, je ne suis pas certaine que l'on puisse lire cet épisode comme un véritable succès.

Monsieur Munerot a évoqué des fonds éthiques agissant dans l'intérêt de l'économie de proximité. Notre travail d'enquête porte surtout sur les fonds de LBO et les fonds qui pratiquent du retournement, tels que Mutares, Alpha Blue Ocean, Apollo, EQT Partners, CD&R ou encore BC Partners. Qu'entendez-vous par fonds « éthiques » ? Quels sont les effets positifs de leurs interventions ? Vous avez mentionné une activité de prédation sur les prothèses dentaires : de quels fonds

s'agit-il ? Quels sont, selon vous, les secteurs les plus exposés au danger de la prédation ?

Ma seconde interrogation est plus générale et s'adresse tant au Medef qu'à l'U2P : quels sont les cas les plus remarquables d'entreprises qui, à votre connaissance, ont fait l'objet ces dernières années d'une prédation par des fonds d'investissement ? Par « prédation », la commission d'enquête entend des stratégies d'investissement visant à capter très rapidement de la valeur au détriment de la pérennité de l'entreprise, de l'emploi et de l'outil productif.

M. André-Paul Bahuon. Nous nous efforçons, au sein de l'U2P et au sein de l'UNAPL (pour les professions libérales), de construire une définition du fonds « éthique ». En l'état actuel de la réflexion, je dirais qu'un fonds éthique est un fonds qui intervient en *private equity*, c'est-à-dire en capital-investissement, dans le but de renforcer les capitaux propres d'une entreprise et qui travaille dans la durée. Tandis qu'un fonds d'investissement classique opère à court terme, sur quatre ou cinq ans, avec une recherche de retour sur investissement maximal, un fonds éthique, lui, s'engage sur une durée d'au moins dix ans, avec une rémunération beaucoup plus supportable pour l'entreprise.

Des exemples concrets émergent, comme le fonds d'amorçage de la Caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens (CAVP), qui accorde des prêts d'installation à de jeunes pharmaciens sur des durées longues. De telles initiatives pourraient se multiplier, à condition de les encourager.

Parmi les secteurs les plus en danger, je peux citer ma propre profession, celle d'expert-comptable. Nous assistons aujourd'hui à l'arrivée de fonds qui ont pour objectif la consolidation ou la verticalisation du secteur. Ils ciblent des cabinets rentables, les regroupent et les transforment en plateformes pour optimiser la rentabilité, car un bilan ou une tenue comptable sont considérés comme des actes « industriels ». Ces manœuvres soulèvent un problème très concret, car nous ne savons pas quel fonds reprendra ces cabinets dans cinq ou dix ans et, par conséquent, nous ignorons la destination des données comptables qu'ils traitent. C'est là un enjeu de souveraineté majeure, d'autant que certains éditeurs de logiciels pour la facturation électronique sont détenus par des fonds américains. Ainsi, je n'ai pas la moindre idée de la manière dont seront conservées les données françaises de facturation électronique. Et nous savons bien que les dispositifs de protection des données, qui sont très exigeants en France, s'évanouissent dès lors que l'on passe sous l'emprise du droit américain.

Cet exemple interroge notre modèle industriel et de gestion. Il ne s'agit pas de condamner les fonds par principe – car nous en avons besoin pour conférer une forme d'élasticité aux prêts bancaires et renforcer les capitaux propres – mais

d'appréhender les limites de leurs interventions dans certains secteurs tels que les professions réglementées, qui sont aussi une garantie de sécurité pour l'État.

M. Laurent Munerot. À propos des prothésistes dentaires, j'ai notamment fait allusion à la société Minlay, qui a été un temps détenue par le fonds Motion Equity Partners.

Il n'est pas question d'incriminer les fonds, ni les chefs d'entreprise qui vendent : certains de mes collègues sont très contents d'avoir cédé leur société. Ce qui me préoccupe comme représentant d'une organisation professionnelle, c'est l'avenir : que va-t-il se passer dans cinq ans ? Ma profession est en grande souffrance à cause des importations chinoises. Si des fonds d'investissement rachètent des laboratoires français pour, finalement, envoyer toute la production en Chine, cela m'inquiète fortement. Or c'est bien cela qui se passe : Minlay possède le plus grand laboratoire d'importation de prothèses au monde, avec trois mille salariés en Chine, et il rachète des laboratoires en France et en Europe à un rythme effréné, à raison de trois ou quatre laboratoires chaque mois. Ce phénomène concerne des milliers de salariés. Lorsque ce groupe atteindra une taille critique en France, comment l'organisation patronale sera-t-elle en mesure de gérer la convention collective de cette profession ? Que deviendront ces emplois ?

La concentration et l'industrialisation des processus dans le but de réaliser des gains de productivité et du profit est cohérent du point de vue des fonds d'investissement. Il est bien sûr possible d'exhiber une carte de France des laboratoires du réseau Innoris, détenu par Minlay, comme le gage d'une activité de production française ; mais lorsque l'on détient le plus grand laboratoire d'importation de prothèses du monde, on a peut-être d'autres objectifs. Minlay ne les dévoilera naturellement pas et c'est bien pour cela que l'on peut parler de prédation, d'autant que cette entreprise dispose de ressources financières presque illimitées et qu'elle se trouve donc en mesure de poursuivre sa politique de rachat de laboratoires – ce qui est impossible aux simples prothésistes dentaires que nous sommes.

De nombreux laboratoires de prothèse dentaire ont été créés sous forme d'entreprises artisanales. Vingt ans plus tard, ces entreprises sont devenues des laboratoires de cinquante salariés, réalisant des millions d'euros de chiffre d'affaires, et ils se trouvent face à un problème : ils ne peuvent plus se vendre. Même s'ils souhaitaient se vendre à leurs salariés, ceux-ci ne seraient pas capables de les acquérir à leurs justes valeurs. Nous avons bien tenté de mettre en place des sociétés coopératives et participatives (Scop), mais cela s'avère difficile dans notre profession. La seule solution qui se présente alors aux dirigeants est de céder à des fonds d'investissement, mais j'éprouve de grandes craintes quant à la pérennité de l'engagement de ces fonds dans nos entreprises.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Monsieur Chesneau, j'ai été surprise en écoutant votre exposé. Vous parlez beaucoup d'éthique, manipulez un certain nombre de concepts... mais n'êtes-vous pas tout simplement inquiet de l'avenir de la France, de ses capacités productives et de sa souveraineté ? Je n'ai pas le sentiment, mais peut-être me corrigerez-vous, que cela compte parmi vos

préoccupations. Et que vous représentiez ainsi le patronat n'est pas de nature à me rassurer.

Je me suis demandé en vous écoutant, monsieur Munerot, si nous n'aurions pas besoin d'une loi anti-trust. Le mouvement de concentration et d'industrialisation d'une activité, tel que vous l'avez décrit, devrait tout simplement être interdit. Je me doute bien qu'on m'objectera que c'est impossible du fait des règlements européens, mais il n'empêche : l'idée d'une loi anti-trust me vient à l'esprit.

Vous avez également mentionné les Scop et ainsi abordé la question de la place des salariés dans la reprise, qui me semble importante. Je pense à ce que nous avons vécu dans la chimie à Grenoble, où une compétition déséquilibrée s'est jouée entre un groupe chinois, disposant d'une armée d'avocats, et les salariés. Ces derniers, bien qu'aides par un syndicat reconnu et outillé, ont peiné à faire face, alors même que leur projet de reprise était tout à fait viable avec le soutien de l'État et du Gouvernement.

M. Dominique Chesneau. Je ne me suis peut-être pas exprimé assez clairement : la souveraineté est un sujet qui importe au Medef et qui m'importe à titre personnel. À cet égard, je me permets de vous renvoyer à un ouvrage que j'ai publié en 2016 et intitulé *Le Patriotisme économique européen*, qui prône justement cette souveraineté en décrivant les moyens dont nous disposons et ceux qui restent à créer pour l'atteindre.

Lorsque j'ai parlé d'éthique, je souhaitais souligner que l'éthique commence là où la réglementation s'arrête. Que faisons-nous face à l'individu ? Le philosophe Emmanuel Levinas disait que l'on se voit dans le regard de celui qui se tient en face de soi : c'est pour répondre à cette interrogation que je réfléchis à l'idée d'une « charte de bonne conduite », validée par le plus grand nombre afin de s'assurer de sa mise en œuvre et qui s'appliquerait à toutes les parties prenantes.

Imaginer une souveraineté des individus et des forces productives en mettant de côté une partie de ces forces est totalement absurde. Or, il est probable, sinon avéré, que certains fonds d'investissement travaillent uniquement avec le management, laissant les salariés dans l'ignorance des objectifs finaux des investisseurs. Certains, parmi ces derniers, annoncent vouloir rester sept ou huit ans dans l'entreprise, alors qu'ils envisagent en réalité de partir au bout de deux ou trois ans.

Les indicateurs clés de performance (*Key Performance Indicators*, KPI) ne relèvent pas uniquement des comités exécutifs : ce sont des éléments que tous les salariés peuvent comprendre. Dans le cadre des reprises, beaucoup de fonds d'investissement ne prennent pas cela en considération et les salariés ne sont pas suffisamment associés. Les fonds conseillent le management et le conseil d'administration, mais ils ne sont pas forcément présents dans les organes de conciliation patronat-salariés, auxquels ils pourraient pourtant participer.

Appréhender ce sujet relève davantage, à mon sens, d'une logique de charte et de code de bonne conduite que d'éléments législatifs. La loi a un caractère général et, si elle est trop détaillée, des éléments continueront de lui échapper tout en

bloquant un certain nombre d'opérations. Le contrôle de la bonne application de la loi est un élément important, mais celui des valeurs ou des principes comportementaux l'est tout autant.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Les fonds d'investissement ne donnent pas de conseils, ils les vendent... et ils se paient grassement ! J'en veux pour exemple l'activité de Mutares. Il ne s'agit, en aucun cas, de bienveillance à l'égard d'une entreprise, mais d'une manière d'en tirer un profit maximum...

M. Dominique Chesneau. Vous avez raison, il ne s'agit pas d'offrir du conseil *pro bono*.

Je voulais dire que les fonds ne vendent pas du conseil en plus de leur participation. Il s'agit de conseils liés à l'implication de ces fonds dans la gestion de l'entreprise, qui sont rémunérés par la création de valeur. Il ne faut pas confondre les consultants qui vendent des conseils temporairement, auxquels le devenir de l'entreprise n'importe pas, avec un conseil en gestion et stratégie, fondé sur l'expérience des fonds eux-mêmes. Cela n'empêche d'ailleurs pas les fonds de travailler avec des cabinets de conseil externes ; mais il est nécessaire de différencier ces deux activités.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Notre collègue Élisabeth Martin évoquait les frais de conseil exorbitants réclamés par Mutares ou d'autres fonds d'investissement. Ces frais, qui se comptent en dizaines de millions d'euros, ont mis des entreprises comme Lapeyre en grande difficulté. C'est l'une des techniques utilisées aujourd'hui par ces fonds pour se rémunérer (ou pour rémunérer des cabinets de conseil avec lesquels ils sont extrêmement liés). Tout cela diffère du tableau que vous brossez, monsieur Chesneau.

Je repose l'une de mes questions, à laquelle j'aimerais que le Medef apporte une réponse : quels sont les cas les plus remarquables d'entreprises qui, à votre connaissance, ont fait l'objet ces dernières années d'une prédation par des fonds d'investissement ?

M. Dominique Chesneau. Des cas de cet ordre se sont certainement produits, mais je suis dans l'impossibilité d'en citer. Nous pourrions toutefois en évoquer dans nos réponses écrites.

Il est, de surcroît, intéressant d'évoquer les secteurs exposés à ce risque, à l'image du commerce de détail. Dans le secteur des services à la personne, où des fonds publics sont présents, des LBO se sont révélés tendus, ce qui mérite l'attention parce que le coût des dettes diminue d'autant les services rendus aux personnes.

Parmi les autres secteurs concernés, on peut signaler les santés animale et humaine, dont il a déjà été question, ou encore l'industrie lourde, qui est un sujet important. Dans l'immobilier et les infrastructures, de nombreux fonds d'investissement ont racheté des entreprises à bas prix, mais l'évaluation de l'impact de ces rachats suppose une méthodologie particulièrement complexe.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'observe avec étonnement que les représentants du Medef n'ont pas en tête le moindre nom d'entreprise ayant pu faire l'objet d'une prédation par un fonds d'investissement... Mais je serais ravie que

vous puissiez répondre à cette question par écrit, dans le questionnaire qui vous a été transmis.

M. François Gonnord. Permettez-moi d'expliquer pourquoi l'exercice est difficile : le Medef n'est pas impliqué dans les opérations. Or une grande partie de l'appréciation que l'on peut porter sur les opérations menées par des fonds d'investissement relève d'éléments de dossier. Les éléments publics peuvent sembler suffire à se forger une opinion, mais ils demeurent très synthétiques et, à ce titre, possiblement caricaturaux. Nous ne disposons pas de tous les tenants et aboutissants de ces opérations, ce qui nous conduit à une certaine réserve.

Qualifier un fonds de « prédateur », au sens où l'entend votre commission d'enquête, me semble extrêmement délicat : un même fonds peut faire preuve d'un comportement que, en tant que citoyen, on peut juger très négativement, puis se comporter différemment dans le cadre d'une autre intervention. Et lorsqu'une opération menée par un fonds d'investissement s'est mal passée, il reste permis de se demander ce qui se serait passé sans elle : quelle était la réalité économique de l'entreprise ? Était-elle véritablement capable de se relancer autrement ? La multitude des paramètres en jeu rend délicate toute appréciation définitive.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Selon vous, qui êtes les représentants du Medef, les entreprises Lapeyre, Vivarte, NovAsco, Kem One ou Erasteel ont-elles ou non fait l'objet d'une opération de nature prédatrice ? C'est une question précise, évoquant cinq entreprises qui sont en très grande difficulté (ou déjà en faillite) après un LBO ou l'intervention d'un fonds de retournement.

M. Dominique Chesneau. Je peux me prononcer sur Vivarte, dont j'ai suivi un temps suivi la situation, mais par sur les autres cas et pour les raisons que monsieur Gonnord vient d'exposer.

L'entreprise Vivarte évoluait dans un secteur totalement sinistré, avec des changements de management fréquents et des fonds investis en dépit d'une insuffisante visibilité. À l'évidence, l'expérience de Vivarte n'a pas été une réussite.

Quant à savoir s'il y a eu des problèmes de management, c'est difficile à dire. Sans doute la direction a-t-elle mal anticipé la concurrence d'intervenants étrangers et commis ainsi une erreur stratégique. Une partie de l'argent utilisé pour colmater les brèches aurait sans doute été mieux employée pour financer des investissements de distribution plus efficaces.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Que pouvez-vous nous dire de Lapeyre et de NovAsco ?

M. Dominique Chesneau. Je sais que Saint-Gobain a décidé de se séparer de Lapeyre pour des raisons stratégiques. Il a fallu trouver un repreneur, car le produit de la cession pouvait être utilisé par Saint-Gobain avec un rendement supérieur à celui de Lapeyre. Je n'ai pas de jugement à porter sur ce point, c'est une décision validée par les actionnaires et le conseil d'administration de Saint-Gobain.

En ce qui concerne NovAsco, je ne connais de sa situation que ce que l'on peut en lire dans la presse – et chacun sait qu'un article d'une demi-page ne suffit pas à restituer un tel dossier dans toute sa complexité. Lorsqu'un actionnaire

s'engage à mettre des fonds propres avec des obligations de résultat, que de l'argent public est injecté dans la société parce que l'investisseur privé se fixe des objectifs et prétend se donner les moyens de les atteindre, et que cet investisseur, finalement, refuse d'allouer des moyens complémentaires parce qu'il estime ne pas être en mesure de remplir ses objectifs, il est légitime de s'interroger. S'agit-il alors de prédation ou bien d'une mauvaise appréciation ?

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Connaissez-vous la situation de l'usine Logiplast-TeamTex, en Isère ? Cette entreprise était le fleuron européen des sièges auto pour enfants. Puis Mutares est arrivé, a vidé l'entreprise de sa substance par d'in vraisemblables logiques de facturation, allant jusqu'à retirer les machines pour les vendre.

À travers cet exemple, on voit bien que, d'emblée, la logique n'est pas de soutenir une production pourtant nécessaire en France et en Europe. En outre, il convient de s'interroger sur les précédents propriétaires, qui n'assument pas un arrêt d'activité et s'en remettent à un fonds prédateur afin de reporter sur la collectivité la charge d'assumer le plan de licenciements, via l'Association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés (AGS). L'argent mobilisé dans ce cadre est un patrimoine commun et il n'y a aucune de raison qu'il soit, en quelque sorte, détourné.

M. Dominique Chesneau. Je ne connais pas cette entreprise. Je rappelle toutefois que la surfacturation est une pratique interdite et que lorsqu'elle est constatée, le commissaire aux comptes a le devoir de saisir le procureur de la République. Si le procureur n'a pas été saisi, c'est que le commissaire aux comptes a dû juger que les conditions n'étaient pas réunies. A-t-il eu raison ou tort ? Je ne sais pas.

Pour quelle raison l'activité de cette usine a-t-elle été transférée d'un endroit à un autre, je l'ignore également. Mais lorsqu'un produit particulièrement pointu est fabriqué par une petite entité, il n'est pas rare que l'activité soit transférée dans une entité de plus grande taille, dont les coûts de fonctionnement sont inférieurs. Ce type de transfert est effectué pour des motifs capitalistiques, à l'évidence ; mais il est nécessaire que le prix de rachat du brevet ou du savoir-faire intègre une dette sociale et que cette dette sociale soit payée lors du rachat de la société par le fonds d'investissement.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Au cours de plusieurs auditions, le mécanisme suivant nous a été décrit : des fonds d'investissement prédateurs deviennent créanciers, voire entrent au capital d'entreprises, parfois en transformant leurs créances en capital. Ces fonds mettent ensuite ces entreprises en faillite après en avoir extrait le maximum de valeur pour leurs propres investisseurs, par exemple des fonds de pension. À cette fin, ils diminuent très fortement les investissements productifs, si bien que l'entreprise ne peut plus fonctionner. Une fois l'entreprise en liquidation judiciaire, ce sont les AGS, c'est-à-dire les cotisations patronales, qui paient les indemnités pour les salariés : le fonds Mutares, par exemple, est

coutumier du fait et il a déjà accroché une dizaine d'entreprises à son « tableau de chasse », si j'ose dire.

Trouvez-vous normal que des fonds d'investissement s'enrichissent fortement grâce à des entreprises qu'ils ont captées et mises en faillite et que vos cotisations patronales, à travers les AGS, en assument les conséquences ?

M. Dominique Chesneau. Votre question est juste. Les AGS ont une vocation créancière, c'est inscrit dans les textes. Par conséquent, l'argent versé aux salariés au moment où ils quittent l'entreprise doit être récupéré au titre de la créance. Mais quel est le degré d'exigibilité de ce créancier ? Les dettes fiscales et sociales sont prioritaires, les AGS ne viennent qu'ensuite – entre dettes sociales et AGS, le niveau d'exigibilité n'est pas le même, ce qui soulève d'ailleurs une interrogation. Lors de la liquidation judiciaire, les juges consulaires devraient-ils privilégier des créanciers désintéressés tels que les AGS et, le cas échéant, dans quelles conditions ? La question mérite réponse.

Les AGS constituent un dispositif performant, le plus performant d'Europe, puisque les paiements des salaires sont effectués généralement sous quinzaine, ce qui est évidemment très utile. Mais il s'agit en effet d'argent public sous forme de cotisations sociales et, à ce titre, il ne peut pas être distribué sans être encadré : il doit être perçu comme un prêt davantage que comme une indemnisation. Il me semble que les entreprises, avant d'envisager une liquidation, devraient s'interroger sur la manière de rembourser ce prêt des AGS. Ai-je répondu à votre question ?

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Non, je vais la poser : trouvez-vous justifié qu'un fonds d'investissement extraie fortement de la valeur pour rémunérer ses investisseurs, puis mette une entreprise en faillite, laissant ainsi aux AGS, c'est-à-dire aux cotisations patronales, le soin d'assumer les conséquences ? Pour être parfaitement claire : les profits vont aux fonds d'investissement et les pertes aux AGS. Trouvez-vous cela justifié ?

M. Dominique Chesneau. En disant qu'il convient de considérer les AGS comme un créancier et non comme un « robinet d'indemnisation », il me semble avoir apporté un élément de réponse à votre question. Je vais être encore plus explicite : si l'AGS se trouve en position de créancier, il est normal qu'elle fasse valoir ses droits pour se faire rembourser.

M. André-Paul Bahuon. J'aimerais ajouter un point important concernant le rôle des AGS : il me semble crucial de sensibiliser au fait que l'AGS puisse être investie du contrôle de la procédure. Ce n'est pas simple à mettre en place, mais cela est possible.

Par ailleurs, un projet de loi sur la fraude sociale et fiscale est en cours d'examen. Un amendement introduit par le Sénat prévoit de consacrer expressément

la mission de lutte contre la fraude du régime de garantie des salaires. Cela peut répondre en partie à votre question, madame la rapporteure.

Enfin, il est évident que rien ne justifie la mise en faillite volontaire d'une entreprise fragile : c'est une question morale fondamentale.

M. François Gonnord. Nous partageons entièrement ce point de vue.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. En tant qu'organisations d'employeurs, avez-vous des relations ou des discussions avec les responsables (ou les dirigeants) de fonds d'investissement ?

M. André-Paul Bahuon. Nous avons des contacts, dans le cadre de la création de fonds éthiques. L'U2P, en tant que représentante des TPE, et l'UNAPL, en tant que représentante des professions libérales, s'efforcent de faire entendre leur position à ceux qui veulent bien les écouter. Nous travaillons en particulier sur des problématiques liées à la durée des investissements et au respect du management et des conditions d'exercice professionnel. J'ai la conviction que nos idées cheminent et qu'il nous faut persévérer pour faire en sorte que le monde financier, qui a déjà évolué, par exemple, sur la protection de l'environnement, puisse également considérer la dimension éthique comme un élément de modernité.

M. François Gonnord. Deux adhérents du Medef représentent des fonds d'investissement : France Invest et l'Association française de la gestion financière (AFG). À ma connaissance, nous n'entretenons pas de relations directes avec les fonds d'investissement eux-mêmes puisque, comme je l'ai mentionné auparavant, nous n'intervenons pas dans les dossiers.

En outre, les cas évoqués au cours de cette audition concernent souvent des fonds d'investissement étrangers, alors que nos adhérents représentent des fonds français – ce qui n'interdit pas de s'interroger sur leurs comportements ; je crois qu'ils seront auditionnés à leur tour, ce qui vous laissera tout loisir de leur poser des questions.

M. Dominique Chesneau. Dans un article paru dans *Les Échos* ce matin, intitulé « Transition écologique : comment le *private equity* s'adapte et se transforme », France Invest indique que 80 % de ses membres ont formalisé une politique fondée sur le respect des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) et que 93 % disent pratiquer l'« exclusion sectorielle », qui consiste à écarter du portefeuille d'actifs des participations incompatibles avec ces critères éthiques, environnementaux et sociaux. Cela relève de l'article 8 du règlement 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*, SFDR), qui est en cours de modification. Si ce n'est pas déjà le cas, il me semble nécessaire que le législateur réfléchisse à cette évolution et y participe.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous arrivons au terme de notre audition et je vous remercie pour vos contributions. Nous vous avons invités à nous

adresser par écrit des réponses complémentaires, n'hésitez pas à y ajouter d'autres documents que vous jugeriez utiles pour les travaux de notre commission d'enquête.

*

* *

8. Audition de M. Cyprien Boganda, journaliste (5 février 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous accueillons aujourd'hui M. Cyprien Boganda, journaliste, chef de la rubrique « Éco/social » du quotidien *L'Humanité*. Vous avez publié, en 2015, un ouvrage intitulé *Le Business des faillites*, dans lequel vous dénoncez, selon les termes de votre éditeur, une véritable « industrie de la faillite », dont les fonds d'investissement seraient des acteurs parmi d'autres. En 2023 a paru *L'Empire du cash. Comment les fonds d'investissement rachètent le monde*, où vous décrivez les comportements prédateurs de certains fonds d'investissement, que vous mettez en cause dans la faillite de plusieurs entreprises françaises. Je ne crois pas trahir votre pensée en disant que vous portez sur ces fonds une appréciation globalement négative : vous allez pouvoir à présent la développer en toute clarté et en toute liberté.

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

(M. Cyprien Boganda prête serment.)

M. Cyprien Boganda. Je travaille sur le sujet des fonds d'investissement depuis le milieu des années 2010. Je m'y suis intéressé en relatant le combat judiciaire des salariés français de l'entreprise Lee Cooper, une marque de textile détenue par un important fonds d'investissement américain (*Sun Capital Partners*). À l'époque, un avocat, bon connaisseur du secteur, m'avait conseillé d'étudier l'activité des fonds d'investissement, en me disant, de mémoire, que ces fonds « *font parfois du mal aux entreprises, mais c'est un mal nécessaire. Sans eux, l'économie ne pourrait pas tourner.* ». Cette affirmation constitue le fil des enquêtes que j'ai menées dans le cadre de mes articles pour *L'Humanité* et des deux ouvrages que j'ai publiés. Le premier, sorti en 2015, portait précisément sur les fonds de retournement, alors que le second, paru en 2023, élargissait la focale à l'ensemble des fonds d'investissement. J'ai cherché à décrire la manière dont les fonds grignotent des pans entiers de notre économie et les conséquences de cette prédation pour les entreprises et leurs salariés. Je précise que je me suis principalement intéressé au capital-investissement (*private equity*), c'est-à-dire aux fonds qui investissent dans des entreprises non cotées en Bourse.

L'industrie du capital-investissement n'est pas une création spontanée. Ce secteur se développe en France depuis plus de quarante ans, en partie grâce à l'appui des pouvoirs publics. Les premiers fonds modernes sont apparus aux États-Unis, après la Seconde guerre mondiale, sous l'impulsion du Français Georges Doriot, qui a enseigné le management à Harvard et à qui l'on attribue l'invention des

premiers fonds de capital-risque. Au milieu des années soixante-dix et au cours de la décennie suivante, ces pratiques s'industrialisent et changent de nature : l'objectif n'est plus de s'inscrire dans le temps long, mais de réaliser des retours sur investissement extrêmement rapides avec des mises de départ les plus faibles possibles. Cette époque est marquée par la création des grands fonds américains, toujours actifs aujourd'hui : Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR) en 1976, Bain Capital en 1984, Blackstone en 1985 et Apollo en 1990.

Ces fonds, créés par d'anciens cadres de la finance, utilisent de manière intensive l'instrument du *Leveraged Buy-Out* (LBO), ou rachat avec effet de levier. Le principe consiste à acquérir une entreprise-cible par le biais d'une holding, grâce à un emprunt de la holding qui sera remboursé par la trésorerie générée par la cible. Autrement dit, ce sont les salariés de l'entreprise rachetée qui remboursent la dette par leur travail. L'objectif du fonds est naturellement d'acheter à moindre coût, pour revendre ensuite en dégageant un maximum de profit. Des fonds tels KKR ont bâti des empires en réalisant des « culbutes » considérables, n'hésitant pas à supprimer des dizaines de milliers d'emplois pour garantir la rentabilité de leur investissement.

Le *private equity* fait son apparition en France au milieu des années quatre-vingt, dans le contexte du « tournant de la rigueur ». À l'époque, il n'est plus question de politique keynésienne pour relancer l'économie, mais d'encourager les entreprises à se tourner vers les marchés financiers. Le succès du *private equity* américain fait alors figure de modèle. Le LBO est introduit en droit français par une loi de juillet 1984. La même année naît le principal lobby du secteur, l'Association française des investisseurs en capital (Afic), devenue France Invest en 2018. En 1988, la création d'une niche fiscale autorise les fonds qui rachètent des entreprises en LBO à déduire de l'impôt sur les sociétés une partie des intérêts de l'emprunt. En d'autres termes, les contribuables subventionnent sans le savoir le développement des LBO.

Le secteur croît très rapidement au milieu des années quatre-vingt-dix, avec l'arrivée en France de fonds anglo-saxons considérant notre pays comme une cible de choix, à l'image de BC Partners, Cinven ou CVC Capital Partners. La croissance a été soutenue : entre 2009 et 2024, les montants injectés par les seuls fonds français sont passés de 4,1 milliards d'euros (Md€) à 26 Md€ par an. 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* via leur assurance-vie. De manière générale, la démocratisation de l'accès au capital est l'un des chevaux de bataille de France Invest. Mais il se heurte à une certaine aversion au risque des Français, qui hésitent à investir sur les marchés et restent sans doute marqués par le souvenir vivace des dernières crises financières. France Invest travaille activement à lever ces freins.

Pour entrer dans le détail du fonctionnement des fonds et des effets de l'activité de ces fonds sur l'économie française, il est utile d'évoquer quelques cas concrets. Les fonds d'investissement achètent à bas prix pour revendre le plus cher possible, quelques années plus tard. Durant cette période, qui dure en général de cinq à sept ans, le fonds s'efforce d'accroître la rentabilité de l'entreprise, ce qui peut se traduire par des décisions brutales : cession de filiales, réorganisation du

travail et suppression d'emplois. M. Noël Goutard, ancien associé de LBO France, parlait ainsi d'un « management par la tyrannie du cash ». Les gérants de fonds ont tout intérêt à cette « tyrannie », car leur rémunération (*carried interest*) est un pourcentage de la plus-value réalisée, généralement autour de 20 %.

Le cas de Vivarte, une société qui détenait des marques de textile comme La Halle, André, Kookaï ou Naf Naf, est l'un des plus emblématiques des dégâts causés par les fonds prédateurs. En 2000, une bataille oppose le dirigeant de l'époque, M. Jean-Louis Descours, à un duo d'actionnaires, MM. Nathaniel Rothschild et Guy Wyser-Pratte, qui jugent la stratégie insuffisamment pourvoyeuse de rentabilité. Ils parviennent alors à « débarquer » M. Jean-Louis Descours et le remplacent, à la tête de l'entreprise, par M. Georges Plassat, qui s'est taillé une réputation d'« homme à poigne » qu'illustre cette citation rapportée par Reuters : « Moi, je travaille à la kalachnikov. ».

Le nouveau dirigeant ordonne la fermeture d'une centaine de magasins appartenant à Vivarte et réduit fortement les coûts. En 2004, le fonds français PAI Partners entre au capital et réalise une excellente opération en revendant l'entreprise, trois ans plus tard, au fonds britannique Charterhouse pour 3,5 Md€, soit cinq fois sa mise de départ.

C'est le début de la descente aux enfers pour Vivarte. Le rachat par Charterhouse, par LBO, génère un endettement qui devient incontrôlable, atteignant 2,8 Md€ en 2014. Cette année-là, Vivarte tombe dans les griffes de plusieurs fonds dits « *distressed* », que les syndicalistes préfèrent nommer « fonds vautours » : Oaktree, Alcentra, Babson et Golden Tree. Leur méthode consiste à prendre le pouvoir par la dette : ils rachètent à bas prix la dette d'une entreprise, poussent à une restructuration financière où ils échangent leurs créances contre des actions, puis cherchent à revendre leur participation. Ces fonds accordent à Vivarte un prêt de 500 millions d'euros (M€) à un taux de 11 %. L'affaire se termine très mal : le groupe est démantelé, puis placé en liquidation judiciaire en 2021. Le bilan social est accablant, avec des milliers d'emplois détruits. Les seuls gagnants sont les fonds sortis à temps, comme PAI Partners, et les créanciers du LBO de 2007, qui auraient perçu un milliard d'euros d'intérêts en sept ans. Le manque à gagner pour le Trésor public, du fait des déductions fiscales, est estimé à 400 M€.

Le cas de Verallia est un autre exemple illustrant les méthodes d'optimisation fiscale agressives des fonds d'investissement. Ce fabricant d'emballages de verre pour les produits alimentaires a été racheté en 2015 à Saint-Gobain par le fonds américain Apollo Global Management, l'un des fonds les plus actifs en France. Apollo a récemment indiqué avoir investi environ 15 Md€ dans diverses entreprises françaises et annoncé son intention d'ouvrir un bureau à Paris. Le rachat de Verallia a été effectué au moyen d'un LBO, avec le concours de BPIFrance, anciennement Banque publique d'investissement (BPI), dont le rôle dans cette affaire soulève des interrogations. Cette opération a été peu coûteuse pour Apollo et BPIFrance : en effet, si le rachat s'est élevé à environ 2,5 Md€, Apollo et

BPIFrance ont injecté seulement 226 M€ en capital, le reste provenant de prêts et d'emprunts obligataires.

En 2019, les actionnaires introduisent Verallia en Bourse via une holding installée au Luxembourg et détenue indirectement par Apollo. Le bénéfice dégagé est de 2,7 Md€ cette année-là. La législation luxembourgeoise faisant bien les choses, la holding n'a réglé qu'un peu plus de 0,20 M€ d'impôts, soit un taux d'imposition de 0,007 %. Le lanceur d'alerte Maxime Renahy a ensuite révélé un transfert de plus de 500 M€ de cette holding vers les îles Caïmans, suggérant que les circuits financiers ne s'arrêtent pas au Luxembourg. Il m'a confié avoir été contacté, quelque temps après avoir publié cette information, par un inspecteur l'administration fiscale souhaitant visiblement enquêter sur ce montage financier ; cet inspecteur n'a plus jamais donné de nouvelles depuis.

Je terminerai en évoquant l'élargissement du champ d'action des fonds d'investissement, qui s'attaquent désormais à des secteurs essentiels tels que la santé, qui représente environ cent milliards de dollars d'investissement par an dans le monde. En France, le marché de la santé est attractif pour trois raisons : il est sûr, car les gens continuent de se soigner même en cas de crise ; il est appelé à se développer avec le vieillissement de la population ; il est solvabilisé par la collectivité, puisque plus de 80 % des dépenses de santé sont prises en charge par la sécurité sociale. Un expert me confiait, non sans humour, qu'acquérir une entreprise du secteur revenait, pour un fonds, à « acheter une usine avec un carnet de commandes plein et garanti à 90 % par les contribuables ».

Le groupe Elsan, premier groupe de cliniques privées en France, est ainsi devenu un repère pour les fonds de *private equity*. Depuis que KKR en est l'actionnaire de référence, les salariés décrivent une financiarisation de leur activité, allant de pair avec une dégradation de leurs conditions de travail. Une syndicaliste qui a passé vingt ans dans la même clinique m'a rapporté que les salariés subissent une pression de tous les instants de la part de la direction, qui leur enjoint à faire toujours plus avec toujours moins. Une équipe « Performance » passe de clinique en clinique, tableau Excel et chronomètre à la main, pour rappeler aux soignants la durée, exprimée en minutes, à ne pas dépasser pour effectuer chacune de leurs tâches. La logique de rentabilité conduit à augmenter les tarifs de tout ce qui n'est pas remboursé (par exemple, les chambres ou les places de parking), tandis que les investissements dans l'entretien et la modernisation des locaux ne suivent pas. Les fonds d'investissement, à l'évidence, ne détiennent pas le monopole de la financiarisation de la santé ; mais ils y contribuent fortement, c'est le moins que l'on puisse dire.

Les fonds étrangers s'intéressent aux actifs des laboratoires français de médicaments pour les raisons que j'ai exposées précédemment. Certes, la rentabilité de ces laboratoires n'est pas exceptionnelle, mais détenir ce type d'actif dans son portefeuille représente un gage de stabilité. Deux fonds anglo-saxons ont mis récemment la main sur deux pépites françaises : le fonds britannique BC Partners est en passe de racheter aux laboratoires servier Biogaran, le géant des génériques,

et le fonds américain Clayton, Dubilier & Rice (CD&R) a racheté à Sanofi Opella, le fabricant du Doliprane.

Cette dernière opération cas a suscité une émotion nationale, il y a quelques mois, en raison de l’emblème que constitue le Doliprane et de l’engagement, pris par le Président de la République après la crise sanitaire, de relocaliser la production de paracétamol en France – l’État a d’ailleurs engagé des fonds pour relancer la production de la molécule dans l’usine Seqens en Isère. Les motivations ayant conduit Sanofi à céder sa filiale à CD&R sont parfaitement compréhensibles. En revanche, voir un acteur stratégique passer sous pavillon américain suscite de légitimes inquiétudes : elles portent moins sur la perspective d’une délocalisation à court terme que sur le maintien des emplois, le niveau d’investissement et le risque que CD&R, dans le but de réaliser des économies, décide de s’approvisionner à l’étranger. Le Gouvernement a promis d’infliger des pénalités si CD&R venait à rompre ses engagements, mais il est permis de douter de leur caractère réellement dissuasif. Ce dossier illustre bien le conflit permanent entre la défense de l’intérêt général et la sauvegarde des intérêts financiers.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie de vos propos très argumentés et éclairants. J’aimerais d’abord vous demander quelle méthodologie vous a permis de réaliser ce travail d’enquête dans la durée.

Par ailleurs, avez-vous identifié des schémas récurrents concernant les stratégies de reprise menées par les fonds que vous dénoncez, mais aussi les types de fonds, les cabinets de conseil ou les intermédiaires systématiquement présents ? Quelle est votre appréciation sur le contrôle exercé par les autorités publiques sur ces opérations ?

Enfin, pourriez-vous préciser les critiques que vous formulez à l’encontre des procédures de sauvegarde, de redressement et de liquidation judiciaires que vous avez pu observer ?

M. Cyprien Boganda. J’ai recouru à des méthodes de journalisme classiques. D’une part, j’ai contacté des salariés et des syndicalistes d’entreprises rachetées par des fonds d’investissement. Je suis aussi parvenu, non sans difficulté, à joindre des personnes travaillant directement dans le *private equity*, certaines en activité, d’autres, parfois écœurées, ayant pris leurs distances. J’ai également interrogé des dirigeants de fonds, qui, pour certains, ont répondu aimablement à mes questions et m’ont livré leur vision de ce domaine d’activité, ainsi que des chercheurs, des économistes ou encore des sociologues. D’autre part, j’ai consulté de nombreux documents, des rapports annuels d’entreprise et de fonds d’investissement et, surtout, des rapports d’expertise sur les comptes des entreprises, qui sont de véritables mines d’informations.

Les opérations menées par les fonds d’investissement obéissent en effet à des schémas récurrents. L’objectif est toujours d’acheter un actif le moins cher possible et de le revendre le plus cher possible afin de se rémunérer sur la plus-value. Plusieurs stratégies sont susceptibles d’être mobilisées pour augmenter la valorisation d’une entreprise : on peut ainsi faire grossir l’entreprise par croissance externe ou alors sous-investir, ce qui arrive malheureusement souvent. Les fonds

ont également recours à des stratégies plus agressives et qui relèvent de la prédation financière pure : par exemple, le « *dividend recap* », qui consiste à réendetter une entreprise déjà sous LBO, afin de verser un dividende aux actionnaires. Il y a quelques années, le fonds d'investissement britannique Lion Capital avait ainsi réendetté l'entreprise Picard à hauteur de 88 % pour verser plusieurs centaines de M€ de dividendes.

La stratégie la plus connue est celle du LBO, qui pose de nombreux problèmes. Il serait très exagéré d'affirmer que tous les LBO se terminent par une faillite ou une liquidation judiciaire. Toutefois, une étude de la Banque de France réalisée fin 2023 a montré qu'en Europe, le risque de faillite d'une entreprise sous LBO augmente de 44 %. Pour ma part, je suis persuadé que cette pratique fragilise les entreprises et les salariés, même si l'issue n'est pas inévitablement la faillite. En effet, l'entreprise visée se trouve soumise à une discipline financière drastique, destinée à augmenter la rentabilité le plus vite possible et à tout prix. Cette injonction se répercute à toutes les strates de l'entreprise, depuis le dirigeant, dont l'œil est rivé sur le niveau d'endettement, jusqu'aux salariés, qui observent tous, sans exception, une forte dégradation de leurs conditions de travail, en passant par le directeur d'usine, dont il arrive que la rémunération soit indexée sur la rentabilité de son usine.

Concernant les procédures de contrôle, le problème principal tient au fonctionnement de la justice commerciale. D'après le cabinet Altares, spécialiste des faillites d'entreprise, une entreprise qui se présente devant un tribunal de commerce a neuf chances sur dix de finir en liquidation, immédiatement ou dans les années qui suivent. Des études ont montré que lorsqu'un investisseur reprend une entreprise à la barre d'un tribunal de commerce, 70 % des emplois sont sauvegardés la première année, mais 50 % de ces entreprises reviennent devant le tribunal de commerce dans les cinq ans suivants. La faute n'en incombe pas uniquement à la justice commerciale, puisque les chefs d'entreprise retardent souvent l'échéance et hésitent à se rendre devant les tribunaux de commerce, si bien que les entreprises, lorsqu'elles sont contraintes de s'y présenter, sont souvent déjà très affaiblies.

Une forme d'entre-soi règne au sein de la justice commerciale. En effet, les juges consulaires, qui décident du sort des entreprises, ne sont pas des juges professionnels, mais des chefs d'entreprise élus par leurs pairs pour juger d'autres chefs d'entreprise. Cette situation implique nécessairement l'existence de biais psychologiques. J'ai pu constater, dans les tribunaux de commerce, que lorsque les juges sont amenés à trancher entre deux plans de reprise possibles (l'un consistant en une reprise en société coopérative et participative par les salariés, l'autre en un rachat par un fonds de retournement, par exemple), c'est, de manière quasi systématique, la seconde option qui est retenue, quand bien même elle ne serait pas toujours la plus satisfaisante sur le plan de l'emploi.

Pour éviter de telles situations, plusieurs pistes devraient être explorées. On pourrait, par exemple, associer davantage les salariés aux procédures, car ils ont aujourd'hui le sentiment d'être complètement dépossédés de la décision finale. Il conviendrait également d'exiger des fonds de retournement qu'ils rendent des

comptes, car ils se montrent très peu solidaires lorsque, d'aventure, les entreprises font de nouveau faillite et se retrouvent alors en liquidation judiciaire.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous soulignez que, dans de nombreux cas, le tribunal de commerce opte pour une reprise au plus offrant, au détriment de propositions peut-être plus solides à long terme pour l'activité et l'emploi. Pourriez-vous nous fournir des exemples précis survenus ces dernières années ? Existe-t-il, selon vous, des tribunaux qui posent plus de problèmes que d'autres ?

M. Cyprien Boganda. Je n'ai pas d'exemples de tribunaux qui poseraient plus de problèmes que d'autres. Il s'agit, à mes yeux, d'un problème à caractère systémique. De même, je ne suis pas en mesure de citer des cas dans lesquels le plus offrant a été privilégié au détriment du plus solide. Ils sont néanmoins nombreux et je pourrai vous en fournir des exemples par écrit.

J'ai le sentiment qu'il existe, en France, une forme de « complaisance » vis-à-vis d'un certain nombre de fonds de retournement, dont certains ont fait l'actualité ces derniers mois. Je pense notamment aux fonds Mutares et Greybull, dont le mode opératoire est problématique : soit ils rachètent des entreprises au prix le plus bas possible à la barre des tribunaux de commerce, soit ils les rachètent à de grands groupes, qui ont décidé de s'en débarrasser et externalisent ainsi le coût d'une restructuration. Fermer une usine et licencier du personnel est en effet coûteux, tant sur le plan financier que sur le plan de l'image – surtout lorsque le groupe cédant réalise des bénéfices. Une fois qu'ils ont racheté l'entreprise, il est fréquent que ces fonds ne tiennent pas leurs promesses en termes de financement (ou bien facturent des honoraires exorbitants), sans avoir jamais de comptes à rendre.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Au cours de vos enquêtes, avez-vous pu identifier des risques de collusion de la part de responsables politiques ou publics qui se seraient montrés trop complaisants ou laxistes à l'égard de fonds prédateurs ? Avez-vous repéré, par exemple, d'anciens hauts responsables politiques et publics qui travaillent désormais pour ces fonds d'investissement ou en tirent profit ?

M. Cyprien Boganda. Nous connaissons tous des personnalités politiques qui, après avoir exercé des fonctions gouvernementales, ont ensuite travaillé pour des fonds d'investissement : M. François Fillon, qui a rejoint Tikehau Capital après son échec à l'élection présidentielle de 2017, Mme Nathalie Kosciusko-Morizet, associée senior chez Antin Infrastructure Partners, Mme Fleur Pellerin, qui a créé son propre fonds d'investissement, (Korelya Capital), ou encore Mme Florence Parly, recrutée par Jolt Capital.

Ces évolutions relèvent d'une logique d'intérêts bien compris, qu'il est aisé de comprendre. Pour les responsables politiques, travailler pour un fonds est une manière d'entamer une seconde carrière à la fois stimulante sur le plan intellectuel et très rémunératrice, puisque les émoluments offerts par les fonds sont d'une tout autre ampleur que les salaires touchés dans un cabinet ministériel ou même en tant que ministre – on parle ici de plusieurs centaines de milliers d'euros par an pour un

ancien ministre, sans compter les bonus. Pour les fonds, recruter d'anciens hauts responsables permet d'accéder à leur carnet d'adresses.

En règle générale, les anciens ministres qui travaillent pour des fonds d'investissement ne vont pas réaliser de montages financiers très complexes ni éplucher des comptes d'entreprise. Leur rôle est avant tout un rôle de représentation : ils aident les fonds à ouvrir des marchés à l'international.

Ce phénomène s'apparente au « pantouflage », puisque des responsables politiques décident de faire fructifier dans le privé un capital social qu'ils ont constitué lorsqu'ils exerçaient dans le domaine public. Et cela est naturellement susceptible de créer des situations de conflit d'intérêts. Lorsque Mme Fleur Pellerin a créé son fonds d'investissement, quelques mois après son départ du Gouvernement, la Haute Autorité pour la transparence de la vie publique (HATVP) a donné son accord, en l'assortissant d'une série de conditions – notamment, l'interdiction de faire état de ses anciennes fonctions de ministre. Pourtant, dès sa création, Korelya Capital a levé 200 M€ auprès de l'entreprise coréenne Naver. Une enquête de la HATVP a révélé, par la suite, que madame Pellerin avait noué des relations avec cette entreprise alors qu'elle était encore ministre. Tout cela soulève des interrogations sur de potentiels conflits d'intérêts.

Au-delà des stratégies individuelles de carrière, il est assez certain que, depuis 2017, l'industrie du capital-investissement a bénéficié d'une oreille extrêmement attentive au sommet de l'État. 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. Il en découle une forme de bienveillance de la part des gouvernements successifs vis-à-vis de France Invest, qui s'est traduite par des dispositifs législatifs visant à faciliter l'activité des fonds d'investissement.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quelles sont les entreprises françaises actuellement les plus exposées au risque de prédation par des fonds d'investissement ? Votre réponse pourrait nous aiguiller dans les investigations que nous avons à mener.

M. Cyprien Boganda. La situation des entreprises des secteurs de la santé et du médicament est à suivre de très près.

Les opérations impliquant Biogaran et Sanofi, qui sont des acteurs stratégiques, sont emblématiques. Le Doliprane est le premier médicament vendu dans notre pays, avec trois cent millions de boîtes, et Biogaran représente 30 % du marché des génériques en France. Les enjeux sont donc liés à la fois à la souveraineté sanitaire et à l'empreinte industrielle, puisque Biogaran, par exemple, fait travailler une quarantaine d'industriels sous-traitants.

Les spécialistes que j'ai interrogés, notamment les économistes de la santé Frédéric Bizard et Nathalie Coutinet, des syndicalistes et même des professionnels travaillant avec les investisseurs internationaux, s'accordent à considérer que les

garanties exigées par le Gouvernement sont légères, notamment pour le maintien de l'emploi. Ainsi, CD&R est censé payer cent mille euros par emploi qu'il déciderait de supprimer. Mais, en examinant de plus près ce dispositif, on se rend compte que cela ne concerne que les emplois supprimés par licenciement économique contraint, ce qui est une définition très restrictive. En d'autres termes, si CD&R décide de ne pas remplacer des départs à la retraite ou de recourir à des ruptures conventionnelles collectives, il n'aura rien à payer.

En ce qui concerne Biogaran, les conditions semblent plus contraignantes. Le contenu de la négociation avec le Gouvernement n'a pas été révélé, mais il semble que BC Partners ait dû s'engager à maintenir l'emploi sous peine d'une amende de l'ordre de 10 % du chiffre d'affaires annuel de Biogaran, soit environ 100 M€. Cela peut sembler élevé, mais, pour de tels acteurs qui gèrent des milliards d'euros d'actifs, il n'est pas impossible de provisionner une telle somme. Je ne dis pas que ces fonds vont s'empresse de détruire des emplois ; mais la faiblesse des garanties imposées n'en demeure pas moins surprenante.

Il est également permis de s'interroger sur la montée au capital de BPIFrance. Une série d'affaires récentes montre que, malheureusement, l'entrée de la banque publique au capital d'une entreprise, même à hauteur de 2 % comme dans le cas de Biogaran, ne met pas à l'abri de suppressions d'emplois – on l'a constaté récemment chez Vallourec et Verallia.

Pour ce qui concerne, plus généralement, l'industrie sanitaire et sans noircir le tableau, il y a des raisons d'être inquiet. L'intervention des fonds d'investissement pose un problème de souveraineté évident : lorsque vous confiez à de tels fonds, souvent étrangers, des entreprises qui jouent un rôle stratégique dans cette industrie, vous n'êtes plus maître des outils, ce qui me paraît entrer en contradiction avec les discours martelés depuis la crise sanitaire sur l'indispensable relocalisation de la production de médicaments en France.

Dans un autre domaine, j'aimerais évoquer le cas d'Altice : il s'agit de l'entreprise de M. Patrick Drahi, qui avait racheté SFR, il y a quelques années, au moyen de l'un des plus gros LBO jamais vus en France et dont la restructuration financière en cours fait peser une forte menace sur l'emploi.

D'autres entreprises très endettées sont observées avec beaucoup d'intérêt par des fonds d'investissement étrangers. C'est notamment le cas de Colisée, un groupe de maisons de retraite racheté par un fonds et qui fait face, lui aussi, à une restructuration financière.

M. le président Emmanuel Mandon. Permettez-moi de revenir à une question que j'ai posée précédemment sur les fonds, les cabinets de conseil et les intermédiaires présents dans les opérations de reprise. Leur présence revêt-elle un caractère systématique ?

M. Cyprien Boganda. Vous avez raison de parler de caractère « systématique ». Le monde du *restructuring*, c'est-à-dire les spécialistes du redressement d'entreprise, est un milieu assez restreint en France. On retrouve toujours les mêmes noms dans les dossiers concernant de grandes entreprises en

difficulté. Il y a, sur la place de Paris, une poignée d'administrateurs judiciaires très connus et qui se partagent les dossiers les plus importants. De même, on retrouve toujours plus ou moins les mêmes cabinets d'avocats d'affaires et les mêmes cabinets d'audit, certains cabinets d'audit français étant très réputés.

Qu'il s'agisse d'un petit milieu ne signifie pas que ces personnes travaillent mal. Au contraire, elles sont certainement très compétentes et accomplissent leur mission avec probité. Cependant, la pérennisation d'une entreprise et la sauvegarde de l'emploi à long terme ne sont pas au cœur de leurs préoccupations. Leurs interventions sont brèves : un administrateur judiciaire passe six mois à la tête d'une entreprise pour la redresser, puis il passe à un autre dossier. Il en va de même pour les cabinets d'avocats, les experts-comptables et, bien sûr, les fonds de retournement. Ainsi l'entreprise est restructurée et sauvée à brève échéance – ce qui arrange aussi les pouvoirs publics, parce que la restructuration évite « une casse sociale » immédiate. Mais les chiffres que j'ai mentionnés précédemment le montrent : rien ne garantit que l'entreprise ne se trouvera pas de nouveau en difficulté quatre, cinq ou six ans plus tard. Ce « court-termisme » est, à mon sens, un problème majeur.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'en reviens au Doliprane, dont le fabricant, Opella, a été repris par le fonds d'investissement CD&R. Que pouvez-vous nous dire sur les risques de délocalisation de la production de ce médicament et de suppression d'emplois ? Avez-vous pu consulter les documents relatifs aux conditions de cette cession et, dans l'affirmative, de quelle manière avez-vous procédé ? J'ai moi-même annoncé mon souhait d'effectuer un contrôle sur pièces et sur place sur la cession de Biogaran.

M. Cyprien Boganda. J'ai simplement consulté ce qui a été rendu public. Un communiqué de presse a été publié sur les conditions imposées à CD&R, notamment les cent mille euros qu'il devrait payer par emploi supprimé. J'ai tenté de me rapprocher du ministère de l'économie pour obtenir des détails supplémentaires, mais je n'ai pas eu de réponse.

Les différentes personnes que j'ai interrogées, notamment des syndicalistes et des économistes, estiment que le risque de délocalisation massive est faible à moyen terme. CD&R n'aurait guère d'intérêt à délocaliser la production dans les années qui viennent, parce que les sites de production français sont extrêmement rentables et fonctionnent très bien.

En revanche, ces personnes m'ont fait part de leurs craintes relatives à trois aspects : l'emploi, l'investissement et l'approvisionnement. CD&R n'hésite pas, quand il l'estime nécessaire pour ses intérêts, à procéder à d'importantes suppressions d'emplois. En 2021, il a racheté une grande chaîne britannique de supermarchés (Morrisons), ce qui avait causé un certain émoi. Quelques années plus tard, il a supprimé environ trois cents emplois.

L'autre risque, qui n'est qu'une hypothèse, est celui d'un sous-investissement dans les sites de production, dans une perspective de réduction des coûts. Les conséquences de ce sous-investissement seront supportées par le prochain acquéreur : lorsque CD&R revendra l'entreprise (et il ne manquera pas de

le faire), le repreneur pourrait avoir du mal à réaliser une plus-value facilement du fait de sites de production délaissés, donc moins performants. À ce moment-là, le risque de délocalisation sera plus élevé.

Pour ce qui a trait à l'approvisionnement, tous les experts que j'ai consultés estiment que les pénalités annoncées, que ce soit pour le Doliprane ou pour Biogaran, sont peu dissuasives. Aussi, rien ne garantit que l'approvisionnement restera français dans les années à venir.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour vos éclairages. Je pense que nous avons bien pris la mesure de votre investissement personnel et des questionnements que vous avez soulevés. Vous pourrez compléter vos réponses par écrit, dans le cadre du questionnaire qui vous a été adressé dans la perspective de cette audition.

*

* *

9. Audition de MM. Christophe Nijdam, membre du collège consultatif de l'Autorité bancaire européenne, et Didier Testot, directeur du média La Bourse et la Vie TV (12 février 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous commençons nos travaux de la matinée par l'audition de monsieur Christophe Nijdam et monsieur Didier Testot, auxquels je souhaite la bienvenue en notre nom à tous.

Au-delà de la diversité de vos parcours professionnels, une préoccupation commune vous rassemble : analyser les mécanismes financiers dans toute leur complexité, en vue de fournir une information complète à un large public et proposer des améliorations et des réformes. C'est là faire œuvre utile et nécessaire : la sophistication croissante des instruments financiers crée en effet une impression d'inconnu, voire de mystère, et grand public est dissuadé de s'intéresser à des évolutions dont les effets, pourtant, le concernent directement. De plus, comme toujours, le mystère engendre la suspicion et favorise la tendance naturelle à la simplification idéologique.

Monsieur Nijdam, vous avez occupé d'importantes responsabilités dans le secteur bancaire avant d'entreprendre une carrière d'analyste financier. Vous êtes membre du collège consultatif de l'Autorité bancaire européenne (ABE) et du conseil scientifique de l'Institut pour l'éducation financière du public (IEFP), présidé par M. Christian Noyer, gouverneur honoraire de la Banque de France. Vous vous attachez à développer l'éducation financière, partant du constat qu'on « *ne peut pas laisser une minorité de la société tirer avantage de sa position en faisant croire que les choses sont très compliquées* » : il y a là un enjeu démocratique sur lequel je vous rejoins pleinement. Il me paraît urgent de s'en préoccuper dès l'école, sujet sur lequel j'ai eu l'occasion d'interroger le Gouvernement. Parmi les illustrations concrètes de votre engagement figure un livre au titre évocateur, *La Finance pour les nuls en 50 notions clés*.

Englobez-vous tous les fonds d'investissement dans un ensemble unique ou pensez-vous possible de définir plusieurs catégories et, si oui, selon quels critères ? Quelle appréciation portez-vous sur l'information à la disposition du public concernant les fonds d'investissement ? Dans la mesure où vous déclarez ne pas croire à la capacité d'autorégulation du système financier, donc des fonds d'investissement, quelles dispositions vous paraîtrait-il opportun de prendre en faveur de nouvelles régulations ? Quel est votre regard sur l'action de l'Union européenne en matière de fonds d'investissement ?

Monsieur Testot, vous avez été journaliste financier au *Figaro* et à *La Tribune*. En 2008, vous avez fondé une société prestataire de services audiovisuels (La Bourse et la Vie TV), qui déploie une intense activité d'information sur l'activité économique et financière et met à la disposition des entreprises une « palette de services audiovisuels sur mesure ». Depuis vos débuts en tant que journaliste économique (1989), vous avez, selon les termes mêmes de votre site internet, « accumulé une connaissance approfondie des stratégies des entreprises et de leurs dirigeants ». Si des fonds d'investissement recourent à des services du type de ceux que vous offrez, sous quelles formes le font-ils et avec quels objectifs ? Comment caractériseriez-vous l'action des fonds d'investissement dans l'économie française ? Comment décririez-vous l'attitude du monde des entreprises à l'égard des fonds d'investissement ? L'information sur les fonds d'investissement à destination du public vous paraît-elle favoriser ou, au contraire, compromettre la claire compréhension de leur fonctionnement ?

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

(M. Christophe Nijdam et M. Didier Testot prêtent serment.)

M. Christophe Nijdam, membre du collège consultatif de l'Autorité bancaire européenne. Je précise immédiatement que je m'exprimerai ici en mon nom personnel : je ne représente aucune des institutions et sociétés au sein desquelles j'exerce des mandats. Je concentrerai mon propos sur les opérations de rachat avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO) et, dans une moindre mesure, sur les *hedge funds*.

Voilà plus d'une quarantaine d'années que je baigne dans la financiarisation de l'économie, dont les excès se font vivement ressentir depuis la grande crise financière de 2007-2008. J'ai été membre du conseil d'administration d'une entreprise ayant fait l'objet en 1984 de l'un des tout premiers LBO sur le marché français. Réel succès, il a donné lieu à une cession industrielle six ans plus tard. Par la suite, en tant que directeur général, aux États-Unis, d'une banque moyenne, filiale de Paribas, j'ai participé à une dizaine de prêts syndiqués, mis en place par les banques américaines pour emprunter auprès de banques étrangères en vue d'importants LBO dont, en 1989, l'opération record pour RJR Nabisco qui portait sur plus de 30 milliards de dollars. Ces prêts au titre des LBO représentaient alors 10 % du bilan placé sous ma responsabilité directe et les risques qui étaient attachés

étaient, vous l'imaginez, surveillés comme du lait sur le feu. Fort de mon expérience pratique des LBO, j'ai dispensé des enseignements portant sur ce sujet à Sciences-Po Paris et à la Société française des analystes financiers (Sfaf).

Ayant à cœur l'intérêt général, je porte un regard critique sur certaines dérives de ces montages et laisserai le soin aux représentants de France Invest de vous présenter les bienfaits de ces opérations en leur qualité de membres de l'association professionnelle représentant les intérêts catégoriels du secteur du capital-investissement.

Commençons par examiner les modes de financement des entreprises aux différentes étapes de leur cycle de vie. Pour une start-up, au démarrage de son activité, le risque économique réside dans l'effet ciseaux entre recettes et charges fixes : il est tellement élevé que les fonds propres s'imposent comme mode de financement. Ce risque diminue quand elle arrive à maturité, puisqu'elle a alors largement dépassé son « point mort » : ses fonds propres peuvent alors être libérés et être remplacés par de la dette. Autrement dit, dans un premier temps, les charges fixes d'exploitation conduisent l'entrepreneur à réfléchir à deux fois avant d'engager certaines dépenses ; puis les charges financières le mettent sous tension dans la gestion de ses dépenses et de ses investissements : c'est ce qu'on appelle le « pouvoir disciplinaire de la dette », qui est destiné à éviter le gaspillage économique des entreprises dont la trésorerie est pléthorique.

Quatre types de capital-investissement (*private equity*) correspondent aux quatre différentes étapes du cycle de vie d'une entreprise. Au moment de sa création, elle se finance grâce au capital-risque (*venture capital*). Quand elle se développe, elle fait appel au capital-développement (*growth capital*). C'est quand elle parvient à la phase de sa maturité que doivent normalement être organisées les opérations de LBO, qui relèvent du capital-transmission (*replacement capital*). Si elle connaît un déclin, l'investissement passera par le capital-retournement (*turnaround capital*), qui constitue la forme la plus risquée, du point de vue de l'investisseur, avec le capital-risque.

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 entraîné par la crise des fonds propres des entreprises des technologies, des médias et des télécommunications (TMT). Il a entraîné des pertes chez les investisseurs institutionnels, qu'il s'agisse de leurs placements boursiers directs ou de leurs placements indirects dans des fonds de capital-investissement (plus précisément, sur le segment du capital-risque). Ces investisseurs ont ensuite reporté leurs investissements en argent frais (*new money*) vers le secteur du capital-transmission et les LBO, opérations supposées être moins risquées et bénéficiant, pour leurs performances financières, de l'effet mécanique de la dette.

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. Dans un premier temps, la grande crise financière de 2007-2008 a gelé ces opérations. Dans un second temps,

elles ont été redynamisées : d'une part, par les injections de liquidités auxquelles ont procédé les banques centrales afin d'éviter l'effondrement du système bancaire international ; d'autre part, par les fameux « assouplissements quantitatifs » (*quantitative easings*), qui ont eu pour résultat des taux d'intérêt nuls (ou presque). D'un côté, les fonds de LBO ont pu, grâce à ces taux bas, financer la dette des sociétés-cibles, qu'il s'agisse de la dette bancaire ou d'obligations dites « à haut rendement » (*junk bonds*) ; de l'autre, les investisseurs institutionnels ont investi dans les fonds de LBO, à la recherche de rendements ("*search for yield*", comme on dit dans le métier) plus élevés que ceux de leurs placements institutionnels, notamment obligataires, qui étaient tombés très bas.

L'inflation de 2022 et 2023 a été le grain de sable qui a grippé la machine trop parfaitement huilée des LBO. Le mécanisme financier d'actualisation des flux de trésorerie disponibles d'une entreprise s'est logiquement inversé sous la pression inflationniste : leur valeur a baissé avec l'augmentation des taux d'intérêt. Certaines opérations de LBO, montées sur des valorisations excessives en haut de cycle financier, se sont retrouvées surévaluées. Des fonds ont alors connu la situation inconfortable de ne plus pouvoir céder leurs cibles en réalisant les plus-values espérées. Des comportements malsains ont commencé à se répandre dans le secteur, autour de la stratégie du "*extend-and-pretend*" et de la pratique des *continuation funds*.

La part des LBO dans les opérations de fusions-acquisitions (*mergers and acquisitions*, M & A) se situe entre 15 % et 20 % (contre 3 % en 2000). Cette tendance, qui s'était accentuée avec la crise financière et avait atteint des sommets avec les taux bas, s'est stabilisée à un niveau très élevé, malgré le ralentissement récent des marchés.

Pour cerner le poids des LBO et des *hedge funds* dans le portefeuille des investisseurs institutionnels français, je vais vous fournir quelques chiffres issus de l'enquête annuelle de l'Association française des investisseurs institutionnels (AF2I), dont j'ai été délégué général. Les montants déclarés par ses membres représentent 2 400 milliards d'euros (Md€) sur les 3 300 Md€ que couvre le marché français de l'investissement institutionnel. Au sein du capital-investissement, la part investie dans les fonds de LBO est d'environ 16 Md€ et celle dédiée aux *hedge funds*, de 5 Md€. Ces chiffres remontent à 2021, mais ils n'ont pas dû beaucoup évoluer, compte tenu des rythmes observés dans les changements de portefeuille des investisseurs institutionnels – rythmes qui s'approchent plus de la vitesse de croisière d'un paquebot ou d'un porte-conteneurs que de celle d'un Riva ou d'un Zodiac...

LBO et *hedge funds* sont des outils financiers distincts, mais ils partagent une logique de maximisation des rendements par effet de levier et prise de risques, dont les conséquences potentielles sont importantes au regard de la stabilité économique et de l'intérêt général.

Quels principes d'orthodoxie doivent être respectés pour assurer la réussite d'un LBO ? Ce sont des principes 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 ("*other people's money*", comme on dit).

Le LBO doit s'analyser financièrement comme l'escompte de dividendes de l'entreprise-cible, base du remboursement de la dette par la holding d'acquisition. Cela implique que cette entreprise ait des flux de trésorerie (*cash-flows*) remplissant quatre critères (être élevés, stables, récurrents et prévisibles) afin de permettre de faire face à un échéancier de remboursement comportant des amortissements réguliers. Si le remboursement de la dette dépend de la croissance, c'est que les créanciers ont pris un risque malsain, car la croissance peut n'être pas au rendez-vous.

En outre, c'est aux actionnaires qu'il revient de prendre des risques sur la croissance. La cible doit donc être très rentable, mais à faible croissance. La croissance exige en effet des dépenses d'investissement (*capital expenditures*, Capex) et génère un besoin en fonds de roulement pour répondre à l'augmentation des stocks et des comptes clients. Cela limite pour la holding les flux de trésorerie requis pour le remboursement de la dette. Il est donc nécessaire de choisir une cible opérant dans un secteur économique très stable et peu exposé aux risques majeurs suivants : la cyclicité économique, la rupture technologique, la variation du prix des matières des premières et, risque qui n'est pas des moindres, la mondialisation (en d'autres termes, la concurrence des pays à faible coût de main-d'œuvre).

Les LBO, s'ils peuvent constituer de bonnes opérations quand ils répondent à des principes d'orthodoxie, sont aussi susceptibles de dériver. Je pense en particulier aux LBO en série : LBO secondaires, tertiaires, quaternaires... voire sénaires – je connais l'exemple d'une entreprise qui en est à son sixième LBO. Pour comprendre ce phénomène, il faut se pencher sur les stratégies de sortie dont disposent les investisseurs pour monétiser les plus-values. Les deux premières reposent sur l'introduction en Bourse et la recapitalisation, solutions présentant les inconvénients de ne permettre que des sorties partielles et d'exposer l'investisseur à la cyclicité, ainsi qu'à la bonne tenue, de la Bourse et des marchés de la dette. La troisième stratégie est la cession industrielle, qui devrait être le débouché le plus naturel. La quatrième est la cession financière à un autre fonds de *private equity*, autrement dit à un autre fonds de LBO, ce qui permet une sortie plus rapide et surtout totale.

Le problème est que la pression concurrentielle s'exerce non seulement à l'entrée, mais aussi à la sortie. Quand il y a trop d'argent face à des cibles insuffisantes, le prix d'entrée augmente et les LBO commencent à s'écarter de l'orthodoxie. Pour la sortie, 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*.

Les LBO en série se sont donc imposés comme la solution de facilité et qu'ils aient pris le pas sur les cessions industrielles est symptomatique. Je prends un exemple fictif pour faire comprendre la perversité de ces mécanismes : un fonds A revend deux ans plus tard au fonds B, qui revend dix-huit mois plus tard au fonds C, qui revend l'année suivante au fonds A ! L'échange de bons procédés à des prix de convenance guette, à l'instar de l'endogamie endémique observée chez les marchands de biens parisiens au début des années quatre-vingt-dix. Pour ne rien gâcher, ces LBO en série s'accompagnent de « coûts de frottement » transactionnels : les commissions prises par le fonds augmentent pour faire vivre tout un aréopage de conseils, qui ne sont évidemment pas les payeurs. Se met donc en place un véritable écosystème qui exige, pour payer tous les gens ayant pris part au montage des opérations, de sabrer toujours plus dans les dépenses des sociétés-cibles. C'est ainsi que les fonds se livrant aux LBO en série se transforment chroniquement en *cost killers*. Leurs équipes dirigeantes se font exécutrices de basses œuvres en supprimant des emplois, incitées qu'elles sont par les *management packages*, devenus pour certains parfaitement indécents. Une catégorie est grassement payée pour dégraisser une autre, qui n'a rien d'un mammouth.

Les rachats en série sont devenus la colonne vertébrale du marché des sorties de LBO : en Europe, leur part se maintient bien au-delà de la moitié des opérations de LBO, ce qui est colossal.

Je termine en précisant que, dans le cadre des LBO en série, les commissions versées au titre du montage à tout l'aréopage s'élèvent à 2 %, voire 2,5 % de la valeur de l'entreprise-cible et que s'y ajoutent des commissions équivalentes au titre du financement de la dette par LBO.

La société que j'évoquais, qui en est à son sixième LBO, est Cerba Healthcare, propriétaire des laboratoires biologiques bien connus sous le nom de Cerballiance. Pour le cinquième LBO, la valorisation était de 1,8 Md€ ; quatre ans plus tard, en 2021, le sixième s'est fait sur une valorisation à 4,5 Md€. Ces chiffres laissent deviner l'ampleur des coûts de friction successifs, autrement dit les sommes dégagées pour rémunérer les différents conseils, les audits, les fiscalistes, les cabinets stratégiques. Elles représentent environ 3 % de la valeur moyenne, qu'on peut estimer à 2 Md€. Si l'on multiplie par six, cela fait 18 %, disons 15 % en arrondissant à la baisse, soit 300 millions d'euros (M€) au total. Autrement dit, au terme des six LBO, 300 M€ ont dû être secrétés par l'activité de l'entreprise, ce qui est colossal.

M. Didier Testot, directeur du média La Bourse et la Vie TV. Je souhaiterais évoquer la mésaventure qu'ont connue de nombreuses entreprises françaises, notamment des PME, à la Bourse de Paris. Cet épisode a eu des conséquences pour certaines collectivités territoriales confrontées à des fonds d'investissement. En juin 2024, j'ai publié, sur le site que je dirige, un documentaire exclusif, intitulé « Les dessous de la faillite de Pharmasimple », qui mettait en lumière les agissements d'un fonds situé aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Dubaï et au Luxembourg. Pharmasimple était une société cotée à la Bourse de Paris, dirigée par monsieur Michael Willems, qui a déposé plusieurs plaintes en France et en Belgique contre le fonds Alpha Blue Ocean (ABO). Depuis, rien n'a arrêté cette

équipe de financiers, laquelle compte dans ses rangs un ancien joueur de poker, qui, au moment où nous parlons, est peut-être devant sa piscine aux Bahamas ou à Dubaï. La commission d'enquête pourrait interroger Michael Willems, lanceur d'alerte qui a recueilli le plus d'informations sur cette prédation de nos entreprises tricolores.

Vous connaissez certains dossiers comme ceux de la Fonderie de Bretagne et des Forges de Tarbes, entreprises financées par l'officine Eurosplasma, dont les agissements ont été mis en lumière par la presse régionale ou nationale. Le dernier cas à avoir fait l'actualité est la reprise de Brandt par Metavisio, financée par la même équipe. Je suis la Bourse de Paris depuis trente-sept ans, j'ai été porte-parole de la commission des opérations de Bourse (COB), ancien gendarme de la Bourse – un poste qui m'a permis d'être témoin de nombreuses escroqueries – et je puis vous assurer que le scandale financier de ces dernières années est majeur : les États-Unis ont eu Bernard Madoff et la France a des officines, situées dans les beaux quartiers de Paris, notamment le VIII^e arrondissement, qui ont développé une stratégie, une sorte de martingale consistant à identifier, depuis Dubaï, les Bahamas, les îles Caïmans ou le Luxembourg, des entreprises cotées en Bourse en proie à des difficultés financières. Elles leur proposent des solutions séduisantes sur le papier, mais qui les ont toutes conduites à sombrer, si bien qu'elles sont devenues des sociétés zombies, parfois dirigées par des hommes de paille. Presque soixante entreprises françaises sont concernées ! La Bourse de Paris n'est pas plus sûre que les casinos de Macao. Des entreprises de *biotech* ont été ciblées, car elles ont besoin de financements importants et réguliers.

Personne, dans le milieu de la Bourse de Paris (banquiers, *brokers* ou acteurs des sociétés de gestion), ne peut ignorer ce qui s'est passé, compte tenu du nombre d'entreprises concernées. Parmi elles, certaines ont fait faillite comme Pharnext. Les actionnaires du groupe Auplata, qui exploite des mines d'or en Guyane, ont été spoliés par des investisseurs, dont Europlasma. On trouve également une société, Global Energie, qui travaillait sur le carburant durable d'aviation (CDA), ou Haffner Energy, qui évolue dans l'hydrogène. Il s'agit d'un vrai cataclysme pour la Bourse de Paris. Pourtant, lorsque l'on consulte les sites des fonds, on y lit des interviews très positives de leurs dirigeants. Ces derniers affirment être indispensables aux entreprises, lesquelles ne trouveraient pas à se financer sans eux.

Les produits financiers utilisés sont des obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa) : ils combinent des obligations convertibles en actions en moins de trois ans et des bons de souscription d'actions, émis par les sociétés. Ils sont présentés comme un substitut au financement bancaire adapté aux besoins des sociétés, un moyen idéal pour que les projets entrepreneuriaux risqués parviennent à lever du capital. Ils existent depuis près de vingt ans aux États-Unis – comme toujours, ce type d'instrument arrive plus tard en Europe.

Dans un fonctionnement normal, quand le créancier sérieux d'une entreprise propose une solution de cette nature, il attend que la société puisse percevoir un retour sur ses investissements (développement de nouvelles productions ou de moyens permettant d'honorer des commandes) avant de se faire

rembourser. Dans le système construit depuis ces lieux exotiques, les fonds ciblent des entreprises et leur proposent des Ocabsa en présentant le financement comme non remboursable par la société : ce sont les actionnaires de ces entreprises, cotées à la Bourse de Paris, qui assument *in fine* le remboursement par la dilution des cours de Bourse. Ce schéma n'a pas concerné une seule entreprise, mais toutes celles qui ont été citées. Malgré une communication financière positive, qui met par exemple en avant des projets de développement, leurs cours de Bourse se sont systématiquement effondrés. Il s'agit donc, ni plus ni moins, pour mener ces opérations à bien, que de faire la chasse aux entreprises en difficulté et à leurs dirigeants.

Dans le dossier de la reprise de Brandt, la société Metavisio, qui a fait appel à ABO, a vu son cours de Bourse plonger de 97 % en un an : au fur et à mesure de cette dilution, la société a perdu l'intégralité de sa valeur, alors qu'elle était présentée comme candidate à la reprise du site industriel de Brandt et à la relance de son activité. Il apparaît clairement qu'elle ne représente pas une option viable.

On peut se demander comment de telles opérations peuvent avoir lieu à la Bourse de Paris, marché reconnu et régulé, qui a une histoire et où sont cotés de grands groupes du CAC40 et des PME ayant réussi leur développement. Il faut reconnaître que la présentation des fonds est bien faite, comme l'est le démarchage des dirigeants d'entreprise lors d'événements parisiens. Des acteurs du monde de l'entreprise m'ont parfois signalé la présence de dirigeants de ces fonds à des manifestations qu'ils sponsorisaient pour rencontrer des PME françaises : leur démarchage peut se révéler très agressif. Si vous suivez l'actualité américaine, vous avez forcément entendu parler des fichiers Epstein, dans lesquels il apparaît que de grands dirigeants n'ont pas pu résister à l'« Île de la tentation ». 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.

Pour Pharmasimple, un financement de 200 M€ avait été annoncé à la Bourse de Paris et aux actionnaires, mais il n'a jamais vu le jour. Des actionnaires individuels et des dirigeants d'entreprise peuvent se réjouir à la lecture de communiqués, de présentations marketing ou de discours des dirigeants de ces entités, alors que tout n'est qu'illusion. Les fonds réussissent à signer des contrats de financement de grande ampleur, ils dégagent des revenus immédiats grâce à leurs cabinets d'avocats, puis le cours de Bourse se dilue et certains actionnaires perdent beaucoup d'argent. Dans des cas comme celui de Metavisio, le nombre d'actions en circulation peut être multiplié par cent, mille, dix milles ou cent milles, si bien que l'action perd toute valeur. Le contrat démarre immédiatement, les titres sont vendus et la dilution s'enclenche : cela s'est produit pour Metavisio, comme pour l'ensemble des soixante sociétés concernées. Le fonds se présente comme le financeur, donc comme le sauveur des entreprises françaises, alors qu'il a récupéré

de l'argent et ruiné les actionnaires ; les dirigeants des entreprises sont remplacés, comme on l'a vu régulièrement avec Europlasma.

Dans le secteur de la *biotech*, une société a plus d'actions que le groupe Air Liquide, dont le chiffre d'affaires est de plusieurs milliards d'euros : elle vaut aujourd'hui 560 euros, alors que des milliards d'actions sont en circulation.

On peut se poser la question du rôle des autorités financières, puisqu'une seule sanction a été prononcée à ce jour, dans le dossier Auplata. Or le détournement d'un mécanisme légal, celui des Ocabsa, s'apparente à un abus de bien social et à une escroquerie : c'est comme si je vous prêtais cinquante mille euros, monsieur le président, mais avec votre propre argent... Face aux manipulations de marché, le parquet national financier (PNF) a reçu une plainte au pénal en 2024 : nous sommes en 2026 et aucun juge n'a été saisi de ce dossier.

C'est l'argent des épargnants français dont il s'agit ; ce ne sont pas des milliardaires, ce sont des gens qui travaillent et qui décident d'épargner pour leur famille et leurs enfants. L'un d'eux a perdu 320 000 euros et n'a aucun espoir, sauf celui de la justice, de récupérer cette somme. Les fonds n'ont jamais eu l'argent : le petit actionnaire est assuré de perdre ses économies.

Les mécanismes existants ont été détournés au profit de ces officines exotiques et l'argent des actionnaires des entreprises a été capté : il ne s'agit pas d'une pratique légale, mais du détournement d'un instrument légal. L'Autorité des marchés financiers (AMF) a pu croire, dans un premier temps, que ces officines possédaient les fonds suffisants pour tenir les promesses faites aux entreprises. Mais quelqu'un de sensé pourrait-il expliquer pourquoi ces entreprises ne valent plus rien ? En outre, l'activité de la Fonderie de Bretagne et des Forges de Tarbes touche à la défense nationale, ce qui rend le laisser faire inacceptable.

Je pense à tous ces patrons de PME qui se battent tous les jours pour leur entreprise, malgré les contraintes que nous connaissons en France. Ceux qui ont agi sur les soixante entreprises ne représentent pas un pays, ils sont membres d'une équipe de quelques personnes : des jeunes, âgés d'environ trente-cinq ans, très intelligents, sont capables de ruiner des milliers d'actionnaires, de détruire des entreprises et des emplois, au vu et au su de tout le monde, avec des fonds dont on ignore la provenance et depuis les Bahamas pour le climat, les Caïmans et le Luxembourg pour les sociétés-écrans et Dubaï pour la couverture.

Je crois encore en l'intelligence collective : la Bourse, c'est la vie des entreprises, lesquelles sont des aventures humaines. Nous avons besoin, au sein de nos régions, de PME et d'entreprises de taille intermédiaire (ETI) qui créent de l'emploi. Cette semaine, l'un des fondateurs de fonds a partagé une photo sur laquelle il se trouve devant sa piscine avec le président des Bahamas : je l'ai vue comme un bras d'honneur fait à notre pays. Jusqu'à présent, la France n'a pas été capable de réagir : l'AMF n'a prononcé qu'une seule sanction, Bercy et Tracfin n'ont fait aucun commentaire et le PNF regarde ailleurs. Or, si nous laissons nos entreprises et leurs actionnaires seuls face à ces fonds, qui continuent d'agir au moment où nous parlons, le financement de ces entreprises ne se fera plus à la Bourse de Paris : cette évolution est déjà en cours. L'un des dirigeants de cette

équipe est interdit de sortie du territoire de Dubaï et sa carte d'identité a été confisquée. En France, ce scandale financier n'intéresse personne, sauf la presse.

Ces fonds ont de l'argent : ils ont essayé, sans y parvenir, d'interdire la vidéo publiée sur mon site, ils ont tenté d'intervenir auprès de la presse et ils ont récemment diffusé, sur certains sites complotistes, une vidéo bidon dans laquelle ils attaquent la presse française en l'accusant d'inventer des scandales financiers. Je n'ai jamais vu cela en trente-sept ans que je suis la Bourse ; pourtant, ça continue. L'équipe qui a sévi en France s'est également implantée en Espagne et dans d'autres pays, où elle agit sur les marchés financiers. Elle a toutefois été sanctionnée en Norvège par une autorité de régulation.

M. le président Emmanuel Mandon. Je comptais vous interroger – mais vous avez déjà apporté des éléments de réponse – sur la portée d'un article du *Financial Times* qui indiquait que de nombreux fonds spéculatifs s'intéressaient à des entreprises françaises : on disait ces dernières, actuellement sous le contrôle de fonds de capital-investissement, fortement endettées (I. Johnston, "Hedge funds circle distressed French private equity-owned companies", 9 juin 2025).

M. Didier Testot. Dans l'affaire dont je vous ai parlé, les acteurs ne sont pas des fonds spéculatifs, mais des sociétés qui proposent de financer des entreprises sans avoir l'argent qu'elles prétendent posséder. Il s'agit, à ce titre, d'un détournement, réalisé au détriment de soixante entreprises selon un schéma similaire. Si une banque classique faisait cela, elle serait attaquée au pénal.

Dans le dossier Europlasma, que connaît notamment le député Aurélien Saintoul, rien n'a été produit jusqu'à présent. À chaque fois, le processus est le même : la communication officielle reste positive et présente des projets, mais les actionnaires finissent ruinés. Cette situation mine la confiance, alors que l'économie a besoin que les Français investissent leur épargne en Bourse pour être financée. Le capital-investissement a pris une place importante, notamment parce que les gens ont peur de la Bourse et lui préfèrent même parfois les cryptomonnaies. C'est un problème, car les PME attendent cet argent pour se développer et devenir des ETI, par exemple.

M. le président Emmanuel Mandon. Monsieur Nijdam, vous avez décrit le mouvement de régulation du secteur bancaire qui a suivi la crise des *subprimes*. Faut-il envisager d'encadrer plus strictement l'activité des fonds, qu'il s'agisse de fonds de capital-investissement ou de fonds spéculatifs investissant sur les marchés financiers ?

M. Christophe Nijdam. Ce qu'a évoqué monsieur Testot concerne un instrument particulier et toxique, utilisé par des escrocs : les Ocabsa. Il ne faut pas les confondre avec les LBO, ni les assimiler à l'ensemble des fonds de capital-investissement. Monsieur Testot nous a décrit un véritable scandale, mais il a traité à une activité particulière : il ne faut pas tout mettre dans le même sac.

Cela fait une quinzaine d'années que je suis, en tant qu'acteur ou observateur, la régulation financière déployée à la suite de la grande crise des années 2007 et 2008 : j'ai d'abord été analyste bancaire, puis j'ai dirigé l'ONG

Finance Watch, dont la devise est de « mettre la finance au service de la société », et je suis actuellement membre du collège consultatif de l'ABE.

J'attire l'attention sur le fait que je n'ai jamais vu, en quinze ans, un élan politique aussi puissant en faveur de la dérégulation : l'élection du président Trump et le *Brexit* ont été des facteurs importants en la matière. Sous couvert de « simplification », de « dérégulation », de « compétitivité des banques », de « proportionnalité des régulations » et autres expressions à la mode, nous sommes en train de déréguler. Si l'histoire ne se répète jamais à l'identique, les répliques sont néanmoins toujours pires : en ayant cet enseignement à l'esprit, il ne faut pas oublier que la crise des *subprimes* est liée à une dérégulation américaine... En effet, il avait été mis fin à la séparation entre banques d'affaires et banques de dépôt (la loi Gramm-Leach-Bliley a remplacé, en 1999, la législation Glass-Steagall, qui avait pourtant fait la preuve de son efficacité en soixante-six ans d'existence) et, deux ans avant la crise, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), c'est-à-dire l'AMF américaine, avait relâché le ratio de levier, ratio-clé pour les banques d'affaires. Cette politique a conduit à la crise des *subprimes*.

J'ai aimé être banquier ; mais il y a trop d'argent dans ce secteur et l'argent rend fou. Cette réalité explique également la survenue de la crise des *subprimes*. Dans le contexte de la financiarisation intervenue depuis une quarantaine d'années, l'éthique et la morale sont parties à vau-l'eau : il y a des exemples comme ceux qu'a cités monsieur Testot, mais il y a aussi la crise de moralité qui a conduit à celle des *subprimes*.

La dérégulation actuelle obéit à de mauvais desseins. Dans les réponses que je vous transmettrai par écrit, j'élaborerai davantage les mesures qu'il conviendrait de prendre. La dette par LBO engendre des frais financiers, qui sont déductibles fiscalement, ce qui signifie que c'est l'État qui subventionne ces rachats ; or l'État, c'est nous, les contribuables. Un mécanisme de limitation des frais financiers attachés aux LBO a, certes, été déployé, mais il y aurait lieu d'aller plus loin. Cela me choque qu'il y ait des « trous fiscaux » comme la déductibilité des frais financiers, alors que l'on cherche partout des recettes budgétaires. De même, la fiscalité applicable à l'outil d'intéressement au capital des cadres et des dirigeants (*management package*) vient d'être assouplie, par le projet de loi de finances pour 2026, pour les dirigeants de LBO réinvestissant dans un nouveau LBO. J'espère que vous avez compris que le LBO supplémentaire affaiblirait encore l'entreprise du fait du nombre élevé d'intervenants : je ne comprends donc pas le relâchement de la fiscalité attachée à cet outil d'intéressement des cadres et des dirigeants.

Le « régime Arthuis » de 2008 sur l'intéressement aux plus-values (*carried interest*) des gérants de fonds de LBO prévoit une fiscalisation de ces revenus calquée sur la *flat tax*, alors qu'il s'agit de bonus, qui devraient être soumis au taux marginal de l'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP).

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous remercie pour vos témoignages extrêmement précieux, car assis sur une connaissance interne et fine du monde de la finance.

Il me semble qu'il n'y a eu aucune mission parlementaire sur les fonds d'investissement et les potentielles conséquences négatives de leur action : cette commission d'enquête défriche donc un domaine qui n'avait jamais été étudié à l'Assemblée nationale.

Comme vous le dites, si tous les LBO ne sont pas mauvais, certains d'entre eux causent néanmoins des dégâts importants. Notre cible est la prédation des entreprises françaises par deux des quatre moyens que vous avez présentés : celui du LBO, pendant la phase de maturité, et celui des fonds de retournement, pendant la phase de déclin. J'ajoute désormais les Ocabsa, dans lesquelles on trouve des fonds de capital-investissement comme ABO. Nous nous intéressons à Mutares, qui pratique le retournement d'entreprises, à ABO, qui utilise les Ocabsa, et à BC Partners, qui vient d'accaparer Biogaran par le biais d'un LBO – du moins, le semble-t-il. Ces opérations de prédation ont des conséquences négatives sur l'emploi et la pérennité des entreprises.

Monsieur Testot, votre description est édifiante. Pourriez-vous revenir en détail sur le « scandale financier », pour reprendre vos propres termes, des Ocabsa ? De petits épargnants français investissent un peu de l'argent qu'ils ont mis de côté et se retrouvent totalement floués. Ces pratiques plongent les entreprises dans de grandes difficultés – voilà pourquoi ces opérations entrent dans le champ de notre commission d'enquête. Quels fonds, outre ABO, adoptent ce type de comportement ? Vous avez cité Metavisio et ce cas nous intéresse, car Brandt rencontre de graves problèmes. Depuis quand observez-vous ce phénomène ? Pourriez-vous nous décrire précisément ce qui s'est passé entre Metavisio et Brandt, ainsi qu'entre ABO et Europlasma ? Nous cherchons à comprendre les étapes de la prédation.

M. Didier Testot. Le phénomène que j'ai décrit existe depuis 2017 – je pense en particulier à Auplata. Quant aux fonds qui ont recours à ces méthodes, ils sont plusieurs. Je pourrais citer notamment le fonds Negma, qui a fait l'objet d'une enquête du parquet de Milan, ou Park Partners. Mais Alpha Blue Ocean se distingue par le nombre d'entreprises qu'il a « tuées » en Bourse, la dernière en date étant Europlasma.

Lorsqu'un de ces fonds arrive dans une région, il apparaît comme le sauveur. Sans les enquêtes de la presse, les élus locaux ne seraient pas informés de leurs agissements. Or aucun de ces fonds n'a sauvé une entreprise. Le groupe Metavisio, par exemple, est trop endetté pour sauver Thomson. Je pourrais citer le cas d'une société non cotée du Nord de la France, spécialisée dans la *deeptech* du secteur de la santé, qui avait trouvé des investisseurs chinois. Le ministère des finances s'est opposé à l'opération au motif que cette entreprise détenait une technologie de rupture et devait donc faire appel à des investisseurs français, mais il n'a rien fait pour l'y aider... de sorte qu'elle s'est trouvée dans une situation de plus en plus difficile. Ses actifs ont finalement été repris par Neovacs, qui compte parmi ses actionnaires une société financée par Alpha Blue Ocean. Pourquoi le ministère laisse-t-il faire cela ?

On peut d'ailleurs se demander si ces fonds, qui opèrent depuis les Bahamas ou Dubaï en se cachant derrière des sociétés-écrans, peuvent légalement exercer en France la profession de prestataire de services en investissement. La Cour de cassation a rendu, dans l'affaire Biophytis, un arrêt de principe à ce sujet et les actionnaires attendent avec intérêt le jugement de la cour d'appel devant laquelle l'affaire a été renvoyée. En attendant, ces fonds continuent d'agir – je pense notamment à Metavisio et à Haffner Energy, dont les cours de Bourse sont proches de zéro. Si leurs interventions étaient efficaces, ils seraient rejoints par des acteurs de la Bourse français, soumis à la régulation de l'Autorité des marchés financiers. Or aucun d'entre eux ne participe à ces dossiers, car ils savent pertinemment qu'ils n'en sortiraient pas.

Beaucoup d'actionnaires ont pensé, à tort, pouvoir se refaire. Prenons le cas d'une société dont le titre est à 7 euros. Une fois que le fonds vend les actions, il baisse à 4 euros. À ce moment-là, les actionnaires, éventuellement séduits par une opération de communication évoquant des projets de développement, remettent de l'argent. C'est alors qu'intervient une seconde vente qui est, cette fois-ci, mortelle : le cours tend vers zéro. Puisque ces actions ne valent plus rien, il arrive que certains s'amuse, avec cent euros, à faire du *trading* au jour le jour. Mais la société est morte, même si elle continue d'exister officiellement – à moins qu'elle n'ait fait faillite, comme Global Bioenergies ou Pharnext.

Les actionnaires d'Europlasma ainsi que les élus évoquent les promesses qui leur ont été faites, notamment de débouchés dans le secteur de la défense. Mais le dirigeant qui devait développer cette activité est parti ! Comment se fait-il que l'on ne soit pas capable d'intervenir, d'une manière ou d'une autre – je pense notamment à l'Autorité des marchés financiers ? Pour les soixante sociétés que j'ai évoquées, la même méthode a été employée et les manipulations et abus de bien social ont été évidents.

L'enjeu est important, car ce type de pratiques affecte la confiance des actionnaires, à un moment où il est nécessaire d'investir dans les PME pour qu'elles créent de l'emploi en région. Ils craignent l'arrivée de ces fonds si la situation se dégrade. De fait, ces derniers continuent à démarcher des dirigeants d'entreprises cotées, pour lesquelles il est difficile, dans le contexte de crise financière actuel, de lever des fonds. Il faut donc mettre fin à ces pratiques et il ne s'agit même pas de régulation. Un type se prélassait au bord de sa piscine aux Bahamas, alors qu'il a ruiné soixante entreprises et leurs actionnaires ! L'un de ceux d'Auplata a vu sa mise divisée par 370 : il a tout perdu.

Lorsqu'elles ne sont pas utilisées pour accompagner une PME, les Ocabsa sortent du cadre légal. Aucune des sociétés que j'ai évoquées ne s'est relevée de l'intervention de ce type d'investisseurs.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Monsieur Nijdam a évoqué les LBO réalisés par des fonds d'investissement français. Pouvez-vous nous parler de l'action des fonds étrangers ? Qu'en est-il, pour ces derniers, de la déductibilité des frais financiers, que vous estimez nécessaire de remettre en cause ? Je pense, par exemple, à la holding de BC Partners qui a mis la main sur Biogaran.

Pouvez-vous décrire précisément un exemple de LBO, afin que l'on comprenne la manière dont les fonds utilisent des mécanismes non vertueux ?

Que pensez-vous de l'autorisation donnée par le Gouvernement, d'une part, à la vente de Biogaran au fonds britannique BC Partners – une opération qui, apparemment, ne correspond pas aux critères classiques du LBO tels que vous les avez présentés, puisque le secteur des médicaments génériques n'est pas rentable – et, d'autre part, à la vente par Tikehau de LMB Aerospace à la société américaine Loar Group ?

M. Christophe Nijdam. Je n'ai pas d'avis sur la vente de LMB Aerospace. Quant à celle de Biogaran, je ne connais pas suffisamment le dossier pour m'exprimer à ce sujet.

Pour répondre à votre première question, je veux dissiper tout malentendu : les 16 Md€ investis par les investisseurs institutionnels français le sont dans des fonds de LBO qui peuvent être français (comme Ardian) ou étrangers (comme EQT ou BC Partners).

À titre d'exemple de LBO problématique, je citerai Cerba HealthCare. Le cinquième LBO dont cette entreprise a fait l'objet a été réalisé en 2017 par un fonds français (PAI Partners), lequel l'a vendue pour 1,8 Md€ à deux fonds de LBO étrangers (l'un suisse, l'autre canadien). Quatre ans plus tard, en 2021, ces derniers ont vendu la société (sixième LBO) pour 4,5 Md€ à un fonds suédois (EQT AB). Ces fonds non français ne se comportent peut-être pas de manière répréhensible, mais ils n'ont pas d'intérêt direct (*vested interest*) dans l'avenir d'une entreprise française. Ils sont là pour faire du rendement, alors qu'un fonds français qui intervient en France se comportera, peut-être, avec un peu plus de décence.

Pour en revenir à Cerba Healthcare, on a appris, dans un article du 5 décembre 2025 du *Financial Times*, qu'à l'issue de ces six LBO, la dette de l'entreprise atteignait 4 Md€, sa dette LBO obligataire se traitant sur le marché à un prix de 13 centimes d'euros, soit une perte latente de 87 % pour les obligataires. Par ailleurs, l'agence de notation Standard & Poor's a estimé, en 2022, que la décote sur ses créances bancaires, mieux sécurisées que la dette obligataire, était de 45 %. Cela me permet de revenir sur les comportements malsains qui ont cours, notamment dans le secteur bancaire. L'un d'entre eux consiste à « faire semblant et prolonger » (*“pretend-and-extend”*) : dans certains dossiers de LBO « plombés », les banques acceptent un rééchelonnement pour ne pas avoir à faire face à des pertes qui seraient significatives.

J'ajoute qu'il est mentionné, dans le même article du *Financial Times*, que, selon une étude de HEC, le nombre des LBO intervenus depuis 2015 est de 4 675 en France, 2 786 en Allemagne et 1 749 en Italie.

S'agissant de Cerba Healthcare, il faut savoir que la législation française interdit aux actionnaires d'un laboratoire d'analyses biologiques qui ne sont pas eux-mêmes biologistes de détenir plus de 25 % de l'entreprise. Un fonds de capital-investissement ne peut donc pas être actionnaire à 100 % d'une telle société – je connais le dossier pour avoir été consulté, sur ce point, en 2018. Or, pour pouvoir

rembourser la dette LBO de Cerba Healthcare (dette qui ne sera pas remboursée, même si l'on n'en parle pas en France), il faut contrôler 100 % des *cash-flows* : certains ont donc cherché et trouvé un moyen de contourner la loi.

Je souhaiterais, pour conclure, évoquer rapidement le cas d'un *hedge fund* qui me tient à cœur, car j'en ai été, au cours de ma carrière, le représentant financier à New York : je veux parler du Crédit commercial de France (CCF). Celui-ci a été racheté, début 2024, par un *hedge fund* nommé Cerberus Capital Management. Habituellement, lorsqu'une entreprise en rachète une autre, elle paie le montant de cet achat au cédant. Or, en l'espèce, c'est ce dernier, la banque HSBC, qui a fait un chèque de 2,5 Md€ à l'acquéreur...

Je ne comprends toujours pas, à ce jour, comment l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, qui doit donner son accord lorsqu'un nouvel actionnaire acquiert plus de 20 % du capital d'une société, a pu autoriser cette opération. De fait, elle doit auparavant s'assurer, premièrement, de la réputation du nouvel actionnaire, deuxièmement, qu'il a les moyens de recapitaliser la banque au cas où celle-ci rencontrerait un problème de solvabilité. Or un *hedge fund* (qui plus est, l'un des plus brutaux d'entre eux, comme son nom l'indique) est, par nature, très endetté. Au demeurant (et cela ne laisse pas de m'étonner), on peut se demander si un *hedge fund* qui a reçu un chèque de 2,5 Md€ du vendeur est incité à recapitaliser la banque en cas de difficulté. Je crois que l'incitation est inverse : dans ce cas, il n'a peut-être pas intérêt à s'assurer que ces 2,5 Md€ sont vraiment dépensés.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Pourquoi la France est-elle autant attaquée ? On a senti que vous tourniez un peu autour du sujet.

Pourquoi l'Autorité bancaire européenne ne peut-elle pas réguler les comportements des fonds de LBO, qui sont connus et presque prévisibles ?

Enfin, monsieur Testot, je n'ai pas compris comment la valeur de la mine d'or dont vous avez parlé avait pu chuter à ce point, car l'or a bien une valeur en soi.

M. Didier Testot. Les actions que le particulier dont je vous ai parlé avait achetées 55 centimes en 2019 ne valaient plus, en 2024, juste avant la suspension de leur cotation, que 0,0015 centime, soit une division par 370... alors que, pendant la même période, le cours de l'or quadruplait et que l'usine battait des records de production. Les mécanismes de dilution que j'ai évoqués l'ont privé des dividendes que l'évolution du cours de l'or aurait dû lui permettre de percevoir. Quant à l'or produit par la société, il bénéficie aux quelques personnes qui ont récupéré cet actif.

M. Christophe Nijdam. J'ignore pourquoi la France est une cible particulière des LBO. Historiquement, le capital-investissement est assez important en France et quelques grands fonds, comme Ardian, ont des équipes de qualité, mais on a vu que des fonds étrangers intervenaient également, comme c'est le cas pour Biogaran. Le fait que des étrangers investissent en France n'est pas une mauvaise chose, mais encore faudrait-il que ce ne soit pas dans le cadre de LBO en série.

L'Autorité bancaire européenne, dont je suis membre du collège consultatif et non salarié, n'est chargée que de la réglementation de niveau 2, laquelle décline,

à l'instar des décrets d'application, la réglementation de niveau 1 (directives). Pour les cent plus grandes banques européennes, dites « systémiques », qui sont sous sa supervision directe, la Banque centrale européenne (BCE) a édicté une règle qui n'est cependant pas coercitive : elle exige de la banque au bilan de laquelle figure un LBO dont le montant de la dette dépasse six fois le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (*Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*, Ebitda), c'est-à-dire l'excédent brut d'exploitation, qu'elle assure un suivi particulièrement sérieux et régulier. Mais il n'existe pas d'interdiction en tant que telle.

Peut-être pourrait-on limiter la dette à un multiple, par exemple six fois l'Ebitda. Car il est gênant que l'État subventionne les LBO à répétition par l'intermédiaire de la déductibilité des frais financiers. Est-ce son rôle de contribuer à la lucrativité du *carried interest* ou des *management packages* de certains fonds de LBO ? Il y a vingt ou trente ans, pour gagner de l'argent dans la finance, il fallait être *trader* en produits dérivés ; de nos jours, il faut intégrer un fonds de *private equity*.

Se pose également le problème de ce que l'on appelle les *revolving doors*, c'est-à-dire le système qui permet à des fonctionnaires de la direction générale du Trésor de partir travailler dans un fonds de *private equity* où leur rémunération pourra doubler, tripler ou quadrupler. Ces gens-là n'ont peut-être pas envie de réguler à toute force un secteur dans lequel ils pourraient effectuer une partie de leur carrière...

M. le président Emmanuel Mandon. Souhaitez-vous ajouter une brève remarque en guise de conclusion ?

M. Didier Testot. Je vous remercie de m'avoir permis d'évoquer un scandale financier majeur qui est toujours en cours à la Bourse de Paris. Monsieur Michaël Willems, qui en est le témoin-clé, se bat toujours contre Alpha Blue Ocean à Dubaï, aux Bahamas ou devant le parquet national financier français. Hélas, rien ne bouge. Or il faut que les Français retrouvent confiance dans la Bourse de Paris, qui a permis de très belles réussites (je pense, par exemple, au groupe TF1, qui n'était au départ qu'une PME), si l'on veut qu'ils y investissent leur épargne. Bien entendu, un investissement peut être risqué. Mais, en l'espèce, il s'agit d'autre chose : soixante entreprises – et d'autres sont peut-être actuellement ciblées – ont été victimes d'une véritable prédation.

La question qui se pose est donc celle de savoir comment nous pouvons mettre fin à ce type de comportement. Si l'on n'y parvient pas, les dirigeants d'entreprise se détourneront de la Bourse de Paris au profit d'autres marchés, voire du capital-investissement. Dans la bataille qui se joue actuellement au niveau mondial, la valorisation de certaines sociétés américaines est telle qu'elles peuvent faire ce qu'elles veulent. Cette semaine, par exemple, Google a lancé un emprunt à cent ans de vingt milliards de dollars ! En Chine aussi, la bourse est très importante.

On parle beaucoup de souveraineté. Si les actionnaires des entreprises françaises sont étrangers, peu leur importera l'identité de ceux à qui elles seront vendues. En revanche, s'ils sont français – je pense, par exemple, à l'actionnariat

salarié des grands groupes du CAC40 –, ils ne réagiront pas de la même manière à l'arrivée d'un fonds.

M. Christophe Nijdam. J'ai évoqué les comportements malsains que sont les LBO en série ou la manière dont les banques s'efforcent de ne pas reconnaître certaines difficultés ("*pretend-and-extend*"), mais je n'ai pas eu le temps de mentionner les fonds de continuation. Certains fonds de LBO qui ne parviennent plus à céder leurs participations montent de nouveaux fonds auxquels ils les revendent, ce qui pose, à tout le moins, des problèmes de conflit d'intérêts et d'évaluation de ces portefeuilles. Or, dans un article du 30 décembre, le *Financial Times* indiquait qu'en 2025, ces fonds de continuation (qui permettent donc à un fonds de LBO de vendre ses participations à lui-même) ont représenté, au niveau mondial, environ 20 % des cessions de LBO, soit un peu plus de cent milliards de dollars.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour vos réponses, que vous pourrez compléter par écrit. N'hésitez pas à nous transmettre tout document qui vous paraîtrait utile aux travaux de notre commission d'enquête.

*

* *

10. Audition de Mme Sophie Paturle, présidente, et M. Vincent Marinet, directeur général de France Invest (12 février 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Mes chers collègues, je souhaite la bienvenue à Mme Sophie Paturle, présidente de France Invest, cofondatrice et *managing partner* de Demea Sustainable Investment (anciennement Demeter IM), acteur majeur du capital-investissement pour la transition énergétique et écologique en France, ainsi qu'à M. Vincent Marinet, directeur général de France Invest, qui a passé une quinzaine d'années à la direction générale du Trésor.

France Invest est l'association professionnelle des acteurs du capital-investissement, de la dette et de l'infrastructure. Selon les informations figurant dans son rapport d'activité pour 2024, elle représente plus de quatre cent soixante sociétés de gestion et deux cents sociétés de conseil.

Notre commission d'enquête a entamé ses travaux il y a plusieurs semaines. Nous avons déjà entendu des acteurs institutionnels du contrôle et de la régulation, des organisations syndicales et patronales, des économistes et des journalistes spécialisés. Dans les prochaines semaines, nous organiserons des auditions individuelles de fonds d'investissement et de salariés d'entreprises rachetées.

Je souhaiterais vous soumettre le premier constat auquel nous sommes parvenus : celui de l'opacité qui caractérise, aux yeux de l'opinion, un écosystème de fonds d'investissement dont on a du mal à déterminer exactement les diverses catégories et le mode de fonctionnement. Or notre commission cherche précisément à comprendre les ressorts profonds et les conséquences réelles de l'action de ces

fonds sur l'économie et la souveraineté de notre pays. Située au cœur du non coté, France Invest me paraît détenir une bonne part des clés d'une information correcte.

Notre commission attend donc vos analyses sur un certain nombre de sujets. Quel regard portez-vous sur le rôle et l'impact de ces fonds sur la vie économique de nos entreprises, qu'il s'agisse de stratégie, de gouvernance, d'investissement ou d'emploi ? L'environnement faiblement régulé dans lequel ils évoluent est-il de nature à favoriser des comportements prédateurs et des opérations parfois destructrices d'emplois et de valeur ? La puissance publique doit-elle intervenir pour encadrer, limiter ou interdire de tels comportements ? En termes financiers, que représentent, par rapport à la valeur totale des fonds dont vous êtes les mandataires, les fonds d'investissement *evergreen* ? Plus largement, comment conciliez-vous, dans l'expression collective de France Invest, les orientations apparemment distinctes des fonds de dette et des fonds *evergreen*, catégories toutes deux présentes parmi vos adhérents ?

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

(Mme Sophie Paturle et M. Vincent Marinet prêtent serment.)

Mme Sophie Paturle, présidente de France Invest. Je vous remercie de donner à France Invest l'occasion de s'exprimer devant votre commission d'enquête. Je comprends que votre travail consiste à explorer les conditions de la sécurisation du financement des entreprises françaises, de la protection de notre tissu productif et, plus largement, de notre souveraineté économique. Je m'inscris pleinement dans cette démarche.

Depuis juin 2025, j'ai l'honneur de présider France Invest, association représentative du capital-investissement français et reconnue par l'Autorité des marchés financiers (AMF). Je suis une professionnelle du secteur depuis plus de trente ans. J'ai cofondé une société de gestion spécialisée dans le financement de la transition énergétique, de la transition écologique et de l'agroalimentaire : elle s'appelle désormais Demea, puisqu'elle est issue du rapprochement, en 2025, de Demeter et de Cerea.

Je suis donc ravie de m'exprimer devant vous, au titre de ma responsabilité institutionnelle, pour évoquer le rôle, le fonctionnement et les impacts du capital-investissement sur nos entreprises et notre économie.

Mon objectif est de faire passer un message clair : le capital-investissement n'est pas un acteur spéculatif. Il s'agit de financements très majoritairement en fonds propres, de long terme, patients, encadrés et indispensables à la croissance, à la compétitivité, à la transformation de nos entreprises et à la souveraineté économique de notre pays.

Nos petites et moyennes entreprises (PME) et nos entreprises de taille intermédiaire (ETI) ont des besoins d'investissement massifs et structurels. Pour maintenir et créer des emplois en France et en Europe, pour construire un

Mittelstand français robuste, nos entreprises doivent investir et leurs besoins sont considérables. Le rapport Draghi sur la compétitivité européenne estime que l'Union européenne doit mobiliser de 750 à 800 milliards d'euros (Md€) supplémentaires par an pour financer les transitions numérique et environnementale, la réindustrialisation et notre souveraineté stratégique.

Ce rapport souligne un point essentiel : ces besoins ne pourront pas être couverts uniquement par l'argent public ou le financement bancaire. Le financement de l'économie repose donc sur l'intervention de plusieurs types d'acteurs complémentaires : les investisseurs en capital, sur les marchés cotés et non cotés, les investisseurs en dette, sur ces mêmes marchés, les banques et, bien sûr, l'État et ses institutions publiques financières, qui interviennent à la fois comme investisseurs en capital, prêteurs et dispensateurs de subventions.

Le capital-investissement s'inscrit pleinement dans cette complémentarité des financements. Il est vital pour l'économie, car il intervient là où le risque, l'horizon de temps et les besoins stratégiques des entreprises nécessitent du capital engagé en fonds propres sur la durée. Pour vous donner une idée de notre rôle dans le financement de l'économie, je précise que nos membres ont investi, en 2024, près de 37 Md€ en fonds propres dans des entreprises et des projets d'infrastructures. À titre de comparaison, les introductions en Bourse se sont élevées à 701 millions d'euros (M€) cette même année.

Le capital-investissement souffre pourtant d'*a priori* liés à une confusion entre des modèles très différents, regroupés sous le terme générique de « fonds ».

Là où les fonds spéculatifs interviennent principalement sur les marchés cotés, souvent avec des stratégies de court terme et des techniques de financement complexes permettant des gains lorsque les marchés montent ou baissent, le capital-investissement, que certains appellent « capital-patient », vise à accompagner des entreprises, PME et ETI, non cotées sur un temps long, en leur apportant des fonds propres et l'expertise d'investisseurs professionnels dans le but de construire une croissance robuste et de déployer, main dans la main avec les entrepreneurs, la stratégie de ces derniers.

Ces fonds réalisent une plus-value lors de la cession de leur participation, après avoir accompagné toute une phase de développement de l'entreprise et renforcé durablement sa valeur ; ils redistribuent ensuite le produit de cette vente à leurs souscripteurs.

Mon rôle, en tant que présidente de France Invest, est de représenter les investisseurs en capital-investissement. Fondée en 1984, l'association rassemble aujourd'hui plus de 470 sociétés de gestion, très majoritairement françaises, implantées dans l'ensemble du territoire. Contrairement à certaines idées reçues, notre écosystème n'est pas dominé par quelques grands acteurs internationaux. Nos membres comptent en moyenne moins de trente collaborateurs. La très grande

majorité d'entre eux sont français et près d'une centaine ont leurs bureaux (ou des bureaux) en région.

Les sociétés de gestion, tenues d'adhérer à une association professionnelle afin d'obtenir un agrément AMF, exercent l'activité de gestion pour compte de tiers : en d'autres termes, elles ont pour objet de collecter des capitaux et de l'épargne auprès d'investisseurs, dans l'objectif de financer des entreprises ou des projets d'infrastructures. Ces investisseurs sont, pour la plupart, des acteurs institutionnels qui gèrent l'épargne du grand public – assureurs, assureurs-vie, banques, fonds d'épargne retraite, fonds de pension, institutions de prévoyance, institutions financières publiques, etc.

Depuis plus de quarante ans, France Invest poursuit plusieurs missions : l'accompagnement de la professionnalisation du secteur qui passe, par exemple, par la coconstruction et la diffusion de bonnes pratiques issues des retours d'expérience de nos membres ; la formation des professionnels du secteur ; la mutualisation des expertises, pour mener des réflexions sur le rôle de l'entreprise dans les transformations sociales, les pratiques de gouvernance et le partage de la valeur ; la production d'études, afin de mesurer l'impact économique et social du capital-investissement et d'en rendre compte ; un dialogue régulier avec les acteurs institutionnels et les entreprises.

J'insiste sur ce point : notre métier consiste à proposer aux entreprises un accompagnement de professionnels aguerris afin de répondre à leurs besoins réels sur le long terme. Grâce à un écosystème diversifié, l'un des premiers d'Europe, et à une offre de financement parmi les plus développées, notre secteur propose des solutions adaptées aux différentes étapes clés que connaît une entreprise au cours de son existence. Les sociétés de gestion interviennent ainsi à chaque étape de la vie d'une entreprise, de la start-up à l'ETI, de la création à la transmission, de l'innovation à la transformation, de la croissance à l'internationalisation, en lui apportant des capitaux engagés sur le long terme. Pour ce faire, elles disposent de plusieurs catégories de fonds.

Le capital-innovation, appelé *venture capital*, vise à financer à un stade précoce de leur développement des start-up et jeunes PME ayant un potentiel dans l'innovation et développant de nouvelles technologies. Ce segment concerne 41 % des entreprises accompagnées.

Le capital-développement vise, quant à lui, à accompagner l'accélération d'une entreprise lorsque celle-ci a trouvé son marché et doit changer d'échelle, c'est-à-dire investir, recruter et exporter. Le fonds de capital-développement permet de soutenir une croissance structurée et durable. Ce segment concerne 33 % des entreprises accompagnées.

Le capital-transmission a pour objet de financer des PME et ETI à un stade de développement avancé, lorsque les actionnaires souhaitent transmettre l'entreprise, souvent via des opérations combinant apports en capital et emprunts, c'est-à-dire sous forme de *Leveraged Buy-Out* (LBO). Ces opérations jouent un rôle essentiel pour la conservation d'entreprises indépendantes en France, en permettant

leur transmission à de nouvelles équipes et leur maintien sur le territoire. Ce segment concerne 21 % des entreprises accompagnées.

Les fonds d'infrastructures visent à financer des projets d'infrastructure dans des domaines aussi divers que le numérique, les énergies renouvelables, la mobilité et la décarbonation de l'industrie. Là aussi, il s'agit d'investir en fonds propres et d'y associer de la dette, puisque ces projets reposent, par nature, sur un équilibre entre fonds propres et endettement pour trouver une rentabilité suffisante. Ce segment représente 6 % des entreprises accompagnées.

Les fonds dédiés aux situations complexes permettent d'apporter un financement spécifique aux entreprises en difficulté. Ce segment est très peu représenté dans notre profession, puisqu'il ne correspond qu'à 0,2 % des montants investis et moins de 0,5 % des entreprises accompagnées.

Vous avez également fait référence à la dette privée : sa vocation est de permettre aux entreprises de financer leur développement, en complément des ressources en fonds propres et des emprunts bancaires.

L'ensemble de ces fonds soutiennent la croissance et la transformation des entreprises, mais ils permettent également de financer des défis majeurs auxquels nous devons faire face, comme la transformation numérique et la transition énergétique et écologique.

Les membres de France Invest mobilisent donc ces différents outils pour accompagner 11 142 entreprises, dont 8 427 ont leur siège en France. Il s'agit principalement de petites structures, puisque 76 % d'entre elles sont des PME et 24 % des ETI. Elles bénéficient d'un financement de long terme, assorti d'un accompagnement stratégique des dirigeants. Le fonds partage avec l'entrepreneur le risque, s'implique dans la gouvernance et souscrit aux objectifs d'assurer une croissance durable et robuste de l'entreprise et de créer des emplois et de la valeur : cette relation de confiance nécessite donc bien plus que de l'argent.

Si un fonds est, en moyenne, présent entre cinq et sept ans au capital d'une entreprise, cette dernière est, en réalité, souvent accompagnée par l'écosystème pendant des dizaines d'années, puisque différents fonds se succèdent en fonction de ses besoins de transformation. À titre de comparaison, la durée moyenne de détention d'actions en Bourse est, en France, de l'ordre d'un an.

L'accompagnement peut également se traduire par un apport d'expertises complémentaires, un appui à la gouvernance, la mobilisation de réseaux ou la mise en relation avec des partenaires (avec des instituts de recherche, par exemple) dans le but de « booster » l'innovation.

Nous proposons également des dispositifs de formation au management et à de nouvelles compétences techniques, telles que l'implantation de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) ou l'intelligence artificielle générative.

Pour être réellement efficace, la relation de confiance entre investisseurs et entrepreneurs nécessite un cadre strict et régulé. Celui-ci donne aux chefs d'entreprise, comme aux salariés, la garantie de bénéficier d'un accompagnement

de qualité. Ainsi, l'activité de nos membres est supervisée par l'AMF, identifiée comme l'un des régulateurs, si ce n'est le régulateur le plus exigeant en Europe.

France Invest est également extrêmement vigilante quant au respect de la déontologie : c'est la raison pour laquelle nous avons établi un code de déontologie et mis en place, initiative inédite en Europe pour une association de capital-investissement, une commission dotée de pouvoirs de sanction. Cette dernière peut se réunir de sa propre initiative ou sur saisine de toute personne, membre de l'association ou non, dès lors qu'elle estime qu'un membre n'a pas respecté les principes déontologiques établis. J'ajoute que France Invest, dans le cadre de sa mission de professionnalisation du secteur, a rédigé différentes chartes telles que la charte d'engagement des investisseurs en faveur du développement humain, environnemental et économique, la charte d'engagement sur le partage de la valeur ou encore la charte sur la parité.

Le capital-investissement permet aux entreprises de trouver des partenaires investis et durables, au service de notre pays. Il constitue un maillon essentiel pour notre économie. D'une part, il assure notre souveraineté en finançant des secteurs clés comme l'industrie, le numérique, les énergies décarbonées, la défense, l'agriculture ou les technologies critiques. D'autre part, il participe à la création durable d'emplois et de richesses dans nos territoires. Ainsi, notre dernière étude montre que l'accompagnement des entreprises a permis la création nette de près de trois cent dix mille emplois entre 2019 et 2024, soit une augmentation moyenne de 4,4 % par an – c'est-à-dire supérieure à celles du secteur marchand français (+ 0,9 %) et des pays de l'OCDE (+ 0,8 %). Fin 2024, 2,5 millions de salariés étaient employés dans des entreprises dont nos membres sont actionnaires. Ces entreprises accompagnées ont généré 500 Md€ de chiffre d'affaires, soit 30 % du chiffre d'affaires cumulé des entreprises du CAC40. Au-delà des chiffres, il s'agit d'entreprises qui investissent, innovent, recrutent, exportent et se transforment pour construire l'avenir.

La question n'est donc pas de savoir s'il faut mobiliser des capitaux privés de long terme, mais plutôt comment les mobiliser davantage encore et avec quelles exigences.

Alors que nous sommes confrontés à une concurrence internationale très puissante, la taille encore trop modeste des fonds français et européens limite leur capacité à se positionner sur des opérations françaises d'envergure et à faire grandir nos entreprises pour construire des champions européens. Pourtant, le message du rapport Draghi est clair : pour rester compétitive, l'Europe doit se doter d'acteurs capables d'investir, d'accompagner et de structurer ses entreprises dans la durée. Plus récemment, le rapport Noyer-Kukies a souligné un déficit de capitaux

disponibles en Europe, en particulier pour accompagner la croissance des entreprises innovantes, là où le risque est le plus élevé, jusqu'à maturité.

Nous devons donc faire de l'épargne un instrument de souveraineté et agir principalement dans deux directions. D'une part, il convient d'améliorer notre capacité à mobiliser l'épargne des Français et des Européens.

Alors que notre taux d'épargne est supérieur à la moyenne européenne, nous devons encourager les épargnants à participer au financement de notre économie. D'autre part, nous devons nous assurer que cette épargne finance en priorité les entreprises françaises, alors que 300 Md€ d'épargne européenne partent chaque année s'investir à l'étranger, comme l'indique le rapport Letta.

Le capital-investissement n'est pas une fin en soi : c'est un outil pour transformer l'épargne en investissements productifs, accompagner les entreprises sur le long terme, soutenir l'emploi et l'innovation et rendre notre économie plus compétitive, robuste et souveraine. Les travaux de votre commission d'enquête peuvent utilement contribuer à distinguer les pratiques responsables, à corriger les dérives, lorsqu'elles existent, et à renforcer les financements réellement au service de notre économie. France Invest est pleinement mobilisée pour participer à ce dialogue.

M. le président Emmanuel Mandon. Le capital-investissement, sous toutes ses formes, est particulièrement développé dans notre pays. Je pense que la France se situe dans le peloton de tête européen. Pourriez-vous nous expliquer, de manière encore plus précise, comment vous y avez contribué ces dernières années ?

Quels sont, à vos yeux, les atouts du financement non bancaire par rapport au financement bancaire classique ? Attribuez-vous ces mêmes atouts aux opérations de LBO ?

J'aimerais également évoquer les stratégies de retournement. N'est-il pas nécessaire d'aménager le cadre réglementaire actuel afin de renforcer le contrôle ?

Enfin, quels critères utilisez-vous pour évaluer la capacité de vos adhérents à respecter les engagements contenus dans votre charte de déontologie ?

Mme Sophie Paturle. L'atout du financement en fonds propres, par rapport à l'endettement bancaire, est que l'investisseur met de l'argent à disposition de l'entreprise et supporte la totalité du risque. Son engagement est total et son intérêt parfaitement aligné avec la réussite de l'entreprise : il a intérêt à ce que celle-ci se développe, devienne plus compétitive et crée de la croissance, en raisonnant à long terme. On constate d'ailleurs que la croissance des entreprises accompagnées par le capital-investissement est de 4,4 % par an sur les cinq dernières années, ce qui est bien supérieur à la moyenne du secteur marchand français. En outre, le financement en fonds propres se double d'un accompagnement par des professionnels mobilisés pour faire réussir la stratégie décidée et appliquée par l'équipe de management de la société. Les intérêts sont alignés en faveur du développement de l'entreprise, de sa croissance, de l'amélioration de ses résultats, de sa compétitivité et de son positionnement sur le marché, en France ou dans le monde. Cet alignement

d'intérêts est l'élément clé du partenariat entre l'investisseur financier en capital et l'entreprise : si celle-ci ne réussit pas, les actions ne prennent pas de valeur.

Le montant des capitaux engagés par les membres de France Invest dans des entreprises s'élève à 490 Md€ : 300 Md€ de capital-investissement, 116 Md€ pour les sociétés d'infrastructures et 75 Md€ de dette privée – certains opérateurs y recourent en complément des fonds propres et des emprunts bancaires.

La France joue désormais un rôle clé en matière de capital-investissement au niveau européen, dont elle est le premier acteur.

Elle représente plus de 20 % des montants investis en Europe ; c'est davantage que l'Allemagne, les Pays-Bas et la Suède, qui se classent juste derrière elle.

La commission de déontologie de France Invest peut être saisie par ses membres ou par des personnes extérieures. Gérée indépendamment de l'association, y compris de sa présidente et de la direction générale, elle a son propre président et ses propres professionnels. Elle se penche sur les dossiers qui lui sont soumis. Sur les dix dernières années, elle a été saisie de vingt-cinq dossiers, dont dix ont donné lieu à une décision, parmi lesquels trois avertissements et un rappel à l'ordre. Cette commission a beaucoup d'importance. En effet, les acteurs (pour l'essentiel, institutionnels) qui confient des capitaux aux sociétés de gestion que nous représentons procèdent à de nombreuses diligences pour s'assurer qu'elles accompagnent les entreprises avec professionnalisme, souci de performance et respect de l'éthique. Au cours de cette *due diligence*, il leur est demandé si elles ont eu affaire à la commission de déontologie de France Invest : si tel est le cas, elles sont obligées de répondre par l'affirmative, ce qui donne lieu à des demandes d'explications. C'est un cadre très contraignant, le plus contraignant qui existe en Europe, car cette commission est la seule à pouvoir appliquer des sanctions.

M. le président Emmanuel Mandon. J'en déduis que vous ne souhaitez donc pas de mécanisme d'encadrement complémentaire ?

Mme Sophie Paturle. Le système actuel est déjà très encadré. Il est essentiel que les acteurs respectent le cadre fixé pour empêcher les dérives, mais ce cadre me semble suffisamment rigoureux pour assurer une pratique satisfaisante du métier.

M. le président Emmanuel Mandon. Dans tous les cas de figure ?

Mme Sophie Paturle. Je ne parle, bien évidemment, que pour les membres de France Invest.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. La commission d'enquête s'intéresse plus particulièrement à deux phases du capital-investissement : la phase de maturité des entreprises, au cours de laquelle celles-ci peuvent faire l'objet de LBO, et la phase de déclin, qui attire les fonds de retournement. Je concentrerai mes questions sur le LBO, car il me semble que vous n'avez pas (ou peu) de fonds de retournement.

La France est championne d'Europe des LBO. Sans dire que tous les LBO sont néfastes, nous observons des pratiques déviantes de la part de certains fonds de

capital-investissement, qui plongent les entreprises dans la difficulté, parfois jusqu'à la faillite : Kem One avec Apollo Global Management, Colisée et Cerba avec EQT (en réalité, ce sont des LBO en série) ou encore Vivarte (également victime de LBO en série).

Ma question est donc simple : quel est votre rôle quand des entreprises importantes pour l'économie française sont mises en difficulté par des mécanismes de LBO, y compris de la part de certains de vos membres ? Cela relève-t-il de votre responsabilité ou de celle des fonds ? Avez-vous mis en place des standards éthiques contraignants qui vous permettraient, par exemple, de désavouer des membres dont les pratiques seraient déviantes ou incompatibles avec certaines valeurs économiques et sociales ? Avez-vous déjà exclu un membre pour ce type de comportement ?

Outre les LBO en série, il peut aussi s'agir d'exiger des frais de conseil exorbitants ou le versement d'intérêts très importants sur la dette, alors que l'entreprise est peu rentable.

Mme Sophie Paturle. Les interventions des membres de France Invest sur des entreprises en phase de déclin représentent moins de 0,2 % des montants investis et 0,5 % des entreprises accompagnées. En revanche, le LBO est une activité pleine et entière des membres de notre association.

Il me semble essentiel de rappeler que la première raison d'être du LBO est de faciliter une opération de transmission. Si l'entreprise est familiale, elle peut être reprise par la famille ; encore faut-il que les intéressés en expriment le souhait et qu'ils aient les talents nécessaires. La deuxième solution consiste à la céder à un autre industriel ; la société perd alors son indépendance et l'on suppose que des opérations de synergie seront décidées. La troisième possibilité est que l'entreprise reste indépendante et s'engage dans une nouvelle phase de développement, avec une nouvelle équipe et un nouvel actionnaire, qui est un investisseur financier. Il ne faut pas perdre de vue cet objectif dans la mesure où, compte tenu de l'évolution démographique, les transmissions d'entreprise ne feront qu'augmenter dans les prochaines années et nous avons besoin d'assurer leur réussite. Une opération de transmission présente toujours des risques : plus elle est préparée en amont, mieux elle se passe. De ce fait, l'investisseur financier, lorsqu'il est actionnaire, joue un rôle majeur dans la préparation de la transmission.

Je rappelle aussi que le capital-investisseur et les autres actionnaires ont un intérêt lié : s'il n'y a pas de création de valeur et d'emploi – ce qui passe, dans la grande majorité des cas, par une croissance de l'activité et des résultats –, le capital-investisseur ne sera pas satisfait, car il n'aura pas créé de valeur pour ses propres souscripteurs (et donc pour l'épargne des Français). De son côté, l'équipe dirigeante qui choisit de se faire accompagner par des investisseurs financiers conclut un partenariat avec eux. C'est donc un choix mutuel : l'un n'impose pas à l'autre la structure d'endettement, c'est-à-dire la répartition entre les fonds propres et l'endettement ; ce choix est le résultat d'analyses faites à la fois par le prêteur, dont le souci est de se faire rembourser, par l'investisseur, dont le souci est que

l'entreprise crée de la valeur dans la durée (donc de la croissance et de l'emploi) et par l'équipe dirigeante.

Il peut, malgré tout, y avoir des difficultés. Ce n'est pas parce que l'opération de transmission a fait l'objet d'un travail sérieux que tout se déroulera comme prévu : la vie d'une entreprise n'est pas un long fleuve tranquille. L'investissement est risqué, avec ou sans LBO, et aucune analyse n'indique que les sociétés sous LBO soient plus vulnérables que les autres. Les analyses montrent plutôt que les sociétés qui rencontrent le plus de difficultés sont celles qui souffrent d'opérations de retournement de marché.

Vous faisiez référence à Kem One : je ne connais pas cette société plus qu'une autre (Apollo n'est pas membre de France Invest), mais je sais que le secteur du PVC dans lequel elle exerce est cyclique. Le fonds Apollo y est entré en haut de cycle, au moment où le coût de l'énergie était élevé et où le secteur du bâtiment, que je connais bien, était en souffrance. Ce n'était pas le bon moment ; malheureusement, il arrive aux dirigeants d'entreprise et aux industriels de faire des erreurs. Pour moi, la difficulté principale (comme pour la grande majorité des opérations de LBO) a résidé dans le retournement du marché. Les autres difficultés, d'après nos analyses, tiennent à des équipes de management qui ne sont pas à la hauteur ou à des problèmes de gouvernance liés à des dissensions internes.

L'effet de levier n'est donc pas la cause principale des difficultés des entreprises en phase de transmission sous LBO, comme le montrent les informations communiquées par nos membres. Je précise que ces informations sont déclaratives, car nous n'avons pas de rôle de contrôle, et que le taux de réponse à nos études est compris entre 55 % et 90 %. Certains membres sont plus soucieux de fournir de l'information que d'autres ; le taux de réponse varie en fonction de leur intérêt et aussi de leur difficulté à recueillir l'information, car ils sont très sollicités. Le niveau d'endettement que nous affichons correspond actuellement à trois ans et demi de bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, Ebitda) et les pourcentages de fonds propres, en sus de la dette, sont très significatifs, puisque compris entre 40 % et 60 % selon les études (tout dépend si on inclut ou non l'ensemble des opérations de capital). Si l'opération se passe mal, cet investissement en fonds propres perd toute sa valeur.

Nous avons mené une analyse des LBO qui ne se passaient pas bien et dans lesquels nos membres perdaient toute leur mise. Dans les deux tiers des cas, nos membres ont eu un comportement responsable : ils ont réinvesti lorsque les difficultés sont apparues et ils ont augmenté leur participation en fonds propres, pour redonner à l'entreprise une chance de s'en sortir, en s'engageant dans la durée. Et ce n'est pas parce que l'investisseur financier a tout perdu que l'entreprise ne peut pas mettre en place un plan de redressement qui réussit. Lorsqu'un LBO échoue, l'investisseur en capital perd toute sa mise : il n'a donc aucun intérêt à ce que cela ne se passe pas bien.

Vous évoquiez un taux de rémunération de la dette excessif. Vous faites sans doute allusion aux dettes contractées une fois que les difficultés de la société

apparaissent ; avant cela, tout est analysé et pris en compte au moment où l'opération de LBO est lancée.

Vous avez aussi fait référence à la perception d'honoraires de conseil excessifs. À ma connaissance, ce n'est pas une pratique de marché courante : il n'y a pas d'interdiction, je ne dis pas qu'elle n'existe pas, mais, personnellement, je ne l'ai jamais pratiquée. Par ailleurs, ces commissions relèvent des conventions réglementées : elles sont donc examinées de près par les commissaires aux comptes dans le cadre de leur rapport spécial et sont ensuite portées à la connaissance de l'assemblée générale, pour approbation. Près de la moitié des sociétés de gestion recourent à ce que l'on appelle des « *operating partners* », c'est-à-dire des professionnels dont les compétences sont tournées vers l'accompagnement des entreprises pendant la période où l'investisseur financier est au capital de celles-ci. L'information qui nous est donnée est que ces *operating partners* ne perçoivent pas d'honoraires de conseil ou d'expertise de la part des entreprises. Je le redis : l'objectif de l'investisseur en capital est de percevoir une plus-value lorsqu'il réalisera sa sortie, cinq à sept ans plus tard ; il vise donc une création de valeur robuste et dans la durée afin de pouvoir revendre soit à un industriel, soit à un autre investisseur en LBO qui, avec la même équipe ou avec une autre équipe de management, fera une autre opération.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je ne suis pas surprise de vos réponses, dans la mesure où France Invest est l'organisme de *lobbying* du capital-investissement.

Néanmoins, je me dois de réagir à vos propos concernant l'indépendance de l'entreprise vis-à-vis de l'investisseur financier. Très souvent, le fonds d'investissement impose une nouvelle gouvernance et demande un *cash-flow* à court terme (trois à cinq ans, voire dix-huit mois) qui peut être en complète contradiction avec les intérêts de long terme de l'entreprise.

C'est d'ailleurs elle qui supporte l'essentiel du risque, puisque l'opérateur du LBO injecte très peu de fonds propres et que la dette, qui est le gros de l'affaire, est remboursée par l'entreprise elle-même. Une étude de la Banque de France montre que le risque de défaut sous LBO est trente-cinq à quarante fois supérieur à la moyenne et je pourrais donner des dizaines d'exemples d'entreprises qui ont été mises en difficulté par ce mécanisme.

Il ne s'agit pas de dire que tout LBO est mauvais, mais nous serions rassurés de vous entendre reconnaître l'existence de pratiques déviantes dans une part importante des LBO. Vous n'avez d'ailleurs pas répondu à ma question : agissez-vous, d'une manière ou d'une autre, lorsque de telles pratiques sont constatées ? Nous aimerions également avoir communication de votre étude concernant les LBO qui ne se passent pas bien.

Mes questions suivantes portent sur votre activité de *lobbying*. Quelles démarches avez-vous entreprises, ces trois dernières années, auprès du ministère des finances, de l'AMF et du Parlement et sur quels textes précisément ? Nous avons appris que les représentants du secteur avaient été reçus au ministère pour obtenir un assouplissement de la fiscalité des « *management packages* » : quel rôle

exact avez-vous joué ? Pouvez-vous nous indiquer si des membres de l'équipe dirigeante actuelle de France Invest (ou qui en ont fait partie ces cinq dernières années) ont été auparavant de hauts fonctionnaires, des agents publics ou de hauts responsables politiques ?

Mme Sophie Paturle. Je prends acte que nous avons une vision différente des pratiques de LBO. Nous n'avons pas connaissance de pratiques déviantes de la part de nos membres ; si tel était le cas, elles seraient portées à la connaissance de notre commission de déontologie. Sur le terrain, nous considérons que les LBO, y compris successifs, constituent une réponse très favorable à la question de la transmission des entreprises.

J'échangeais hier avec la dirigeante d'une société que Demeter a accompagnée entre 2014 et 2017 jusqu'à son quatrième LBO ; elle en est aujourd'hui au septième. Cette entreprise, Fondasol, travaille dans le domaine de l'ingénierie et de l'analyse des sols. Lorsque nous sommes entrés à son capital en tant qu'actionnaire majoritaire, en 2014, elle réalisait 50 M€ de chiffre d'affaires et employait cinq cents salariés ; aujourd'hui, les salariés sont redevenus majoritaires, la société fait 100 M€ d'euros de chiffres d'affaires, s'est internationalisée grâce à une implantation au Québec et emploie 850 salariés, dont sept cents sont actionnaires. Cette jeune femme, entrée comme directrice financière, avait un goût très fort pour les opérations et elle occupe désormais le poste de directrice générale. L'équipe de management et les salariés sont très heureux du développement de la société. Dans un autre scénario, celle-ci aurait pu être rachetée par un groupe industriel : il y a plusieurs vies possibles pour une entreprise.

Les lois de finances pour 2025 et 2026 ont institué un encadrement précis des *management packages*, ce qui était souhaitable. Dès avant mon arrivée, France Invest avait été consultée à ce propos, comme c'est le cas pour tous les sujets touchant au capital-investissement et pour de nombreux sujets ayant trait aux PME et aux ETI.

J'en viens à votre question sur notre équipe dirigeante. Monsieur Vincent Marinnet est directeur général de France Invest depuis quatre mois et demi. Lorsque j'ai été élue, en juin, le directeur général était sur le départ et, dès le mois de juillet, j'ai lancé un processus de recrutement auprès d'un cabinet de renom. Le profil de poste comportait plusieurs exigences : être expérimenté, aguerri et de très bon niveau ; disposer d'une connaissance approfondie et d'une bonne expérience des cadres réglementaires français et européens.

Les présidents (ou présidentes) de France Invest sont toujours des professionnels, c'est-à-dire des financiers de terrain qui ne sont pas toujours familiers des acteurs réglementaires et juridiques (AMF, ministère des finances, Commission européenne, etc.). Ils doivent donc pouvoir compter sur un directeur général compétent en ces domaines.

France Invest étant une association, son directeur général doit également faire preuve d'un réel engagement pour l'intérêt général. Enfin, nous avons besoin

qu'il soit sensibilisé aux enjeux de l'intelligence artificielle, la transformation numérique étant cruciale pour les sociétés de gestion.

Pour ce poste, nous avons reçu des candidats issus tant du secteur public que du secteur privé.

Deux autres salariés de France Invest ont également travaillé dans le secteur public par le passé : le responsable des relations avec les investisseurs institutionnels, chargé de mieux leur faire connaître notre métier pour qu'ils s'engagent davantage dans le capital-investissement afin d'accompagner les entreprises, et la responsable juridique.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Permettez-moi de revenir sur certaines de mes questions précédentes et de vous demander d'y répondre plus complètement : quelles étaient les fonctions précédentes, dans le secteur public, des trois salariés de France Invest que vous avez évoqués, dont monsieur Vincent Marinet ici présent ? Des membres de l'équipe dirigeante de France Invest ont-ils occupé précédemment des fonctions d' élu ? Je vous demande de répondre à ces deux questions en prenant en considération les cinq dernières années.

Mme Sophie Paturle. Notre précédent directeur général venait également de la direction générale du Trésor : il est resté six ans en poste à France Invest et travaille désormais dans une société de gestion.

M. Hervé de Lépinau (RN). Était-il en disponibilité de la direction générale du Trésor ?

Mme Sophie Paturle. Je l'ignore. Il me semble qu'il avait quitté la fonction publique et il n'a d'ailleurs pas rejoint son corps d'origine à l'issue de son expérience chez France Invest.

Le président M. Emmanuel Mandon. Nous vous remercions de nous apporter ces précisions ultérieurement et par écrit.

Mme Sophie Paturle. Oui, si vous le souhaitez.

M. Vincent Marinet, directeur général de France Invest. Je crois que mon prédécesseur a quitté la fonction publique et je suis, pour ma part, en disponibilité.

Les mouvements d'agents publics vers le secteur privé sont scrupuleusement examinés : la Haute Autorité pour la transparence de la vie publique (HATVP) procède à des contrôles très rigoureux et les déontologues ministériels s'assurent de l'absence de conflits d'intérêts. Des interdictions sont parfois édictées ; il arrive également qu'on impose des contacts limités avec l'administration d'origine – c'est mon cas. Tout cela est très encadré et il n'y a pas d'inquiétude particulière à avoir.

Il est bénéfique, pour France Invest, de recruter des gens qui comprennent le fonctionnement des administrations : l'un de ses rôles consiste en effet à discuter avec les régulateurs et les producteurs de normes que sont les ministères et les autorités européennes. Il serait inopportun que les salariés de France Invest ne connaissent pas le fonctionnement de ces sphères. Le code monétaire et financier

oblige les sociétés de gestion à adhérer à des associations professionnelles, précisément pour permettre ce dialogue entre la profession et les pouvoirs publics.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Il me paraît discutable de porter un regard positif sur les LBO, lorsqu'on sait qu'ils font augmenter de 44 % le risque de faillite. Ce chiffre nous a été révélé par un journaliste que nous avons auditionné la semaine dernière.

Je voudrais revenir sur les « *management fees* », pratiqués allègrement par le fonds Mutares : ces facturations sont disproportionnées au regard de la qualité des services rendus et de la capacité des entreprises à les payer. De surcroît, les sociétés utilisant des *management fees* ont tendance à positionner leurs propres hommes aux fonctions de direction de ces entreprises, sans qu'ils aient toujours les compétences requises.

Mme Sophie Paturle. Je serais curieuse de prendre connaissance de l'étude concluant que le risque de faillite augmente de 44 % pour les sociétés ayant fait l'objet d'un LBO. On peut faire dire aux statistiques des choses déconnectées de la réalité : ce chiffre me semble irréaliste et complètement disproportionné.

Mutares n'est pas membre de France Invest. À ma connaissance, cette holding industrielle étrangère n'est pas non plus membre de notre équivalent dans son pays.

Sur le fond, je suis d'accord avec vous : toute facturation doit correspondre à des prestations réelles. Les entreprises d'une certaine taille, notamment les sociétés anonymes, disposent nécessairement de commissaires aux comptes, qui examinent les conventions réglementées et rédigent un rapport spécial à leur endroit. Celles-ci sont ensuite portées à la connaissance de l'ensemble des actionnaires en assemblée générale, qui doivent les approuver.

M. Hervé de Lépinau (RN). Un terme est étonnamment absent de vos propos, c'est celui de « *private equity* ». Cette technique de financement occupe-t-elle une place prépondérante dans l'activité de vos adhérents et l'avez-vous mesurée ?

Mme Sophie Paturle. Afin de vous répondre précisément, nous devons d'abord nous accorder sur le sens que nous donnons au terme anglais et à sa traduction en français : par « *private equity* », entendez-vous uniquement le capital-transmission ou y incluez-vous également le capital-développement ?

M. Hervé de Lépinau (RN). Pour le dire autrement, certains de vos membres ont-ils pour spécialité de dégager des plus-values sur des temps réduits ?

Mme Sophie Paturle. Je n'entendais pas ce terme ainsi, mais je vais essayer de répondre à votre question : à ma connaissance, aucun membre de France Invest n'a vocation à dégager des plus-values sur des temps réduits.

Notre mission consiste à accompagner une entreprise dans une phase de son développement.

Si sa croissance se concrétise beaucoup plus rapidement que prévu, il peut arriver que l'entreprise fasse l'objet d'une cession et lance alors une nouvelle phase

de ce développement, avec l'accompagnement d'un autre investisseur financier – cela ne pose pas problème.

Certains des investisseurs qui nous confient leur épargne considèrent que nos durées d'investissement dans les sociétés s'allongent et que les délais de réalisation des plus-values pourraient être raccourcis ; peut-être faisiez-vous allusion à cela ? Compte tenu de l'environnement économique actuel, il faut admettre que réaliser les plans de développement prévus prend un peu plus de temps qu'avant.

M. Hervé de Lépinau (RN). Permettez-moi de préciser mes propos : dans le cadre de la présente commission d'enquête, nous visons particulièrement les fonds « vautours », ceux qui cherchent des plus-values dans un délai très court en se moquant éperdument du devenir de l'entreprise dans laquelle ils ont investi.

Mme Sophie Paturle. De tels fonds ne sont pas membres de France Invest.

M. Hervé de Lépinau (RN). Parmi les fonds confiés à France Invest, certains proviennent-ils d'acteurs institutionnels comme l'Agence des participations de l'État (APE), BPIFrance et la Caisse des dépôts ?

Mme Sophie Paturle. Oui. En tant qu'acteurs publics, BPIFrance, la Caisse des dépôts et la Banque des territoires ont un rôle d'accompagnement de l'investissement dans les PME. Au sein de France Invest, ils interviennent soit comme co-investisseurs directs dans les entreprises, soit comme investisseurs dans différents fonds, particulièrement dans les domaines du capital-risque et du capital-innovation (c'est-à-dire là où le risque est le plus élevé).

Dans ces domaines, l'intervention de BPIFrance est indispensable : sans elle, il serait très difficile de lever des fonds de capital-innovation de premier stade.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Vous m'avez interrogée sur mes sources s'agissant du taux de 44 % de LBO qui se terminent mal : vous trouverez le chiffre dans *L'Empire du cash*, un ouvrage du journaliste Cyprien Boganda.

Mme Sophie Paturle. Je le lirai avec intérêt.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Vous avez beaucoup parlé d'éthique et de l'attention portée au comportement des membres de France Invest. Pouvez-vous nous garantir qu'aucun d'entre eux ne pratique des facturations indues de prestations auprès des entreprises dans lesquelles ils investissent ?

Mme Sophie Paturle. Je ne peux le garantir et je ne suis pas là pour contrôler ce que font nos membres. Nous ne disposons que de leurs informations déclaratives et nous ne les avons pas interrogés à ce propos. En tout état de cause,

ce n'est pas un sujet de préoccupation pour nous, parce que ce ne sont pas des pratiques courantes de marché.

Je ne dis pas que certains fonds, comme Mutares ou Greybull, ne le pratiquent pas de façon significative. Mais ils ne correspondent en rien aux acteurs du capital-investissement membres de France Invest.

M. Michel Castellani (LIOT). Pouvez-vous nous éclairer sur la ventilation géographique du capital des entreprises financées ou cofinancées par France Invest ? Dans quelle proportion ces entreprises sont-elles également financées par des investisseurs non domestiques ?

Mme Sophie Paturle. Votre question porte, d'une part, sur les montants investis par les membres de France Invest dans des entreprises en France et hors de France. En matière de capital-investissement, c'est-à-dire hors infrastructures et dette privée, nos investissements se répartissent comme suit : 75 % en France, un peu plus de 20 % en Europe et un peu moins de 5 % dans le reste du monde.

D'autre part, nos ressources sont à 60 % françaises, à 25 % européennes et proviennent à 15 % du reste du monde.

M. Hervé de Lépinau (RN). Vous avez évoqué le rapport Draghi, qui soulignait la faiblesse des fonds d'investissement français et européens et qui défendait l'idée de faire de l'épargne un outil de souveraineté.

Je suis coauteur, avec mon collègue François Jolivet, d'un rapport d'évaluation du contrôle des investissements étrangers en France au service de la sécurité économique. Ce rapport nous a permis de mettre le doigt sur une sous-capitalisation de pans entiers de notre économie. Le révélateur a été la part de l'industrie dans le PIB, qui plafonne aux alentours de 10 %.

Pensez-vous qu'il soit nécessaire, voire indispensable, de créer un fonds souverain d'investissement français, auquel France Invest pourrait largement participer – j'ai bien noté que vous aviez 500 Md€ de placements, ce qui est considérable ?

Une fois ce fonds constitué, pourrait-il être « fléché » vers les activités duales afin de garantir notre souveraineté industrielle ? Avec un tel fonds, nous ne serions plus confrontés aux rachats, souvent effectués par des fonds américains, d'entreprises notamment nécessaires à notre base industrielle et technologique de défense (BITD). Ces rachats résultent soit de la sous-capitalisation des entreprises et de leurs difficultés à accéder à des financements pour assurer leur développement,

soit de problèmes de transmission, qui aboutissent à des LBO dirigés par des Américains.

Enfin, France Invest est une association : la liste de vos membres est-elle publique ?

Mme Sophie Paturle. Je confirme que la liste de nos membres est publique.

Je tiens ensuite à apporter une précision : France Invest ne dispose pas d'argent en propre. Les montants que vous évoquez correspondent à l'argent confié aux sociétés de gestion pour investir.

Les membres de France Invest investissent dans le secteur industriel, dont la part dans le PIB a considérablement diminué comme vous l'avez justement rappelé. Vous serez heureux d'apprendre que 25 % du capital-investissement est dirigé vers ce secteur. Nous sommes donc un investisseur majeur dans l'industrie.

Par ailleurs, nous sommes soucieux du secteur technologique.

Depuis que j'ai pris la présidence de France Invest, nous avons développé des relations étroites avec les instituts de recherche afin de renforcer leurs liens avec les entreprises, de sorte que les résultats des recherches, notamment celles du Centre national de la recherche scientifique (CNRS), leur parviennent plus facilement.

Les PME ont besoin d'innover, mais elles n'ont pas les moyens de financer des postes de chercheurs ; à nous donc de favoriser les liens et d'investir davantage dans la recherche et développement (R&D). L'investissement de la France dans la R&D est insuffisant : il ne représente que 2,3 % du PIB, loin des 3 % affichés par l'Allemagne et des 3,5 % des États-Unis. Nous nous efforçons de faciliter le transfert des travaux de recherche vers les entreprises, les produits, les services et les marchés.

Le premier secteur souverain auquel on pense est bien entendu celui de la défense : de nombreux travaux ont été menés au sein de France Invest sur ce sujet. Fin 2024, 178 entreprises du secteur de la défense étaient accompagnées par au moins un acteur du capital-investissement. En outre, quelques fonds spécifiquement orientés vers la défense se sont développés en 2025. De nombreux investisseurs prennent en considération la souveraineté dans leur stratégie d'investissement.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Les membres de France Invest sont des sociétés françaises telles que Tikehau, Ardian, Eurazeo ou Antin, mais aussi des filiales françaises de sociétés de gestion étrangères (Carlyle, KKR, BlackRock, Blackstone ou EQT). En revanche, ni Apollo ni Mutares n'en sont membres.

S'agissant des parcours et des fonctions passées de vos salariés, il nous manque encore des réponses qui nous importent. Quelles fonctions vos salariés actuels ont-ils occupées précédemment dans le secteur public ? J'entends que monsieur Marin et son prédécesseur travaillaient à la direction générale du Trésor, mais dans quelles administrations travaillaient les deux autres salariés que vous avez

évoqués, avant d'intégrer France Invest ? Enfin, certains des salariés actuels sont-ils, ou ont-ils été, des élus de la République ?

Mme Sophie Paturle. Notre assistante de communication travaillait précédemment à la direction générale du Trésor, tout comme notre chargé des relations avec les investisseurs institutionnels, qui a contribué à l'initiative Tibi.

Je ne peux pas vous apporter plus de précisions aujourd'hui, je vous les fournirai par écrit.

M. Hervé de Lépinau (RN). Monsieur Marinet a indiqué que le contrôle effectué par la HATVP opérait comme un filtre pour déceler d'éventuels conflits d'intérêts ou risques de trafic d'influence. Or il existe une très grande porosité entre la haute administration, en particulier la direction générale du Trésor, et le secteur privé de la banque et du conseil. J'en veux pour preuve le parcours de l'ancien directeur du comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri) qui, après avoir eu accès à de très nombreuses informations relatives à des entreprises en difficulté (certaines à portée stratégique), travaille désormais dans une banque d'investissement privée.

Ne pensez-vous pas que cette confusion des genres est de nature à susciter des doutes quant à l'impartialité des interventions d'un agent du secteur privé, compte tenu des informations qu'il a obtenues lorsqu'il œuvrait dans la haute administration – à la direction générale du Trésor, par exemple ?

M. Vincent Marinet. Le cadre est très strict et il a été renforcé ces dernières années : il prend la forme d'un contrôle très scrupuleux des mouvements entre la fonction publique et le secteur privé.

Je ne connais pas le cas précis que vous évoquez, mais je ne doute pas que tous les contrôles aient été effectués de manière rigoureuse et que des conditions aient éventuellement été posées à la concrétisation de ce mouvement.

Certains mouvements sont interdits lorsque des risques de conflit d'intérêts sont identifiés.

Le président M. Emmanuel Mandon. Je vous remercie de vos réponses, que vous pourrez compléter par écrit. N'hésitez pas à nous transmettre tout document que vous jugerez utile à nos travaux.

*

* *

11. Audition de représentants de salariés (19 février 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous allons échanger, ce matin, avec des représentants de salariés qui ont connu, dans leur vie professionnelle, l'expérience d'une restructuration imposée par le fonds d'investissement Mutares.

Je salue donc madame Estelle Schneider, membre (CFDT) du comité social et économique (CSE) de Bosch France, monsieur Alexandre Habra, membre (CFTC) du CSE de Lapeyre, monsieur Hervé Grillon, délégué syndical central

(CGT) chez Distrilap, entreprise intermédiaire du commerce en bois et matériaux de construction et opérateur de Lapeyre, et monsieur Khaled Hemici, ancien salarié de l'entreprise TeamTex.

Notre commission s'engage dans une démarche fondée sur des cas concrets d'entreprises en grande difficulté, ayant en commun l'intervention du fonds Mutares.

Ce fonds a pris le contrôle de TeamTex et, neuf mois plus tard, cette entreprise a été mise en liquidation, alors qu'elle occupait une position dominante sur le marché des sièges pour enfants.

Le groupe Lapeyre est réputé pour sa production de produits de menuiserie pour la maison et il comprend une filiale, Distrilap, qui assure la distribution de ses produits. Il connaît de sérieuses difficultés depuis les années 2010 et, après un rebond lié à la période de la covid-19, sa situation s'est à nouveau détériorée. Depuis sa cession par Saint-Gobain au fonds Mutares (2021), des magasins ont été fermés et des plans sociaux ont été établis, conduisant à la disparition de nombreux emplois. Pourtant, Lapeyre continue son activité et Mutares a exprimé publiquement une vision encourageante.

Chez Bosch, les salariés de l'usine de Mondeville se sont opposés à l'intervention de Mutares, qui n'a donc pas abouti. Le groupe Bosch a néanmoins planifié la fermeture du site.

Quelle appréciation portez-vous sur l'application des procédures légales d'information et de consultation des salariés et de leurs représentants ? Comment appréciez-vous les conditions dans lesquelles vous êtes amenés à exercer vos responsabilités ? Enfin, comment les salariés sont-ils accompagnés pour affronter les graves difficultés engendrées par des situations de crise ?

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

(Mme Estelle Schneider et MM. Alexandre Habra, Hervé Grillon et Khaled Hemici prêtent serment.)

M. Hervé Grillon, délégué syndical central (CGT) chez Distrilap. Le groupe Lapeyre, entreprise d'entrepreneurs, a fini dans les mains d'un groupe financier, à savoir Saint-Gobain. À l'origine, en 1934, lorsque Jean-Baptiste et Martial Lapeyre créent l'entreprise, tout se déroule bien. En 1975, le groupe est racheté par Poliet, avant son acquisition par Saint-Gobain en 1996.

À partir de 2006, Saint-Gobain constate une perte de chiffre d'affaires pour Lapeyre, qui est passé de 1,2 milliard d'euros (Md€) en 2006 à 677 millions d'euros (M€) en 2019. Les investissements de Saint-Gobain dans Lapeyre n'ont pas été suffisants pour lui permettre de progresser. Le fait marquant qui illustre le passage d'une logique d'entrepreneur à une logique financière est que la première action de Saint-Gobain a été de monter une holding. Dans un schéma classique, un magasin achète des produits, les revend à un client et réalise une marge. Or Saint-Gobain a

mis en place un système dans lequel Lapeyre SA achetait des produits à nos usines, les revendait à nos clients et versait une commission aux magasins : ce système atypique avait pour conséquence de rendre les magasins structurellement déficitaires. Le montage le plus surprenant comprenait une société holding (Partidis), qui n'employait que deux salariés et était une filiale de Saint-Gobain ; en dessous se trouvait Lapeyre SA, sans aucun salarié, qui coiffait deux pôles : l'industrie et les magasins. En 2019, Partidis réalisait un bénéfice de 415 M€, alors que toutes les autres entités étaient en déficit.

En 2019, Saint-Gobain a demandé au management de Lapeyre de produire un plan de retournement et il a également mandaté le Boston Consulting Group (BCG) pour étayer le plan d'affaires du management. Le 9 décembre 2019, le BCG a présenté un plan d'affaires prévoyant plus de mille licenciements. Saint-Gobain a refusé d'assumer ce plan et l'a gardé secret. Le 27 mars 2020, Saint-Gobain a lancé une procédure de mandat *ad hoc* et ouvert une *data room* uniquement au niveau de la holding. Ce choix est significatif, car, cette entité n'ayant pas de salariés, personne n'avait accès à ces éléments. En parallèle, Saint-Gobain affirmait rechercher un repreneur pour le groupe Lapeyre. Le 8 novembre, Saint-Gobain a annoncé dans *Le Figaro* avoir trouvé un repreneur. Entre-temps, le plan d'affaires de Mutares a fuité, dévoilant les mille licenciements. Devant l'émoi suscité, Saint-Gobain a demandé à Mutares de modifier sa proposition, ramenant le nombre de licenciements à huit cents.

En 2021, Saint-Gobain a cédé le groupe au fonds Mutares pour un euro symbolique, en fournissant une « dot » de 245 M€. Grâce aux déficits fiscaux reportables du groupe Lapeyre, qui s'élevaient à 416 M€ à la fin 2019, Saint-Gobain a pu récupérer une somme importante, l'article 209 du code général des impôts autorisant une imputation jusqu'à un million d'euros, puis à hauteur de 50 % au-delà. La dot de 245 M€ n'était donc pas un cadeau, puisque Saint-Gobain récupérerait un avantage fiscal.

Nous comptons mille deux cents salariés en 2019 ; aujourd'hui, nous ne sommes plus que 743. Neuf magasins ont été fermés, trente-et-un ont été vendus et Mutares s'apprête à vendre les dix-huit derniers. Pourquoi Saint-Gobain a-t-il demandé au tribunal de commerce de valider la reprise ? Pourquoi a-t-il mis en place une fiducie s'il avait confiance dans le plan de retournement ? Enfin, pourquoi a-t-il choisi Mutares, alors que le premier plan d'affaires avait été élaboré par le management et que le seul autre candidat en lice souhaitant conserver ce management (Verdoso) n'a pas été retenu ?

M. Alexandre Habra, membre (CFTC) du CSE de Lapeyre. Je suis délégué syndical au siège et j'ai vingt-cinq ans d'ancienneté. La période Saint-Gobain, qui a duré dix-neuf ans, est un échec sur les plans commercial, financier et social. Face à cet échec, Saint-Gobain a été tenté de se débarrasser de cette filiale gênante à moindre coût et avec une exposition médiatique minimale. Pour ce faire, on recourt souvent à des fonds spécialisés dans la cession à prix négatif, ce qui attire des repreneurs peu scrupuleux. Le cédant laisse alors une somme d'argent importante au repreneur. Pour Lapeyre, le fonds Mutares est devenu propriétaire en

apportant 20 M€, tout en récupérant une trésorerie de 240 M€ et des actifs d'une valeur de 180 M€.

C'est en réalité un investissement : comme l'entreprise perd 80 M€ par an, l'opération est rentabilisée pour Saint-Gobain au bout de trois ans. Cela permet de se défaire d'une filiale qui pèse sur les comptes et de contourner les obligations légales en matière d'accompagnement des plans sociaux et de revitalisation des territoires. De son côté, le fonds enregistre ce qu'on appelle un « gain sur achat » de 400 M€ dans ses comptes consolidés. Ces capitaux propres renforcent sa structure et lui permettent de lever des fonds sur les marchés financiers. Dans le cas d'un fonds liquidateur, une fois la filiale reprise, le comportement est souvent le même : il pille la trésorerie, vend les actifs et laisse le cadavre aux frais de l'État... Grosbill, Pixmania, Artmadis, Epec, Tréfilunion, La Meusienne, Valti, TeamTex : tous été victimes de ces pratiques de la part de Mutares.

Au 31 décembre 2024, en seulement quarante-trois mois, 300 M€ de trésorerie ont été consommés au sein du groupe Lapeyre. Sur ces 300 M€, 30 % sont partis en frais de conseil : 54 M€ pour des conseils externes, 20 M€ pour des conseils internes de Mutares et 13 M€ en salaires des dirigeants du Comex. Dans le même temps, Mutares n'a réalisé que 57 % des investissements qui avaient été budgétés. Ces frais de conseil et ces salaires se sont substitués aux investissements qui auraient été nécessaires pour redresser l'entreprise : si aujourd'hui nous n'arrivons pas à la redresser, c'est à cause de ce qui s'est passé entre 2021 et 2024.

Le surplus de trésorerie consommé, au-delà des 240 M€ laissés par Saint-Gobain, a été financé par la vente des murs des magasins (93 M€). Nous sommes passés de propriétaires à locataires, ce qui nous grève de charges locatives que nous n'avions pas auparavant, fragilise encore plus la structure et fait fuir les repreneurs potentiels.

Pour se protéger des conséquences futures de la cession, Saint-Gobain a fait de l'homologation par le tribunal de commerce une condition suspensive de la cession, ce qui s'apparente à un aveu. Celle-ci tend en effet à l'affranchir de toute mise en cause ultérieure de sa responsabilité par des salariés ou des entités publiques, comme l'a noté l'administrateur judiciaire Jérôme Chapellier dans une note intitulée « Le protocole de conciliation homologué au service du *carve-out* ». Saint-Gobain se dégage ainsi des conséquences de cette cession.

L'article L. 611-8 du code de commerce prévoit que l'homologation ne peut être accordée que si le projet assure la pérennité de l'activité. Pourtant, l'administratrice judiciaire Hélène Bourbouloux a donné un avis favorable, alors que le projet présenté au CSE prévoyait la fermeture de quatre usines et de plusieurs magasins et qu'elle disposait des rapports de quatre cabinets d'expertise différents, tous très perplexes.

Quant au tribunal de commerce, l'article L. 611-9 du même code prévoit qu'il statue après avoir entendu les représentants du CSE. Or il ne les a pas reçus, sous prétexte que la cession concernait la holding, qui n'emploie aucun salarié. C'est une interprétation malhonnête de l'esprit de la loi, car, derrière la holding, se trouvent toutes les entités et tous les salariés. En conséquence, les représentants au

CSE n'ont toujours pas connaissance de la version définitive du contrat de cession homologuée, ni du plan d'affaires final.

Fait aggravant : les rapports d'expertise soulignaient l'existence de candidats beaucoup plus sérieux, à savoir Cevital, Verdoso et le collectif des salariés. Saint-Gobain a délibérément choisi l'option Mutares. Durant cette période, il a refusé de nous donner des informations, affirmant que cela ne nous regardait pas. Il a fallu saisir la justice pour obtenir le projet de cession et les plans d'affaires. Il a ensuite déclaré qu'il ne serait pas tenu pour responsable en cas de problème, l'opération ayant été homologuée par le tribunal de commerce.

J'ai pu rendre un avis éclairé sur cette cession, en concluant que le projet de Mutares n'était pas sérieux. Le plan d'affaires était un « robinet d'eau tiède » qui se terminait par une « année magique », sans que l'on comprenne comment une hausse de plus de 5 % du chiffre d'affaires serait atteinte avec des recettes qui avaient déjà échoué sous l'ère Saint-Gobain. Tous les voyants étaient au rouge.

La présidence de la République, le Premier ministre et le ministère de l'économie ont été avertis, par plusieurs courriers recommandés, de la gravité de l'opération. Les rapports d'expertise ont été transmis au délégué interministériel aux restructurations d'entreprises, M. Guillaume Cadiou à l'époque, et des entretiens ont eu lieu pour demander au ministère public de faire appel de la décision d'homologation. Le parquet n'a pas interjeté appel.

Depuis, le ministère de l'économie subventionne le chômage partiel chez Lapeyre, que nous estimons à 3,5 M€ sur la période 2021-2024, et il enregistre des dettes fiscales et sociales de l'entreprise. En cas de liquidation judiciaire, le coût pour l'État pourrait dépasser 200 M€.

Ce dossier est très emblématique par les montants en jeu, mais aussi par les acteurs impliqués. Nous souhaitons une enquête spécifique pour comprendre le rôle exact et les motivations de chacun. Il faudrait également encadrer les cessions à prix négatif et faire en sorte que les projets portés par les salariés soient prioritaires, car ils n'ont aucun intérêt à liquider leur outil de travail. En cas de vente d'une maison, c'est toujours le locataire qui est prioritaire. Je trouve dommage que ce ne soit pas le cas pour une cession d'entreprise.

Cinq ans plus tard, je ne comprends toujours pas pourquoi Saint-Gobain a choisi Mutares. Je m'interroge sur la nature de ce fonds, qui n'investit pas et ne redresse pas. Soit nous avons affaire à un très mauvais médecin, soit à un très bon liquidateur...

Mme Estelle Schneider, membre (CFDT) du CSE de Bosch-Mondeville.
Je ne détiens pas de mandat de représentant du personnel dans une entité du groupe Mutares. Je suis membre du CSE de l'entreprise Bosch, sur le site de Mondeville, qui est en cours de fermeture. Sans la solidarité des collègues de Lapeyre et sans la mobilisation des quatre cents salariés, nous appartiendrions aujourd'hui au groupe Mutares.

Permettez-moi de saluer l'initiative de cette commission d'enquête, dont les résultats sont très attendus. Il s'agit de faire la lumière sur les pratiques de certains

fonds spéculatifs et leurs conséquences sur les entreprises – et surtout sur les salariés. Il faut aussi adapter le cadre juridique et renforcer les moyens de contrôle pour protéger les droits des salariés et leurs emplois, sans entraver l’initiative économique.

Le fonds de retournement Mutares, né en 2008 en pleine crise des *subprimes* et coté à la Bourse de Francfort, a des pratiques qui interrogent la légalité, l’éthique des affaires et les limites que notre droit entend poser au pouvoir économique. Ses pratiques choquent, d’autant qu’elles semblent échapper à toute forme de répression. Un syndicaliste de BSL à Soissons, une entreprise passée entre les mains de Mutares, m’a confié cette formule qui résume l’ambiguïté de la situation : « *Les dirigeants de Mutares roulent sur la ligne blanche.* »

Le cabinet d’analyse financière Gotham City Research a rendu publics des éléments faisant état de soupçons de financement circulaire, autrement dit une « pyramide de Ponzi », ainsi que des irrégularités comptables (“Mutares SE & Co. KGaA – Research Report”, 26 septembre 2024). L’autorité allemande de régulation financière (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, BaFin), a ouvert, le 1^{er} août 2023, une enquête pour irrégularités comptables, sans qu’aucune conclusion ait été rendue à ce jour. La semaine dernière, un ancien dirigeant de banque et membre du collège de l’Autorité bancaire européenne évoquait, à propos de ces fonds, une « dérive grave de l’éthique et de la moralité ». Dans une vidéo destinée aux investisseurs, M. Johannes Laumann, un des dirigeants de la holding, présentait l’activité de Mutares en ces termes : « *Nous achetons des ordures et nous les transformons en diamants.* »

Le travail de ces « alchimistes de la finance » a de quoi interpellier. D’un côté, un rendement de plus de 8 % est versé aux actionnaires, c’est-à-dire principalement à eux-mêmes, puisque M. Robin Laik et les membres du conseil d’administration détiennent plus d’un tiers du capital. De l’autre, la liste des fiascos sur le territoire national est longue : la Compagnie générale de voitures de Lyon (CGVL), Grosbill, Pixmania, Epec, Tréfilunion, Artmadis, BSL, La Meusienne, Valti, Azure Productions, TeamTex, les usines Ardennes de Valor et, dernièrement, Cenpa, qui vient d’être liquidée. Toutes ces entreprises ont été mises au tapis, parfois en un temps record. D’autres survivent au bord du précipice, plombées par les pertes, vidées de leur substance par les ponctions de la holding et les vagues de départs encouragées. C’est le cas de MMTB à Bordeaux, de Valor, de Silinx et, bien sûr, de Lapeyre.

S’agissant de la capacité de Mutares à redresser les entreprises, il faut souligner que les procédures collectives sont rarement engagées à son nom. Une part significative de ses opérations est conduite par des dirigeants français issus du groupe Mutares, à la suite de *Management Buy-Out* (MBO), ou via des structures intermédiaires comme ICAP GmbH, basée au Liechtenstein, ou Accursia Capital GmbH, basée à Munich. Dès lors, le nombre de redressements réussis dont se prévalent les dirigeants de Mutares doit être relativisé. Ils mettront sans doute en avant les exemples de Clecim ou de La Rochette Cartonboard pour semer le doute et discréditer leurs détracteurs. Concernant Clecim, 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.

Cela nous conduit au sujet central de la « dot » ou de l'« achat à prix négatif ». Il s'agit souvent de « mariages arrangés » entre Mutares et de grands groupes qui ne souhaitent pas payer des plans de sauvegarde de l'emploi (PSE) à la hauteur de leurs moyens : c'était le cas pour Bosch. Ces unions sont conclues discrètement. La dot, qui est l'or noir de ce groupe, est problématique sur le plan social, car le groupe cédant réalise une économie sur le PSE et partage le gain avec Mutares. Ce dernier pilote ensuite cette dot sociale pour en dépenser le moins possible et empocher le reste, une fois le délai de séquestre écoulé.

Sur le plan économique, la dot est enregistrée comme un bénéfice sans entrée de trésorerie immédiate, ce qui crée une tension et pousse les actionnaires à réclamer des dividendes. C'est ce qui, selon les analystes de Gotham, pourrait justifier des mécanismes circulaires, voire une pyramide de Ponzi. Mutares doit donc trouver du *cash* par tous les moyens : location des murs, frais de conseil exorbitants, etc. Pour Tréfilunion, par exemple, les frais de conseil représentaient 10 % du chiffre d'affaires, alors que le groupe était déficitaire.

Le dossier Mutares devrait rassembler salariés et dirigeants d'entreprise. Après que notre mobilisation a empêché la cession du site de Mondeville, des dirigeants d'entreprise m'ont contactée pour nous dire que nous avions bien fait. Le dirigeant de Cenpa, dernière entreprise liquidée, a lui-même admis que Mutares ne les avait pas aidés.

Je citerai, pour conclure, M. Daniel Yu, l'analyste de Gotham City Research : « *Le modèle économique de Mutares, consistant à extraire des liquidités de ses sociétés déficitaires via des frais de conseil, puis à abandonner ces entreprises zombies une fois les frais prélevés, exige à notre avis une boussole morale extrêmement flexible. Nous estimons que ce modèle est à la fois moralement répugnant et juridiquement douteux.* »

M. Khaled Hemici, ancien salarié de TeamTex. L'entreprise TeamTex était le numéro un sur le marché et tout fonctionnait très bien jusqu'en 2024, date à laquelle la situation a commencé à se compliquer. J'ai entendu parler d'un investissement, d'un rachat, mais, étant sourd, je ne comprenais rien. J'ai présenté ma carte d'invalidité pour obtenir de l'aide, mais j'ai eu l'impression de ne pas être respecté et que l'on profitait de moi.

L'entreprise a été liquidée. J'ai essayé de demander pourquoi et on m'a répondu que c'était à cause de problèmes financiers. Je n'ai reçu aucune information. Avec 161 autres salariés, nous avons trouvé, un jour, le portail fermé et nous avons attendu. Nous avons manifesté avec des pancartes, mais toujours sans information. Je suivais le mouvement sans comprendre. Je n'avais pas d'interprète, je me sentais abandonné. Pour les entendants, c'était un peu plus facile ; mais pour moi, c'était très compliqué.

Heureusement, ma famille, et notamment ma nièce ici présente, m'a aidé pour toutes les démarches judiciaires, y compris pour trouver un avocat. Elle m'a également aidé pour les démarches liées au chômage : elle est ma référente. C'est elle qui m'a aidé à venir à Paris : je suis un peu déboussolé, je n'ai pas l'habitude du métro et de Paris. Cette histoire m'a beaucoup angoissé. L'entreprise a fermé et je ne comprends toujours pas pourquoi. Personne ne m'a informé. J'avais l'impression d'être le dernier de la classe, de ne rien comprendre. J'ai attendu, sans rien dire. Heureusement que ma famille m'a soutenu dans toutes les démarches.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous sommes évidemment très marqués, monsieur Hemici, par votre témoignage.

Dans le cas de Bosch, vous avez réussi à empêcher la cession à Mutares, alors que pour Lapeyre, le tribunal de commerce, l'administrateur judiciaire et Saint-Gobain sont impliqués. Qu'est-ce qui explique que les salariés aient pu s'opposer avec succès à cette cession ? L'expérience de Lapeyre a-t-elle joué un rôle ? Comment avez-vous découvert que Mutares entendait fermer l'entreprise à très court terme ?

Pourquoi Saint-Gobain a-t-il vendu Lapeyre à Mutares, malgré les avis négatifs des CSE et ce que l'on savait déjà de ce fonds ?

Mme Estelle Schneider. La mobilisation des salariés a réussi à empêcher une acquisition par Mutares, parce que nous étions couverts par un accord-cadre qui prévoyait deux volets : la recherche d'un repreneur ou la fermeture. C'était le choix entre la peste et le choléra. Lutter contre Mutares, c'était aussi accepter une fermeture, ce qui n'est pas simple pour un syndicaliste qui défend l'emploi, mais pas à n'importe quel prix. Cet accord exigeait un repreneur de qualité sur les plans social, industriel et économique.

La recherche du repreneur a été confiée au cabinet Roland Berger, cabinet de conseil international qui a déjà collaboré avec Mutares, notamment chez MMTB. Ce sont eux qui nous ont présenté Mutares. La couverture médiatique de la vente de Lapeyre à Mutares avait déjà permis une prise de conscience dans l'opinion publique et chez les syndicalistes. Ensuite, la solidarité des collègues d'autres entreprises a été cruciale : ils nous ont fourni des informations très concrètes qui nous ont permis d'objectiver la situation et de justifier notre opposition, ce qui est une lourde responsabilité quand l'avenir de quatre cents salariés est en jeu.

Enfin, les dirigeants de Mutares nous ont présenté leur plan pour redresser l'entreprise. Notre site était structurellement en sous-activité et il était nécessaire qu'un repreneur arrive avec un volume de commandes important. Ils nous ont promis 18 M€ de chiffre d'affaires, déclinés en huit projets. Les deux principaux projets, des cartes électroniques pour des bornes de recharge et pour un robot-tondeuse, étaient bien connus chez MMTB, où ils devaient réaliser la partie mécanique. Or nous savions, grâce aux informations des CSE de MMTB, que ces projets étaient mort-nés et que ces productions n'avaient jamais vu le jour. C'est ainsi que Mutares tente d'hameçonner les entreprises, avec des promesses de contrats qu'ils n'ont pas et des plans de redressement très vagues.

J'ai également compris que leur conception du dialogue social était très particulière et que la greffe n'aurait pas pu prendre. L'arrivée de monsieur Calisti avec sa valise, pour donner l'image d'une prise de contrôle immédiate, a glacé tout le monde. Des drames auraient pu se produire. Mutares est très attentif à sa réputation, car c'est un atout pour acquérir des entreprises. Une opposition totale des salariés complique leurs acquisitions. Aujourd'hui, avec tout ce que l'on sait, il est difficile à un grand groupe de justifier une vente à Mutares.

M. Alexandre Habra. Chez Lapeyre, nous n'avons pas pu nous opposer à la cession par la grève. En tant que syndicalistes responsables, nous n'avons pas voulu arrêter l'activité dans une entreprise déjà en difficulté.

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* des magasins. Le collectif des salariés, par exemple, s'était refusé à cette option et demandait donc plutôt 300 M€ à Saint-Gobain.

Une deuxième hypothèse est que Saint-Gobain savait que Mutares allait liquider l'entreprise, éliminant ainsi un concurrent de ses propres réseaux comme Point.P.

Enfin, il peut y avoir une thèse plus psychologique : l'*ego* de monsieur Benoît Bazin, responsable de la stratégie catastrophique du groupe Saint-Gobain, qui a pu se dire que s'il n'avait pas réussi à redresser l'entreprise, personne n'y arriverait.

M. Hervé Grillon. Un dernier élément peut expliquer la vente à Mutares. L'hypothèse de vouloir se séparer d'un concurrent est plausible, mais le montage financier avec la holding empêchait le versement de la participation aux salariés. Ceux-ci ont d'ailleurs assigné le groupe Saint-Gobain en justice à ce sujet. Quelques années plus tard, Saint-Gobain décide de se séparer d'un partenaire devenu gênant, avec des salariés qui réclament leur dû. C'est une autre raison possible pour laquelle Saint-Gobain a voulu se défaire de Lapeyre.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous évoquez des difficultés à faire grève quand Mutares a pris le contrôle d'une entreprise. Pourriez-vous nous expliquer pourquoi ?

Mme Estelle Schneider. Pendant notre mobilisation, j'ai été contactée par des syndicalistes d'autres entreprises, parfois liquidées depuis longtemps. Ces représentants du personnel ont eu des trajectoires brisées. Leur santé a été affectée, ils sont traumatisés par les pressions subies de la part des dirigeants de Mutares. Ces dirigeants « tournent » sur les différents sites au rythme des acquisitions et l'on retrouve souvent les mêmes personnages. Par exemple, M. François Martin, qui a mis la clé sous la porte chez Valti, était aussi passé par Epec. Ce n'est pas une question de personnes, c'est un système.

J'ai compris que, chez Mutares, la situation est binaire : soit les personnes résistent, mais alors au détriment de leur santé et de leur avenir ; soit elles se rallient à la cause. On peut comprendre qu'il soit compliqué de résister à de telles pressions.

M. Alexandre Habra. De mon côté, j'entretiens de bons rapports avec les dirigeants de Mutares en France. Le contact humain est bon et ils sont relativement transparents. Si nous n'avons pas fait grève, c'est parce que nous ne voulions pas mettre en péril l'activité d'une entreprise déjà en difficulté.

Cependant, les vraies décisions ne se prennent pas avec les interlocuteurs sur site. Par exemple, en mars 2023, 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.

À cette période, nous avons demandé des comptes au directeur financier, qui est toujours en place. Il nous a dit et je le crois sincère : *« Je n'étais pas pour ce décaissement, mais c'est la maison-mère qui a décidé. »* La difficulté que nous avons, c'est que les vrais décideurs ne sont pas autour de la table ; ils sont à la maison-mère.

M. Hervé Grillon. Faire grève ne m'a pas posé de problème, car cela fait partie du processus de négociation normal pour un syndicaliste. En revanche, 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.

Leur plan d'affaires mentionnait l'utilisation de toutes les options permises par le droit du travail. Mutares aime être sur la ligne de crête et monsieur Calisti dit souvent : *« La loi, vous savez, on ne va pas s'arrêter à ça. »* Cela traduit leur façon de faire. Ce qui me frappe le plus, c'est la casse sociale : la priorité de Mutares est de faire de l'argent au détriment des salariés, dont la santé leur est, je crois, royalement indifférente.

M. Khaled Hemici. Je me souviens que les grèves et les manifestations ont duré sept jours. J'y étais en solidarité avec mes collègues. Je n'avais pas l'impression que nous étions écoutés. Étant sourd et sans interprète, je ne comprenais pas tout, mais j'étais là par solidarité. J'avais l'impression que mes collègues étaient impuissants et qu'au bout de ces sept ou huit jours, ils n'avaient pas obtenu les réponses qu'ils voulaient. Il y a eu un essoufflement et la grève s'est arrêtée.

Mes collègues essayaient de m'expliquer la situation par des mimes et je les en remercie, car cela m'a un peu aidé à comprendre, mais j'avais le sentiment qu'eux-mêmes n'étaient pas entendus. Finalement, quand ils ont abandonné, j'ai aussi abandonné.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Madame Schneider, il me semble que MMTB a également été confrontée à l'arrivée potentielle d'un fonds. Pourriez-vous nous en dire plus ?

Monsieur Habra, vous avez évoqué la décision du tribunal de commerce en faveur de Mutares, alors qu'il y avait d'autres projets concurrents : avez-vous une idée des raisons pour lesquelles le tribunal a retenu cette proposition ?

Monsieur Hemici, comment les représentants de Mutares sont-ils arrivés dans l'entreprise TeamTex ? Était-ce une petite entreprise ? Y avait-il des syndicats ? Le profil des salariés était-il particulier, peut-être modeste, avec des personnes maîtrisant mal le français, souvent des femmes isolées ayant un besoin absolu de travailler ? Comment avez-vous été accompagné vers la sortie ? Votre sentiment d'isolement est-il un cas personnel ou a-t-il été partagé par l'ensemble des salariés ? Avez-vous reçu des propositions de formation ou d'accompagnement ? Les repreneurs ont-ils expliqué leur projet ? Enfin, des salariés de TeamTex m'ont souvent raconté que les machines avaient disparu pendant une nuit : pouvez-vous le confirmer devant la commission d'enquête ?

M. Khaled Hemici. J'ai vu les personnes de Mutares venir en visite, de loin. On m'a informé qu'une grande réunion se tenait avec eux et que tous les salariés étaient conviés. Deux personnes de Mutares parlaient : elles semblaient expliquer quelque chose, mais je ne comprenais pas. J'ai demandé à mon collègue qui elles étaient. Il m'a expliqué par des mimes : *« Eux, ce seront nos nouveaux patrons. Ils ont acheté l'entreprise. »* J'ai levé la main une fois pour dire que j'étais sourd et que j'avais besoin d'être identifié comme tel. La réunion était très longue. Mon collègue a essayé de me mimer quelques phrases, mais je n'ai pas tout compris. À cette réunion, j'ai juste informé de ma surdité, puis je suis parti.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Existait-il des syndicats dans l'entreprise ? Le profil des salariés était-il plutôt modeste ?

M. Khaled Hemici. Oui, il y avait des syndiqués. La plupart des salariés étaient issus de la classe populaire. Beaucoup de mes collègues ne maîtrisaient pas le français. Moi-même, je ne le maîtrise pas, car ma langue est la langue des signes. D'autres collègues qui parlaient français essayaient de m'informer. Des collègues qui maîtrisaient le français expliquaient aussi la situation à ceux qui ne parlaient qu'arabe. Le problème, pour moi comme pour beaucoup de mes collègues, était la barrière de la langue et l'absence d'interprètes.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Avez-vous été accompagné vers la perte d'emploi ? Êtes-vous un cas isolé ou les autres ne l'ont-ils pas été non plus ?

M. Khaled Hemici. Je n'ai eu aucun accompagnement, aucune formation, absolument rien. On ne m'a rien dit. À ma connaissance, mes collègues n'ont pas eu d'accompagnement non plus. Sur les 161 salariés, aucun n'a été accompagné. Seuls 41 d'entre nous ont entamé des poursuites judiciaires. Dans mon cas, cela a été possible grâce à ma famille, mais, pour beaucoup d'autres salariés, cela n'a pas été possible, faute de moyens et d'aide.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Confirmez-vous devant la commission d'enquête que, de façon brutale et inattendue, les machines que vous utilisiez ont disparu ? Je rappelle que TeamTex était un fleuron européen de la production de sièges auto.

M. Khaled Hemici. J'ai entendu parler de la disparition de machines dans une autre salle, à laquelle je n'avais pas accès. J'ai entendu dire que des machines avaient été vendues ou changées. Je pense que cela a pu engendrer la liquidation.

En 2013, TeamTex était vraiment au sommet et continuait de progresser. J'ai l'impression que c'est au moment du rachat, vers 2023-2024, que des rumeurs de difficultés ont commencé. On nous a alors dit que la solution était le rachat, mais c'est ce rachat qui a finalement conduit à la liquidation. Pendant toutes ces années, j'étais concentré sur mon travail, j'étais sérieux, quels que soient les patrons. La fermeture m'a beaucoup attristé.

Mme Estelle Schneider. MMTB a déjà subi un PSE et une réduction de ses effectifs. Pour répondre au besoin de trésorerie de la holding, MMTB lui a prêté 30 M€, via une convention de trésorerie. Traversant lui-même des difficultés, MMTB 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 MMTB deviendrait actionnaire des sites Valor, en France et à l'étranger. L'argent sera donc redirigé vers ces sites et MMTB recevra, en contrepartie, une participation dans leur capital. Or si ces entreprises subissent le même sort que les autres, MMTB perdra sa mise. C'est le même problème qu'a connu TeamTex : un processus d'appauvrissement de l'entreprise qui, au moment du dépôt de bilan, laisse les salariés sans aucun accompagnement.

En fin de compte, c'est l'Association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés (AGS) qui paie. Ce régime étant financé par les cotisations des employeurs, ce sont donc les patrons qui travaillent sérieusement qui règlent l'ardoise sociale laissée par des fonds spéculatifs comme Mutares.

Le cas TeamTex est une succession de dysfonctionnements sur toute la chaîne de contrôle. Il faut non seulement revoir la loi, mais aussi se donner les moyens de l'appliquer.

Cela soulève une autre question. Lorsque vous êtes racheté par Mutares, vous êtes en réalité racheté par une entité spécifique, comme « Mutares 45 » ou « Mutares 76 », dotée d'un capital social de quelques milliers d'euros. En cas de faillite, la maison-mère n'est pas contrainte de contribuer aux pertes de sa filiale ; pourtant, comme on le voit avec MMTB, la filiale est contrainte de fournir de la trésorerie à la holding : il y a là un paradoxe, ou une incohérence, dans la loi.

M. Alexandre Habra. La vente de Lapeyre s'est déroulée dans le cadre d'un mandat *ad hoc*. Comme il s'agissait d'une cession à prix négatif, de nombreux candidats se sont manifestés. Un premier tri a été fait, pour ne retenir en phase II que les candidats les plus sérieux : Cevital, Verdoso et le collectif des salariés. Ensuite, c'est Saint-Gobain qui a choisi de dire que le meilleur candidat était Mutares.

L'administrateur judiciaire avait un pouvoir suspensif : elle aurait pu dire que le plan n'était pas bon, mais elle n'avait pas le pouvoir d'imposer un autre repreneur. Si elle avait bloqué le plan, Saint-Gobain aurait été obligé de revoir sa copie. De même, le tribunal de commerce aurait pu ne pas homologuer la cession.

Comme l'homologation était une condition suspensive, cela aurait également contraint Saint-Gobain à revoir sa copie. C'est toujours le cédant qui décide en dernier ressort.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Monsieur Hemici, vous avez évoqué la mobilisation d'avocats, bien que cette démarche soit financièrement très compliquée pour les salariés de TeamTex. Pouvez-vous nous dire ce que préconisent vos avocats et sur quels fondements ils pensent pouvoir s'appuyer pour mettre en cause Mutares ?

M. Khaled Hemici. En effet, j'ai recours à un avocat avec l'aide de ma nièce. Cependant, lors des discussions, je ne comprends pas tout. Je dispose parfois d'un interprète, mais pas toujours. Même en présence d'un interprète, j'aurais souhaité le concours de ma sœur. L'avocat emploie parfois des phrases très longues, si bien que je ne saisis pas tous les tenants et aboutissants. Ma nièce m'assiste dans les démarches, mais comme elle ne maîtrise pas totalement la langue des signes, la communication reste incomplète.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pourriez-vous préciser exactement les droits que vous avez ou non perçus à l'issue de ce que je considère comme une prédation extrêmement rapide de la part de Mutares ? En effet, en quelques mois, Mutares a liquidé une entreprise française qui pouvait tout à fait poursuivre son activité. Il me semble que les droits des salariés ont été très faibles, puisqu'il a été dit que l'entreprise TeamTex n'avait plus de fonds pour indemniser les salariés de façon supplémentaire. Pouvez-vous me confirmer que Mutares n'a pas versé un seul euro pour abonder les droits, les indemnisations, le reclassement et l'accompagnement des salariés à la suite de la liquidation de l'entreprise ? Je rappelle qu'il s'agit de salariés qui, souvent, y travaillaient depuis quinze, vingt ou vingt-cinq ans.

M. Khaled Hemici. Seules les indemnités légales m'ont été versées et la rupture a été brutale. Certains de mes collègues connaissaient leurs droits, mais pas tous. Ce sont d'ailleurs des collègues qui m'ont appris que l'entreprise allait fermer, mais je n'ai reçu aucune information de la part de Mutares.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Cela signifie donc qu'au moment de la cession par la famille qui était propriétaire de l'entreprise, rien n'a été dit aux salariés concernant le changement de propriétaire. Leur a-t-on indiqué qu'à l'intérieur du portefeuille d'activités de Mutares se trouvait un autre producteur de sièges auto en Allemagne ?

M. Khaled Hemici. Je n'ai reçu aucune information des anciens propriétaires. Le père était décédé et le fils avait pris le relais. Je n'ai eu aucune information sur le rachat par Mutares, ni de la part de la famille propriétaire, ni de Mutares par la suite. L'information ne m'est parvenue que par mes collègues. J'ai entendu parler de l'activité en Allemagne, mais ce sont mes collègues qui me l'ont dit. Ce sont les seules informations que j'ai eues et elles provenaient uniquement de mes collègues, non de la famille propriétaire.

M. Hervé Grillon. Saint-Gobain a externalisé un plan social, empêchant ainsi les salariés d'obtenir des aides et un reclassement dignes de ce nom. Il faut savoir que Saint-Gobain avait provisionné un PSE à hauteur de 58 M€... mais ses critères étaient déjà une imposture complète, car l'entreprise n'a jamais été en capacité d'expliquer pourquoi elle mettait en place un tel plan, ni en quoi le retrait de certains salariés d'un magasin redresserait l'entreprise ! Finalement, un PSE de 11 M€ a été mis en œuvre et Saint-Gobain a empoché le reste, une fois la fiducie terminée. Le seul objectif de ce PSE était d'encaisser le reliquat des provisions.

Depuis le début, notre position est constante : Saint-Gobain doit assumer ses responsabilités dans cette affaire et octroyer les sommes nécessaires pour redresser l'entreprise. Ensuite, que le groupe souhaite la vendre à qui il veut n'est pas un problème, mais il doit d'abord redresser l'entreprise et assumer ses responsabilités.

M. Alexandre Habra. De 2021 à 2024, l'entreprise Lapeyre était sous le contrôle d'un contrat de cession qui prévoyait des garde-fous. Il est intéressant d'observer comment, une fois ce contrat arrivé à échéance le 31 décembre 2024, Mutares a contourné tous ces garde-fous. Premièrement, il y avait une fiducie sociale de 57 M€, somme réservée uniquement à l'accompagnement des salariés en cas de PSE. Il y avait aussi une fiducie immobilière de 93 M€. De plus, un contrôle des décaissements des frais de conseil de Mutares était en place : 2 M€ la première année, 2 M€ la deuxième, 2 M€ la troisième et 8 M€ la dernière, pour un total ne pouvant dépasser 14 M€. Or, sur la période, Mutares en a facturé vingt... Comme ils n'ont décaissé que 8 M€, ils ont prétendu respecter le garde-fou. Cependant, dès 2025, ils ont décaissé l'intégralité de leurs frais de conseil, soit 20 M€, ce qui correspond d'ailleurs à leur mise de départ.

Ensuite, la fiducie sociale, normalement réservée aux employés, est retombée dans le fonctionnement de Lapeyre. C'est sur celle-ci qu'ils ont pu décaisser leurs honoraires. Symboliquement, c'est assez cynique : ils se sont servis dans la caisse réservée aux employés pour se payer.

Le dernier garde-fou concernait les 93 M€ de murs. Une fois cette protection levée, fin 2024, ils en sont aujourd'hui à vendre tout le reste, c'est-à-dire les 100 M€ d'actifs restants. Une fois que ces 100 M€ de murs auront été vendus, il n'y aura plus véritablement d'actifs immobiliers à vendre chez Lapeyre.

Mme Estelle Schneider. Le cas de TeamTex est absolument scandaleux et il illustre le déséquilibre intenable entre une société-mère qui, depuis l'Allemagne, organise le pillage et la mise à terre de fleurons industriels, et la situation des salariés. Les recours juridiques sont très compliqués. Pour obtenir réparation des préjudices subis, il n'existe quasiment aucune voie de recours pour engager la responsabilité de la société-mère, alors même qu'elle est totalement responsable de ce qui s'est passé. Lorsque Mutares a acheté TeamTex en décembre 2024, le bilan qu'ils ont publié faisait état de 14 M€ d'actifs circulants ; au mois de mai, il n'y avait plus rien. Il n'est pas acceptable que des opérations aussi rapides et dramatiques pour le sort des entreprises et de leurs salariés puissent être menées, laissant plus de deux cents salariés sur le carreau.

M. Khaled Hemici. Je tiens à remercier l'ensemble des membres de la commission d'enquête de m'avoir écouté, de m'avoir permis de m'exprimer et d'avoir reconnu mon handicap.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. La situation de TeamTex est effroyable pour les salariés. En quelques mois, des employés présents depuis quinze ou vingt ans se retrouvent mis à la porte sans bien comprendre ce qui leur arrive, avec des droits réduits au minimum et sans qu'un seul euro ait été mis sur la table par Mutares. L'entreprise a été clairement vidée de sa trésorerie, puis liquidée, alors qu'elle avait manifestement des possibilités de poursuivre son activité. Nous sommes dans un cas typique de retournement menant très rapidement à la faillite, avec deux cents salariés qui se retrouvent du jour au lendemain sans moyens de reclassement. Et ce sont les cotisations de tous les employeurs de France qui viennent au secours des salariés pour leur garantir un minimum de droits, sans que Mutares ait eu à déboursier quoi que ce soit, après avoir mis la main sur TeamTex et sans que l'on sache bien ce que le fonds a pu prélever pendant ce temps.

La société Mutares s'est opposée à la mise sous mandat *ad hoc* de Lapeyre, procédure qui permettrait de trouver de nouveaux repreneurs, alors même que le cabinet d'expertise comptable Altinea la préconise pour tenter de sauver l'entreprise, tant elle est aujourd'hui en difficulté. Dans les mois à venir, si une telle mise sous mandat *ad hoc* était possible, quel avenir pourriez-vous envisager ?

Je voudrais également savoir si tous les murs qui ont permis de dégager 200 M€ de liquidités pour Mutares ont été vendus. Je comprends que cela engendre des loyers absolument exorbitants pour d'éventuels repreneurs. Pour le dire de manière un peu brutale : la situation dans laquelle se trouve Lapeyre, du fait de la reprise par Mutares, empêche-t-elle aujourd'hui toute reprise qui permettrait d'assurer la viabilité de l'entreprise ? En somme, y a-t-il encore un espoir après quatre ans de prédation par la société Mutares ?

M. Alexandre Habra. Il faut comprendre pourquoi un mandat *ad hoc* n'a pas été déclenché et la raison tient justement au *lease-back* des magasins : dans les contrats de *lease-back*, on certifie sur l'honneur ne pas être en procédure de mandat *ad hoc*, afin de ne pas effrayer le bailleur qui reprend les actifs. C'est pourquoi, tant que le *lease-back* n'est pas terminé, Mutares choisit de ne pas déclencher le mandat *ad hoc*.

Aujourd'hui, 93 M€ ont été vendus et il en reste cent. Sur ces 100 M€, un premier lot de 40 M€ a déjà été vendu. Ce qui est envisagé pour mars, c'est la vente des 60 M€ restants. Nous supposons que c'est la raison pour laquelle Mutares ne veut pas recourir à un mandat *ad hoc* : il veut finir de vendre la totalité des murs.

Nous souhaiterions presque que le mandat *ad hoc* soit déclenché, car cela permettrait de prendre le temps nécessaire pour chercher des repreneurs et pour travailler. Il faut éviter une situation où nous nous retrouverions sans repreneur ayant pu étudier le dossier, avec une période d'observation réduite à deux mois. L'administrateur pourrait alors conclure que la banque Lazard a cherché des repreneurs *in bonis*, qu'elle n'a trouvé personne, qu'aucun repreneur global n'est intéressé, mais nous n'aurons pas eu alors le temps de travailler. Le cabinet Altinea

voulait travailler à la proposition d'un plan d'affaires « choral », car plusieurs partenaires financiers pourraient s'associer pour une reprise des magasins et des usines. Aujourd'hui, il est possible de sauver plus de la moitié des magasins et une bonne partie des usines, mais encore faut-il pouvoir travailler, se mettre autour de la table et contacter tous les repreneurs potentiels ensemble. De plus, lorsqu'on lance un mandat *ad hoc*, on est obligé de recontacter les anciens candidats qui avaient été écartés en phase II. Mais l'urgence est surtout de pouvoir travailler à l'établissement d'un plan de reprise globale.

M. le président Emmanuel Mandon. Je tiens à vous remercier de votre participation et de votre présence. Je vous précise que vous pouvez, bien entendu, compléter vos interventions et répondre à toutes les demandes de précisions, car de nombreuses questions ont surgi. Un questionnaire vous a été adressé en amont et nous attendons votre retour.

*

* *

12. Audition de MM. Henri-Pierre Garnier, président, et André Calisti, conseiller du *Board* du fonds d'investissement Mutares France (19 février 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous accueillons aujourd'hui monsieur Henri-Pierre Garnier, président de Mutares France, et monsieur André Calisti, conseiller du *board*, que nous remercions de se prêter à l'exercice exigeant du témoignage devant une commission d'enquête de l'Assemblée nationale, d'autant plus que vous êtes les premiers à être interrogés sur vos propres activités.

Le fonctionnement des fonds d'investissement nous paraît, de manière générale, marqué par une certaine opacité et cette opacité est propice à la suspicion. Nous constatons aussi que, dans certains cas, l'intervention d'un fonds d'investissement ne permet pas de mettre un terme aux difficultés éprouvées par une entreprise dont ce fonds a pris, totalement ou partiellement, le contrôle. Nous voudrions en comprendre les raisons et, en particulier, nous nous demandons ce qui peut pousser des responsables chevronnés à s'engager dans une aventure dont il n'est pas certain qu'elle se traduise par la continuité de l'entreprise. Est-il possible de concilier la recherche d'une rentabilité financière élevée avec l'impératif économique du maintien de l'activité ? Envisagez-vous, dès l'origine de votre intervention, des modalités de cession de l'entreprise qui assurent à celle-ci des perspectives économiques durables ?

Pourriez-vous nous exposer l'historique des interventions de Mutares en France, en précisant l'ensemble des entreprises concernées, celles que vous avez rachetées ces dernières années, les cas où vous avez réussi le redressement et ceux où l'objectif n'a pas été atteint ?

L'article 6 de l'ordonnance du 17 novembre 1958 relative au fonctionnement des assemblées parlementaires impose aux personnes auditionnées

par une commission d'enquête de prêter serment de dire la vérité, toute la vérité, rien que la vérité.

(MM. Henri-Pierre Garnier et André Calisti prêtent serment.)

M. Henri-Pierre Garnier, président de Mutares France. Le fonds Mutares a été souvent cité, parfois critiqué, au cours des auditions de votre commission et je rappelle que nous avons déjà été auditionnés, en avril 2025, par la commission d'enquête de l'Assemblée nationale sur la multiplication des plans sociaux en France.

Il me paraît utile d'en revenir aux faits, aux métiers que nous exerçons, à leurs contraintes, à leurs résultats et aussi à leurs limites. Mon objectif est de vous expliquer simplement, concrètement et avec objectivité ce que l'on peut attendre des fonds d'investissement en général et, je l'espère, désamorcer quelques fantasmes autour du monde du retournement – et, plus particulièrement, autour de l'action de Mutares.

Le fonds Mutares est un groupe industriel allemand ayant son siège à Munich et coté à la Bourse de Francfort, ce qui l'oblige à une publication annuelle de ses résultats, compilés dans un rapport consultable en ligne par tous. Vous y trouverez notamment le prix d'acquisition des sociétés reprises ainsi que l'évolution de leur performance.

Nous sommes spécialisés dans la reprise d'entreprises industrielles en très grande difficulté et dont l'avenir est menacé à court terme. Nous intervenons le plus souvent dans des secteurs en tension, comme les équipements automobiles, l'ingénierie, les services aux infrastructures, la logistique, les industries spécialisées, le commerce, mais aussi la chimie et les matériaux de construction. Nous agissons à travers un réseau de onze bureaux en Europe et quatre bureaux en Chine, aux États-Unis, au Japon et en Inde. En France, Mutares est officiellement implanté depuis 2015 : nos bureaux sont situés à Paris et nous employons une trentaine d'experts opérationnels, français pour leur très grande majorité.

Mutares n'est pas un fonds d'investissement au sens d'une société de gestion. Un fonds gère des capitaux pour le compte de tiers. Mutares, au contraire, n'investit que ses propres capitaux et porte donc l'intégralité des risques, financier comme industriel, puisque nous reprenons le plus souvent 100 % du capital des entreprises concernées. Notre destin est donc lié à celui des entreprises que nous reprenons. Leur redressement fait notre réussite, tant financière que réputationnelle. Transmettre une entreprise solidement relancée est également la finalité de notre action et le meilleur retour sur investissement que nous puissions envisager. Nos intérêts sont donc pleinement alignés sur ceux de nos participations.

Notre métier peut se résumer en trois verbes : reprendre des entreprises industrielles lorsque les solutions classiques ont échoué ; redresser, par une action opérationnelle directe, en stabilisant, réorganisant et relançant ; transmettre, une fois l'entreprise redevenue profitable et autonome, à un actionnaire adapté qui pourra en poursuivre le développement. Notre métier est bien souvent une alternative à une fermeture pure et simple.

Cela fait dix ans que Mutares s'est implanté en France. Les opérations de reprise d'entreprise en difficulté sont strictement encadrées dans notre pays. En cas de reprise dans le cadre d'une procédure collective, judiciaire ou amiable, ces opérations impliquent les tribunaux de commerce, les administrateurs et mandataires judiciaires, parfois les services de l'État, et toujours les collectivités locales et les représentants des salariés. Les projets de reprise présentés sont systématiquement analysés, comparés, débattus et validés par les tribunaux de commerce. Quand la reprise se fait de gré à gré, les candidats présentent un projet de plan de reprise, qui ne peut être très détaillé au stade des études préliminaires et qui est soumis à la fois aux cédants et aux élus représentant le personnel (pour avis), avant qu'une transaction soit conclue. Nous travaillons également en relation avec les services de l'État, notamment la mission interministérielle aux restructurations d'entreprises (Mire) et le comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri) au sein du ministère des finances, et en transparence avec les collectivités territoriales.

En dix ans d'activité en France, vingt-neuf sociétés nous ont été confiées et nous en détenons encore neuf. Quelques exemples : Walor, groupe industriel de forge et d'usinage de pièces métalliques pour l'automobile, qui emploie environ mille personnes à travers onze usines, principalement en Europe, en France, ainsi qu'en Chine, au Mexique et aux États-Unis. Notre travail avec Walor consiste à diversifier ses marchés afin de réduire sa dépendance à l'industrie automobile. Nous venons également de finaliser l'acquisition de l'activité de production de pigments bleu outremer auprès du groupe Venator, entreprise qui emploie cent quinze personnes et aurait déjà disparu sans notre intervention, emportée par la liquidation du groupe international Venator. C'est une acquisition stratégique pour Mutares, qui renforce notre position dans le secteur de la chimie des plastiques. Et bien sûr, le groupe Lapeyre.

Sur ces vingt-neuf sociétés, nous en avons cédé quatorze. La toute dernière en date, Clecim, a été cédée en 2023. Cette entreprise industrielle, qui conçoit et fabrique des lignes de production pour l'industrie sidérurgique et métallurgique, est située à Savignieux, dans la Loire, et emploie deux cent trente personnes. Nous l'avons reprise en avril 2021 auprès du groupe Mitsubishi, alors qu'elle enregistrait des pertes annuelles de 10 à 15 millions d'euros (M€) depuis près de dix ans. Mutares a immédiatement déployé son modèle opérationnel de retournement et ses experts. Clecim a renoué avec la rentabilité dès 2022, passant d'une marge opérationnelle de - 35 % à +3 %, que nous avons ensuite stabilisée par la conquête de nouveaux contrats en France et à l'étranger. En septembre 2023, le groupe industriel français SNEF, via sa filiale Fouchard, a soumis une offre que nous avons acceptée pour acquérir 100 % du capital de Clecim, afin d'en poursuivre le développement.

Depuis dix ans, nous sommes parvenus à stabiliser et/ou à céder les sociétés reprises dans plus de 80 % des cas. Mutares a pris la responsabilité de douze mille salariés en France et a maintenu 70 % de ces emplois initialement condamnés, soit environ 8 400 postes préservés. Au-delà des trajectoires individuelles, cela représente des milliers de familles sécurisées, mais aussi un impact économique

majeur : autant d'allocations chômage évitées pour les finances publiques, des cotisations sociales maintenues et un pouvoir d'achat préservé qui continue d'alimenter l'activité dans les territoires concernés.

Je souhaiterais également combattre l'idée reçue selon laquelle nous reprendrions des entreprises pour un euro, avec une trésorerie renflouée et sans y investir. Dans plus de 40 % des cas en France, nous avons payé un prix d'acquisition et, depuis dix ans, nous avons investi près de 160 M€ dans des sociétés françaises. La majorité de ces fonds provient non pas d'établissements bancaires, mais directement du résultat accumulé de nos opérations de retournement dans le monde. Ces fonds sont injectés principalement en capital ou prêtés à ces mêmes sociétés pour en soutenir l'activité, et jamais en conversion de créances comme cela a pu être évoqué. Prenons l'exemple de Peugeot Motocycles : les titres ont certes été acquis pour 1 euro, car la société accusait des pertes importantes, mais, dès le premier jour, nous avons apporté 7 M€ supplémentaires pour financer sa transformation ; nous avons depuis réinvesti plus de 10 M€ pour en assumer les pertes et prolonger la durée de vie de cette société.

Le retournement industriel est un métier d'urgence, sous contrainte de trésorerie (et donc de temps) et, souvent, dans un déficit de confiance. Les décisions que nous prenons sont parfois difficiles, toujours imparfaites, dans des situations déjà très dégradées avant notre arrivée, avec des conséquences parfois lourdes pour les destins personnels. Nous assumons pleinement ce rôle, grâce à l'implication de nos équipes d'experts opérationnels, que je suis très fier de représenter, et grâce au dialogue que nous entretenons avec les salariés et toutes les parties prenantes. Nous ne pouvons pas redresser une entreprise sans l'adhésion de ses salariés. On ne fait pas du retournement à Paris, dans le VIII^e arrondissement, mais bien auprès des équipes, dans les territoires.

Ce métier comporte des succès, mais il implique aussi parfois des échecs. C'est le cas pour tous les acteurs du retournement. Nous ne connaissons que des situations difficiles : nous comparer à des fonds d'investissement classiques, c'est comme comparer un cabinet de chirurgie esthétique à une salle de réanimation... En dix ans, nous avons appris et nous nous sommes adaptés, à travers plus de sélectivité dans nos investissements, un meilleur ancrage local et plus de dialogue. En toute humilité, nous avons accumulé une expérience significative dans la résolution des problématiques que notre industrie traverse. Nous avons l'ambition de rester un acteur majeur du retournement en France et croyons fermement pouvoir constituer un atout pour organiser la transition économique actuelle. En stabilisant ces actifs fragilisés, nous évitons des ruptures brutales dans les bassins d'emploi et préservons des savoir-faire industriels critiques. À l'échelle macroéconomique, nous espérons agir comme des amortisseurs de crise, des opérateurs du recyclage industriel.

Mutares occupe une position stratégique singulière, à la fois observateur privilégié des mutations industrielles et opérateur de terrain. Présents en Europe, en Asie et aux États-Unis, nous disposons d'une lecture globale des dynamiques sectorielles et des chaînes de valeur. Nous mettons cette vision internationale au service des entreprises que nous reprenons pour élargir leurs débouchés et

repositionner leurs stratégies. Notre ambition est de faire de cette position d'interface un véritable levier de relance.

Qui reprend ces entreprises quand plus personne n'y croit ? Qui accepte d'investir là où le risque est maximal ? Parler de « prédation » pour qualifier l'action des fonds de retournement, c'est ignorer les 8 400 emplois maintenus, les sites relancés, les savoir-faire préservés. Ce que nous visons, ce n'est pas la disparition des capacités productives, mais au contraire la seconde chance que nous pouvons leur offrir, dans une conjoncture marquée par des chocs systémiques majeurs.

Enfin, Mutares est un acteur allemand, issu d'un pays attaché à son outil industriel. C'est fort de cette culture, adaptée au modèle français, que nous intervenons, avec la volonté de nous inscrire durablement dans son tissu industriel.

M. le président Emmanuel Mandon. Pourriez-vous nous présenter plus précisément le processus-type de retournement d'une entreprise ? Quelles sont les compétences que vous apportez et les changements que vous introduisez dans sa conduite, notamment dans sa structuration juridique et la composition de son équipe dirigeante ?

Vous avez cité les partenaires obligatoires dans une opération de reprise : les services de l'État, les collectivités territoriales et, en dernier lieu, les représentants des salariés. Or vous avez ensuite affirmé que le redressement n'était possible qu'avec leur adhésion. Je note ce point d'interrogation, car, dans la culture française, le salarié est important.

Quel est le modèle de rentabilité d'une holding industrielle comme Mutares ? Quelles sont ses sources de revenus et la part des prestations de conseil que vous facturez aux entreprises rachetées ?

Avez-vous perdu de l'argent dans certaines entreprises françaises que vous avez rachetées ?

Enfin, de manière plus globale, pourriez-vous nous préciser les marges de manœuvre dont dispose Mutares France et votre degré d'autonomie par rapport à la maison-mère ?

M. Henri-Pierre Garnier. Une fois l'acquisition réalisée, le mode d'intervention de Mutares repose sur des équipes opérationnelles composées d'experts-métier de très haut niveau, issus soit des plus grands cabinets de conseil, soit de grands groupes industriels où ils occupaient des postes de direction. Ces salariés de Mutares sont dépêchés au sein des entreprises que nous reprenons. Il s'agit d'experts en développement commercial, en stratégie d'achat, en finance, en ressources humaines ou en relations sociales : nous disposons, en interne, de toutes les fonctions d'une direction générale. Ces personnes sont, en outre, des spécialistes de la crise, un profil très difficile à trouver sur le marché du travail en France, qui possèdent une expertise fonctionnelle et sont prêts à se déplacer, cinq jours par semaine, sur des sites industriels, dans des situations et des climats sociaux souvent très dégradés.

Dans la plupart de nos acquisitions, nous réalisons des opérations de « détournage » de grands groupes. Le dossier Lapeyre est emblématique, car, comme

dans le cas de Valti, nous reprenons des sociétés qui ne sont pas équipées pour opérer de manière autonome. Dans ce cas, nous avons repris une société qui ne disposait pas de direction financière, ni de direction commerciale, ni de direction des achats, ni, à ma connaissance, de direction des ressources humaines. C'est là que nos experts peuvent intervenir temporairement, pour mettre en place ces fonctions jusqu'au recrutement des personnes qui prendront le relais localement. Nos experts opérationnels jouent donc un double rôle : conseiller les équipes de direction en place ou, si elles sont absentes, assumer temporairement ces fonctions.

Les changements que nous pouvons imprimer dépendent des circonstances. Par exemple, nous devons reconstruire une fonction commerciale lorsque la commercialisation était assurée par la maison-mère. Il en va de même pour la gestion des systèmes informatiques, qui sont très souvent des fonctions mutualisées au niveau des groupes. Durant la première phase de détournement, qui dure en général de six à douze mois, nous nous concentrons sur ces tâches. En parallèle, nous commençons à optimiser le fonctionnement de la société : nous revoyons les politiques d'achat, nous négocions avec les fournisseurs pour optimiser les coûts, nous rencontrons les clients pour éventuellement renégocier les prix et chercher de nouveaux contrats. Nous n'omettons aucune zone d'ombre pour assurer le retournement le plus rapidement possible. Nous agissons sous la contrainte du temps, dictée par la consommation de trésorerie de la société. Nous jouons un « contre-la-montre » dans chacune de nos interventions.

Nous reprenons souvent 100 % du capital d'une société, donc 100 % de ses titres, mais nous ne modifions pas sa structure juridique. Nos acquisitions se font par des sociétés holding françaises ou allemandes, détenues à 100 % par la « tête de pont » du groupe, la société Mutares SE & Co. KGaA. Nous sommes donc loin de montages « exotiques » et extrêmement transparents sur notre fonctionnement.

Notre modèle de rentabilité repose sur trois piliers. Notre source principale de revenus est due aux produits de cession des sociétés et aux dividendes que les sociétés retournées peuvent nous verser. Je rappelle qu'une société ne peut verser des dividendes qu'à partir du moment où elle a un bénéfice distribuable, ce qui suppose une position pérenne. Cette distribution de dividendes, en droit français, doit être validée par un commissaire aux comptes : il n'y a donc pas de décision unilatérale.

Les prix de cession de nos sociétés entrent également en ligne de compte. Nous avons parlé de Clecim, qui a été cédé pour un prix positif. Je peux citer d'autres exemples en France : Japy Tech, Repartim, le groupe STS, que nous avons introduit en bourse, ou la société Senpa. À l'étranger, nous avons repris auprès du groupe Thales une société nommée Steyr Motors, qui fabrique des moteurs pour les chars Leopard allemands. Nous l'avons acquise pour un euro symbolique et l'avons introduite en bourse pour environ 180 M€. De même, Frigoscandia, spécialiste de la logistique sous température contrôlée dans les pays scandinaves, a été revendue pour une soixantaine de millions d'euros. Toutes ces informations sont publiques. La principale source de nos revenus est donc bien le produit de la cession de nos sociétés et/ou les dividendes qu'elles nous versent.

En dernière position viennent les frais de conseil que nous facturons à ces sociétés pour couvrir le coût des experts opérationnels. La fixation des tarifs de ces prestations n'est pas une « figure libre », c'est un exercice encadré par les auditeurs du groupe Mutares, lesquels s'appuient sur les comparaisons de marché que nous leur fournissons et qu'ils revoient chaque année pour s'assurer que nous ne faisons pas d'arbitrage fiscal. Les tarifs de ces experts sont comparables au marché et correspondent à leur niveau de séniorité. Nous avons fait le choix d'employer des salariés afin de garantir le caractère reproductible de nos méthodes.

Nous avons connu des échecs, c'est vrai, et je peux en citer trois principaux. La société Pixmania, spécialiste de la distribution d'articles électroniques en ligne, que nous avons reprise en 2013 et qui a connu un redressement judiciaire et une liquidation en 2016. Nous l'avons reprise dans un contexte de guerre des prix farouche entre Amazon et Cdiscount, et nous n'avons pas réussi à retourner l'activité à temps. Le deuxième cas est Artmadis, spécialiste de la distribution d'articles d'art de la table aux hypermarchés. Nous avons d'abord retourné la société, qui a connu deux ans de résultats positifs, avant que la situation du marché et le fait que l'ancien actionnaire décide de couper les approvisionnements ne nous entraînent dans une spirale qui a conduit à la liquidation, après que nous ayons réinjecté près de 5 M€. Le troisième cas est celui de la société TeamTex, que nous avons reprise en 2023 et qui, malheureusement, a connu des difficultés trop importantes, menant à sa liquidation dès 2024. Dans chacun de ces cas, comme dans d'autres, nous avons perdu de l'argent.

M. André Calisti, conseiller du *board* de Mutares. D'un point de vue juridique, l'implication des représentants du personnel est de droit, puisque toute acquisition d'une nouvelle participation impose une information-consultation. L'implication des représentants des salariés passe donc, d'abord et chronologiquement, par cette procédure. Ensuite, la réunion mensuelle du comité social et économique (CSE) permet, selon la méthodologie de Mutares, de faire un point d'étape sur les avancées et les difficultés.

Dans de nombreuses participations, comme chez Lapeyre, la motivation des salariés passe aussi par un accord d'intéressement, qui a été très largement signé. Au moment de l'acquisition de Lapeyre, nous avons aussi impliqué les représentants du personnel à travers d'un accord de partage de la valeur, qui prévoyait que, dès lors que l'entreprise serait cédée, les salariés se verraient attribuer une partie du produit de cession.

La plupart des entreprises que nous reprenons ont été délaissées par leur précédent actionnaire, qui a décidé de les céder. Nous devons donc proposer un projet industriel, un projet d'avenir, pour ces salariés. Sur la totalité de nos participations, 70 % des emplois ont été conservés. Cela signifie que le projet industriel proposé a satisfait des salariés qui sont restés dans le projet Mutares.

M. Henri-Pierre Garnier. Nous tenons à instaurer, dans ces sociétés, une transparence souvent meilleure que celle des actionnaires précédents. Cela se traduit très concrètement par des séances au cours desquelles nous nous adressons à l'ensemble des salariés, immédiatement après l'acquisition, pour expliquer les

conditions de la reprise et les premières initiatives stratégiques. Nous le faisons aussi à l'issue des trois premiers mois, la période de « cent jours » durant laquelle nous élaborons un plan beaucoup plus détaillé avec les équipes sur place, que nous présentons ensuite aux représentants du personnel et à l'ensemble des salariés. Cela débouche enfin sur des points réguliers avec les salariés, via tous les mécanismes de communication interne classiques.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pixmania, Valti, Lapeyre, TeamTex ou Artmadis : toutes ces entreprises françaises ont pour point commun d'être (ou d'avoir été) détenues par Mutares. Elles ont un autre point commun : elles ont été liquidées ou sont en voie de l'être. Je pourrais citer deux autres opérations en cours. Vous avez parlé de Walor Bordeaux : un plan de sauvegarde de l'emploi (PSE) vient de conduire au licenciement de près de deux cents salariés. Vous avez cité Peugeot Motocycles en laissant entendre que la situation était positive : or il y a de très nombreux licenciements, un recours massif au chômage partiel et les représentants des salariés témoignent de formes de harcèlement moral ou de pression psychologique.

Sur les vingt-neuf entreprises que vous avez rachetées depuis 2012 en France, dix au moins ont été amenées à la barre d'un tribunal de commerce pour redressement ou liquidation. C'est pourquoi votre chiffre de 80 % d'entreprises préservées m'étonne. Ces entreprises sont Pixmania, Artmadis, Grosfillex, EPC, BSL, Meusonic, Trefilunion, Valti, TeamTex, ainsi que deux usines de Walor. Selon mes estimations, vous avez déjà détruit directement deux mille six cents emplois et il vous reste neuf entreprises en portefeuille.

Une récurrence dans vos pratiques se dessine. Nous avons évoqué les frais de conseil prélevés sur les entreprises, qui atteignent des montants extrêmement élevés et qui permettent de rétribuer Mutares, ses membres ou des cabinets dont vous êtes proches, ainsi que de rémunérer les dirigeants que vous placez. Pour dégager ce *cash*, vous procédez presque toujours de la même manière : vente des murs d'usines ou de magasins, des stocks de matières premières, voire des machines ou des brevets. Vous procédez aussi à une chute des investissements, alors qu'ils pourraient être indispensables pour relever l'entreprise. Bref, vous rachetez pour un euro symbolique des entreprises en difficulté et avec une belle trésorerie – c'est le cas de Lapeyre, avec une « dot » laissée par Saint-Gobain – et, curieusement, cette trésorerie s'évapore en quelques mois ou quelques années.

Malgré les échecs des entreprises que vous reprenez, Mutares continue d'afficher une excellente rentabilité – en tout cas, en matière de rémunération de ses dirigeants. Vous êtes aujourd'hui sous le coup d'une enquête judiciaire pour délit de banqueroute pour la reprise de Valti. Vous avez été sanctionné par l'autorité de régulation allemande (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, BaFin) en septembre 2023. Vous êtes également sous le coup d'une nouvelle enquête au titre de vos comptes jugés insincères. Je précise aussi, puisque vous affirmez éviter les fermetures, que certains salariés la préfèrent plutôt que d'être repris par Mutares : nous avons entendu, tout à l'heure, une représentante des salariés de Bosch-Mondeville expliquer qu'ils avaient préféré un PSE en bonne et due forme.

Je vous remercie, par avance, de vous expliquer sur tout cela devant la représentation nationale. Des centaines de salariés en France attendent vos réponses et j'espère qu'elles seront aussi claires et directes que nos questions.

Vous mentionnez systématiquement le succès de Clecim. Mais sur les vingt-neuf entreprises, n'est-ce pas le seul ? Pouvez-vous citer un autre succès, c'est-à-dire une revente qui n'a pas ensuite donné lieu à un redressement judiciaire dans les cinq ou dix ans et/ou à une suppression massive d'emplois ?

M. Henri-Pierre Garnier. Votre question me donne l'occasion de rappeler les nombreux succès que nous avons pu engranger en France.

La première société est Repartim, que nous avons reprise au groupe Belron, plus connu sous le nom de Carglass. C'est une société spécialiste de l'intervention à domicile – serrurerie, vitrerie, plomberie. Elle réalisait environ 30 M€ de chiffre d'affaires et perdait énormément d'argent. Nous l'avons repositionnée en trois ans. Elle est devenue leader sur son marché en termes de délai de réponse et de qualité des dossiers. Une fois la rentabilité revenue et le chiffre d'affaires développé, nous avons pu céder cette société aux assurances du Crédit Mutuel, qui l'ont intégrée dans leur groupe.

Le deuxième exemple est Japy Tech, près de Dijon, spécialiste de la fabrication de cuves à lait réfrigérées. Après des difficultés au sein du groupe allemand GEA, nous l'avons reprise. En deux ou trois ans, nous avons amélioré la qualité des produits. À notre arrivée, deux tiers des produits sortant de la chaîne devaient être repris. Nos experts en excellence de production ont résolu ces problèmes, tandis que nos experts en développement commercial ont ouvert de nouveaux marchés, notamment en Asie du Sud-Est. Japy Tech a ensuite été reprise par son dirigeant avec le soutien de fonds régionaux et, à ma connaissance, elle se porte toujours aussi bien.

Je voudrais ensuite parler du groupe STS, que nous avons fini par introduire en bourse en 2018. Il était constitué d'une société italienne (STS Acoustics), que nous avons « retournée », mais surtout de deux autres ensembles : l'un repris au groupe Mecaplast (aujourd'hui, Novares), avec deux usines en France, et un autre repris auprès du groupe Plastic Omnium, avec neuf usines, dont cinq en France. Nous avons constitué ce groupe qui a fini par représenter environ 400 M€ de chiffre d'affaires et une rentabilité de 24 M€ par an. La société a été introduite en bourse, puis cédée à un acteur industriel majeur. Je tiens à rappeler que nous n'avons fermé aucun site de production sur ces deux périmètres français et que la société se porte toujours bien.

Voilà quelques exemples que l'on peut opposer à l'argument selon lequel nous « plantons » systématiquement les entreprises que nous reprenons.

M. André Calisti. Walor a fait face à un problème lié aux décisions de grands constructeurs français de poursuivre leurs productions à l'étranger. Les deux sites que vous évoquez n'ont pas été fermés, nous avons maintenu et poursuivi l'empreinte industrielle de Walor : ces sites ont été cédés et rachetés par un autre industriel, d'ailleurs local.

M. Henri-Pierre Garnier. Vous avez également évoqué Walor Bordeaux et Peugeot Motocycles. Ces sociétés fonctionnent toujours et restent *in bonis*. Elles présentent des difficultés, mais aussi des opportunités. L'usine Walor de Blanquefort, à Bordeaux, fait face à un défi : elle était spécialisée dans la production de boîtes de vitesses manuelles pour moteurs thermiques. Nous sommes en train de repositionner cette activité, mais nous devons faire face à la chute de ses débouchés principaux. La réalité est que nous avons dû adapter le nombre de collaborateurs à la trajectoire du chiffre d'affaires : nous le regrettons évidemment.

Vous avez évoqué le fait que Mutares utiliserait des « cabinets proches » : je ne sais pas exactement ce que cela signifie. Il est vrai que, sur certains dossiers, nous avons utilisé des experts externes de premier plan : on peut ainsi parler du cabinet Advancy sur la stratégie, avec lequel nous n'avons jamais travaillé par ailleurs, ou du cabinet Kobal-Blau, qui nous a soutenus dans le détournement informatique du groupe Lapeyre et aux services duquel nous avons eu recours sur d'autres dossiers, car nous étions satisfaits de leur performance.

J'imagine que vous pensez également au cabinet Porsche Consulting. Il est vrai que M. Johannes Laumann, directeur des investissements-groupe, a fait une partie de sa carrière au sein de ce cabinet. Pour autant, nous avons réalisé des appels d'offres et avons choisi, en conséquence, le cabinet Porsche Consulting en France (et non en Allemagne) pour nous aider à améliorer la performance industrielle des sites du groupe Lapeyre.

Nous avons aussi travaillé avec les cabinets EPSA et Kepler. Le choix de ces cabinets de conseil s'est fait en toute conscience, à l'issue d'appels d'offres et dans l'intérêt de l'entreprise, car à la fin, ce n'est pas Mutares qui décide, c'est bien la société.

Vous avez évoqué la rémunération des dirigeants que nous installons. Il n'y a pas de règle particulière sur ce sujet : les dirigeants que les sociétés recrutent peuvent avoir des rémunérations inférieures ou supérieures à celles des dirigeants précédents. Évidemment, nous préférons qu'elles soient systématiquement inférieures. Pour autant, pour attirer des profils de premier plan dans des situations extrêmement dégradées, qui peuvent nuire à leur réputation, il est parfois nécessaire de négocier des rémunérations supérieures. Encore une fois, nous faisons ce qui va dans l'intérêt de la société : il n'y a pas que le coût d'un dirigeant qui est à prendre en compte, il y a aussi sa valeur ajoutée.

M. André Calisti. L'année dernière, nous avons proposé aux députés qui nous interrogeaient de venir travailler avec nous sur ces questions. Nous renouvelons cette invitation, à la fois pour visiter les participations et pour regarder, sur pièces, la rémunération d'un certain nombre de dirigeants, que nous anonymiserons bien évidemment. Cela permettra de bien comprendre qu'elle est composée d'une part fixe et d'une part variable, liée à la performance de l'entreprise. Je réitère donc l'invitation à venir travailler avec nous sur ces questions : nous sommes absolument prêts à le faire dans les meilleurs délais.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Si je comprends bien, sur les vingt-neuf entreprises que vous dites avoir reprises, vous pouvez en citer quatre qui

correspondent à ma définition d'un succès. En ce qui concerne Walor, outre les nombreux licenciements, nous avons des raisons d'inquiétude puisqu'apparemment, hier en CSE, la vente des murs et des parkings a été annoncée. C'est une opération que vous réalisez bien souvent pour faire remonter de la trésorerie et permettre des prélèvements, notamment via des frais de conseil.

Lapeyre compte 2 700 salariés et paraît en grande difficulté. C'est un cas d'école, car il est encore temps d'agir. Pourriez-vous me donner le montant moyen annuel, depuis trois ans, des frais de conseil internes et externes, ainsi que les montants versés aux dirigeants ? D'après les données que nous avons, que je vous demande de confirmer ou d'infirmer, sur les quarante-trois mois écoulés depuis la reprise, nous arrivons à une estimation de 87 M€, soit 30 % de la trésorerie que vous avez récupérée lors de la vente par Saint-Gobain. Ces 87 M€ se ventilerait en 20 M€ pour des frais de conseil internes et 54 M€ pour des frais de conseil externes.

Sur les 20 M€ de frais de conseil internes, en réalité, 12 M€ ont été prélevés juste au début de l'année 2025. Est-ce parce que vous ne pouviez pas le faire avant, étant engagés jusqu'au 1^{er} janvier 2025 à ne pas faire remonter plus de 8 M€ ? Vous auriez donc prélevé les 12 M€ restants dès le début de 2025, sachant déjà les très grandes difficultés de Lapeyre.

Monsieur Calisti, un représentant des salariés nous a rapporté que vous lui auriez dit que ce prélèvement n'aurait pas dû avoir lieu et qu'il s'agissait d'une décision de la maison-mère. Confirmez-vous ces chiffres ? Était-il normal et justifié de prélever 12 M€ supplémentaires de frais de conseil internes début 2025 ?

M. Henri-Pierre Garnier. Je confirme le montant de 20 M€ de frais de conseil facturés et décaissés par Lapeyre, pour les prestations apportées par Mutares. Au cours des quatre premières années (2021-2024), ce sont 2 M€ par an qui ont été décaissés par Lapeyre, pour un total de 8 M€ et conformément à l'accord homologué avec le tribunal de commerce et Saint-Gobain. En 2025, des décaissements complémentaires ont effectivement eu lieu, qui correspondaient principalement à des facturations antérieures que nous n'avions pas le droit de décaisser auparavant – et nous avons tenu cet engagement. Ces sommes représentaient donc, sur les quatre premières années, un investissement supplémentaire de Mutares. Lapeyre a ensuite décaissé, en 2025, ces douze millions d'euros complémentaires qui, je le rappelle, correspondent au coût des prestations de nos experts opérationnels.

En ce qui concerne les frais de conseil externes, vous avancez un chiffre de 54 M€. Je ne suis pas en mesure de le confirmer aujourd'hui, mais il me semble élevé par rapport à la réalité que nous avons connue chez Lapeyre.

Quant aux rémunérations de l'équipe dirigeante, il faudra que nous vérifiions le montant total avec la société Lapeyre. En tout cas, je peux vous affirmer qu'il n'y a pas de double facturation : aucun salarié de Mutares ne perçoit un salaire de Lapeyre en complément de la facturation de ses services par Mutares. Je suis absolument catégorique sur ce point.

M. André Calisti. L'exemple que vous donnez sur ma prise de position supposée montre bien les relations d'ouverture et de transparence que nous avons avec les représentants du personnel. Il y a bien, comme vous le dites vous-même, un échange de points de vue qui peuvent être très différents.

Il ne faut pas se contenter de regarder ces vingt millions d'euros sans se demander ce que cette somme a permis de faire. Ne retenir qu'un montant sans jamais poser la question de l'utilité, c'est ne faire qu'une partie du chemin.

La question des frais de consultant est compliquée à comprendre et le versement de telles sommes, pour des personnes dont le salaire est de 2 000 € ou 3 000 € bruts par mois, est difficile et complexe à appréhender, bien que nous ayons tenté, à plusieurs reprises, d'expliquer ce que cet argent avait permis de réaliser. Je rappellerai que, nonobstant les difficultés actuelles de Lapeyre, l'entreprise a été reprise par Mutares en 2021. Nous sommes en 2026 et nous avons, c'est un fait, conservé la majorité des emplois. Sur les trois mille personnes présentes à notre arrivée, un tiers sont parties... mais sur dix départs, un seul s'est fait dans le cadre d'un plan social.

J'admets avoir dit aux élus qu'il était parfois compliqué de comprendre qu'un tel montant puisse être versé dans un tel contexte.

M. Henri-Pierre Garnier. Les prestations que nous effectuons sont intégralement documentées, à la fois dans les facturations adressées par Mutares aux sociétés et dans les livrables que nos experts produisent. Je réitère l'invitation lancée par monsieur Calisti : si vous voulez juger sur pièces de la qualité de nos interventions, nous sommes prêts à vous ouvrir nos dossiers et vous montrer ce que nous avons pu apporter, là où nous avons réussi et là où nous avons parfois échoué.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'accepte bien volontiers votre invitation à visiter vos sites et à consulter vos documents. J'espère que vous serez prêts à nous transmettre aussi, sous le sceau de la confidentialité, les livrables des prestations de conseil.

J'avais demandé les estimations annuelles de l'ensemble des frais de conseil et de Comex. Nos chiffres, sur une période de quarante-trois mois, s'élèvent à 87 M€, ce qui fait 20 M€ par an – et non les 2 M€ par an que vous avancez. Nous sommes à 20 M€ par an pour l'ensemble des frais de conseil internes, externes et de Comex, répartis comme suit : 20 M€ de frais internes, 54 M€ de frais externes et 13 M€ de rémunération du Comex.

Quelle est la rémunération annuelle moyenne des membres dirigeants que vous avez installés chez Lapeyre ? Nos informations indiquent que ces rémunérations sont bien supérieures à celles constatées lorsque Saint-Gobain était propriétaire. Comment l'expliquez-vous, alors que l'entreprise va mal ?

Enfin, monsieur Calisti, lors de l'audition du 30 avril 2025 devant la commission d'enquête sur les défaillances des pouvoirs publics face à la multiplication des plans de licenciements, vous avez affirmé que la rémunération de monsieur Ténart était inférieure à 500 000 €. Le confirmez-vous ? Car après vérification, cela nous semble impossible.

M. Henri-Pierre Garnier. Je n'ai pas tous les chiffres sous les yeux, mais je serais ravi de vous les transmettre sous le sceau de la confidentialité. Comme nous vous l'avons dit, dès lors qu'il s'agit d'un salarié de Mutares, il n'y a pas de rémunération complémentaire issue de Lapeyre : l'ensemble des prestations assurées par un salarié de Mutares au sein de Lapeyre, qu'il fasse ou non partie du Comex, se reflète uniquement dans la facturation de Mutares à la société.

M. André Calisti. La question qui m'avait été posée par un membre de cette commission d'enquête ne portait pas sur Lapeyre : c'était une question générale sur les salaires. Effectivement, de manière générique, sous la forme d'une moyenne et non d'un salaire nominatif, j'ai dit que nous n'étions pas dans les niveaux que vous évoquez : vous pouvez reprendre le compte rendu, ce n'était pas la nature de la question.

Aujourd'hui, vous posez une nouvelle question en désignant une personne. Dans ce cadre, je préfère vous redire ce qu'a dit monsieur Garnier : ce sont des éléments dont l'interprétation peut être très différente. Si vous me le permettez, nous vous les transmettrons sous le sceau de la confidentialité, mais avec toute la transparence que requiert une telle question.

M. Henri-Pierre Garnier. De la même manière que nous l'avons fait l'année dernière, nous apporterons des précisions par écrit, cette année encore.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Les chiffres que j'ai obtenus, par voie de presse ou d'expertise, sont les suivants : en 2021, 2022 et 2023, quatre dirigeants, à savoir messieurs Ténart, Lurson, Nicolas et Couste-Noble, ont chacun touché, en moyenne, une rémunération brute annuelle de 669 000 €, donc très supérieure à celle des dirigeants précédents. Confirmez-vous ou infirmez-vous ce chiffre ?

De la même façon, pour 2024, j'ai un chiffre de 2,7 M€ de prestations en tant que consultants pour messieurs Calisti, Guégan, Gersener et San Giovanni. Confirmez-vous ou infirmez-vous ce chiffre ?

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Vous êtes conscients qu'une entreprise s'inscrit dans un écosystème composé de son environnement, du territoire où elle est installée, des élus qui se préoccupent de ce territoire, mais aussi des salariés qui sont sa force vive.

Concernant TeamTex, que pouvez-vous nous dire de la vision que vous aviez de la situation particulière des salariés ? Une population tendanciellement modeste, avec un certain nombre de personnes ne maîtrisant pas bien la langue française, des femmes isolées, parfois des personnes porteuses de handicap. Aviez-vous conscience de cette situation ?

De surcroît, aviez-vous conscience que le territoire sur lequel est implantée cette société est en difficulté sur le plan économique ?

Enfin, vous avez mentionné à plusieurs reprises avoir échangé avec des élus. Qui sont-ils et quelle a été la nature de ces échanges ?

M. André Calisti. Si vous me demandez si nous connaissions à l'avance, avant la reprise de TeamTex, l'origine des salariés et les difficultés inhérentes à leur

parcours, la réponse est négative : ce critère n'entre évidemment pas en compte dans la sélection des entreprises que nous reprenons et il serait au contraire terrible que cette sélection puisse porter sur l'origine des personnes ou leurs difficultés, qu'elles soient physiques ou ethniques. Très clairement, nous ne disposons pas de cette connaissance. Nous en avons pris conscience au quotidien, dans le cadre du travail mené avec les salariés. Il s'agissait donc d'une information acquise *a posteriori* et non *a priori*.

Par ailleurs, vous avez évoqué les rapports de l'entreprise avec les élus territoriaux. Mais j'avoue n'avoir pas bien compris votre question.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Vous avez indiqué avoir rencontré des élus du territoire. Nous souhaiterions connaître leurs noms, ainsi que la nature de vos échanges.

M. André Calisti. Sur les élus politiques, je ne suis pas en mesure de vous répondre pour l'instant.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Pour quelle raison ? Vous nous l'avez pourtant déjà indiqué lors de la commission d'enquête sur les défaillances des pouvoirs publics face à la multiplication des plans de licenciements. Le compte rendu peut en témoigner, vous avez largement insisté sur ce point, le présentant comme une « marque de considération » de votre part pour le territoire – je n'apprécie d'ailleurs guère cette expression, car un territoire n'a de valeur que par les hommes et les femmes qui y vivent. Disons plutôt que c'était une marque de considération pour le contexte et la situation dans lesquels vous vous inscriviez.

M. André Calisti. Merci de vos précisions, je comprends mieux désormais.

Lorsque j'évoquais des rencontres avec les élus des territoires, il s'agissait d'une réponse d'ordre général. En effet, nous rencontrons, la plupart du temps, ces élus, mais je n'ai pas souvenir que des élus aient été rencontrés dans le cadre du dossier TeamTex, ni d'avoir mentionné de telles rencontres.

En revanche, ce qui est exact, c'est qu'au moment des difficultés de TeamTex, nous avons eu un contact avec un commissaire au redressement productif (CRP) – de mémoire, il s'agissait de monsieur Verret. Le dossier TeamTex a également fait l'objet d'une réunion au ministère des finances avec madame Hélène Lebedeff, mais ce point reste à vérifier.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Si je comprends bien, vous n'avez pas eu de rencontre avec des élus politiques. Pourtant, je vous garantis – et nous pourrions reprendre le compte rendu – que vous l'avez affirmé, avec insistance, lorsque nous nous sommes vus le 30 avril 2025. Permettez-moi donc de vous faire part de mon étonnement.

Lorsque vous avez pris conscience, *a posteriori*, de la situation des salariés et de leur profil – je précise que je n'ai jamais parlé d'origine, mais bien de profil social –, qu'avez-vous pensé et qu'avez-vous mis en place pour eux ?

M. André Calisti. J'ai déjà tenté de vous répondre. Je comprends que mes réponses puissent ne pas vous convenir, mais je m'efforce de vous apporter les

éléments dont je dispose. Je n'étais pas moi-même présent sur le dossier TeamTex et c'est pourquoi je m'étonne que l'on me prête des propos concernant une entreprise dans laquelle je n'étais pas impliqué.

Concernant votre question sur ce qui s'est passé ensuite et ce que nous avons fait, je ne peux pas vous répondre aujourd'hui. Toutefois, nous nous engageons à fournir, dans les meilleurs délais, toutes les réponses que nous n'avons pas immédiatement, comme vous l'aviez proposé l'année dernière.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Pouvez-vous nous fournir le contrat d'anté-cession qui vous liait au précédent propriétaire ? Vous avez en effet indiqué à plusieurs reprises, y compris le 30 avril devant la commission d'enquête, que les difficultés ultérieures de l'entreprise pouvaient s'expliquer par des éléments qui vous auraient été cachés au moment de l'acquisition de cette société, que vous avez liquidée quelques mois plus tard. Pouvez-vous le prouver ?

M. Henri-Pierre Garnier. Un certain nombre de procédures sont encore en cours concernant nos relations avec Nania. Nous évaluerons l'opportunité de vous fournir plus d'informations quant à ce contrat d'anté-cession ou d'autres documents que vous pourriez requérir.

Dans le dossier TeamTex, Mutares a récupéré une société que vous avez qualifiée de « fleuron européen ». Elle avait pourtant perdu un tiers de son chiffre d'affaires au cours des trois années précédentes... et si elle avait connu une légère croissance durant cette période, celle-ci s'était accompagnée d'un creusement de ses pertes opérationnelles : en 2019, elle accusait sa première année de pertes ; en 2020, elle avait perdu environ 900 000 € de résultat opérationnel ; en 2021, les pertes se montaient à 7,8 M€. A cela s'ajoutait à un surendettement massif, de l'ordre de 14 M€, que nous avons réglé en procédant à un remboursement partiel de cette dette, avec un apport de 5 M€ par Mutares.

Les difficultés de TeamTex précédaient donc très largement l'intervention de Mutares. À notre sens, ce n'est pas la cession qui a précipité les difficultés de la société, puisque nous nous sommes efforcés de la désendetter et d'apporter toute notre expertise opérationnelle pour créer des gains de productivité dans les ateliers et ouvrir de nouvelles pistes de développement commercial. Tout cela, évidemment, dans le respect des salariés et des collaborateurs de la société.

M. Jean-Paul Mattei (Dem). Vous avez indiqué racheter beaucoup d'entreprises dans le cadre d'opérations de liquidation ou de plans de continuation. Rachetez-vous des personnes morales ou des éléments d'actif ? En matière de liquidation, il est plus compliqué de racheter la personne morale ; j'imagine que vous rachetez alors des actifs. Comment les identifiez-vous ?

Vous avez également dit que la rentabilité de vos opérations provenait, d'une part, de la vente des entreprises redressées : sur ce point, je rejoins la question de la rapporteure sur la pérennité des entreprises après leur cession par vos soins. D'autre part, vous avez évoqué les avances de trésorerie que vous consentez aux entreprises : comment vous rémunérez-vous sur ces avances ? Quel est le taux de rémunération desdites avances ? Est-il conforme à la réglementation, notamment au

taux fiscalement déductible, ou est-il supérieur au taux d'un financement bancaire externe ?

Enfin, vous percevez également des rémunérations via les holdings actives qui animent ces sociétés. Quels sont vos critères de rémunération ? Plus globalement, comment vous rémunérez-vous ? Avez-vous une règle, un taux de rémunération pour les prestations que vous fournissez à vos filiales ?

Je suppose que votre motivation à investir est financière. Mais est-ce la seule ? Quel est l'esprit de votre action ? S'agit-il de récupérer facilement de la trésorerie ou bien avez-vous une vision à long terme d'un maillage du territoire et d'un accompagnement des structures ?

M. Henri-Pierre Garnier. Si l'on reprend la chronologie d'une opération, il est très rare que nous identifions nous-mêmes les actifs. Mon métier, depuis dix ans, consiste à construire des relations avec des banques d'affaires, des avocats, mais aussi des administrations et des organisations syndicales, qui nous approchent avec des problématiques de pérennité de sites industriels et nous mettent en concurrence pour que nous proposons des projets de reprise. L'identification de ces opportunités n'est donc pas souvent de notre fait, même si nous sommes évidemment au courant de certaines situations et allons parfois, de manière proactive, discuter avec les propriétaires de sites industriels pour trouver des solutions – mais cela reste une minorité de cas.

Nous intervenons très rarement dans le cadre de procédures collectives judiciaires. Dans l'immense majorité des cas, nous reprenons des sociétés dites *in bonis*, c'est-à-dire hors procédure. De plus en plus souvent, nous intervenons dans le cadre très facilitateur de la conciliation, procédure collective amiable. Aujourd'hui, tous les dossiers majeurs passent systématiquement par une conciliation et donc par la validation du plan de reprise (et de sa solidité financière) par un administrateur judiciaire nommé par le tribunal de commerce : c'est là un point très important.

Nous n'acquérons que très peu d'actifs à la barre du tribunal. Nous le faisons uniquement lorsque cela s'inscrit dans une logique industrielle et que nous pouvons adosser ces actifs à des sociétés préexistantes pour générer des synergies et apporter des solutions plus rapidement. Nous ne reprenons des sociétés que lorsque nous identifions un potentiel de redressement.

Je ne vois pas bien comment on pourrait gagner de l'argent, en France, en organisant des faillites. C'est un jeu extrêmement dangereux, car notre activité est très encadrée et contrôlée, comme le prouve la présente commission d'enquête : un acteur pourrait peut-être le faire une fois, mais pas deux. De notre côté, nous n'avons jamais été appelés en comblement de passif ou en responsabilité sur les dossiers qui se sont mal terminés en France. Nous respectons toutes les règles du jeu et nous nous assurons que les sociétés ont un potentiel de rebond, car, dans le cas contraire, les dégâts tant financiers que réputationnels nous seraient fatals.

Vous avez ensuite évoqué les structures de financement qui peuvent porter sur des actifs immobiliers, productifs ou des stocks. On peut aussi penser à

l'affacturage sur les créances-clients. Ces mécanismes permettent de financer des sociétés qui sont *persona non grata* auprès des banques. Les solutions de financement de ces entreprises reposent parfois, en partie, sur leurs actifs, mais c'est le cas pour toutes les sociétés, qu'elles soient en retournement ou non : il s'agit de mobiliser certains actifs du bilan pour dégager des financements. Les sociétés que nous reprenons n'ont, en général, pas accès au financement bancaire en raison de leur historique de pertes et de leur fragilité. C'est d'ailleurs un sujet de réflexion plus général : comment faciliter le financement de ces entreprises en transition, qui se heurtent à des refus de la part des acteurs bancaires ?

S'agissant des avances en compte courant, nous avons en effet investi des dizaines, voire des centaines, de millions d'euros pour soutenir nos sociétés en portefeuille. Depuis notre première opération en France, nous avons injecté 72 M€ en capitaux propres et non en dette. Les fonds propres ne sont pas rémunérés, hormis par les dividendes qu'une société peut verser une fois redevenue rentable.

Une question portait sur les modalités des prêts d'actionnaire. Ces prêts sont rémunérés au taux auquel le groupe Mutares se finance lui-même sur les marchés de capitaux. Il y a donc une transparence totale : 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.

S'agissant enfin des structures de holding et de leur rémunération, à ma connaissance, il n'y a pas de rémunération des holdings par les sociétés. La seule rémunération perçue par Mutares (ou les sociétés intermédiaires) correspond aux prestations de service des experts opérationnels dépêchés sur place. Il n'y a pas de frais de siège, je ne saurais vous citer d'exemples où il y aurait des frais de siège.

M. André Calisti. Il est important que nous fassions de la pédagogie et puissions vous expliquer au mieux ce que nous faisons : venez nous voir, venez comprendre comment nous travaillons.

Notre première motivation est de participer au redressement industriel de la France, puisque nous sommes français. Nous cherchons, chaque fois que possible, à apporter notre méthode. Nous ne sommes pas des spécialistes d'un secteur industriel donné, mais du redressement d'entreprises en difficulté – que ce soit sur le plan social, commercial ou industriel. Nous n'oublions jamais les salariés, même si on nous en fait parfois le procès.

Nos trois objectifs sont donc : redresser l'entreprise sur le plan industriel ; apporter la méthode Mutares qui, même si elle ne fonctionne pas toujours, a fait ses preuves ; donner aux salariés un avenir, sinon radieux, du moins pérenne pour leur carrière, leur salaire et leur famille.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. L'entreprise Lapeyre disposait d'une trésorerie de départ de 240 M€, à laquelle se sont ajoutés 95 M€ grâce à la vente des murs. Sur cette trésorerie, en quarante-trois mois, 87 M€ sont partis en frais de

conseil et en rémunération des dirigeants, soit environ 30 % : jusqu'à présent, vous n'avez pas infirmé ces chiffres.

Je reviens sur le prélèvement de 12 M€, début 2024, pour des frais de conseil internes à Mutares. Compte tenu des difficultés que connaissait déjà l'entreprise, ces 12 M€ supplémentaires pour frais de conseil internes étaient-ils une décision de la maison-mère ou une décision de votre part ?

M. Henri-Pierre Garnier. Il s'agit d'une décision des dirigeants de Lapeyre de régler ces facturations qui, je le rappelle, correspondent à des prestations qui n'avaient pas été payées au cours des quatre années précédentes.

M. André Calisti. Je m'associe à ce qui vient d'être dit et réaffirme que ces frais ont une contrepartie opérationnelle, lisible et mesurable. Je pense qu'il est important de considérer les deux aspects du sujet.

M. Henri-Pierre Garnier. J'indique également que nous avons renoncé à 5,8 M€ de facturations pour des prestations passées, qui avaient été émises et que nous avons, depuis, annulées.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. La question des obligations de consultation et d'information des salariés est importante et nous a été fortement soulignée par leurs représentants, qui disent en manquer singulièrement. Le recours à une holding n'est-il pas un moyen de contourner ces représentants ? Nous avons, en tout cas, de nombreux témoignages en ce sens. Sinon, quelle est la raison d'être de cette holding ?

M. André Calisti. Je ne vois aucun lien entre l'existence d'une holding et l'information-consultation des salariés.

Dans aucune participation, nous ne nous sommes affranchis de l'information-consultation : je le dis d'autant plus facilement que j'ai commencé mon activité chez Mutares fin 2012 et que j'ai mené la quasi-totalité de ces procédures. Que le contenu des informations-consultations ne satisfasse pas les élus est une autre affaire. Mais personne ne peut prouver que la procédure n'a pas été respectée ou que la holding a servi à s'en affranchir.

Notre souci de transparence m'incline à vous dire : « *Venez, regardons ensemble et donnez-moi des cas précis où il y aurait eu une sorte de "fraude" à l'information-consultation.* »

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Avez-vous transmis le contrat de cession de Lapeyre aux représentants des salariés ?

M. Henri-Pierre Garnier. De mémoire, je ne le pense pas, car ce contrat de cession est un contrat entre deux parties privées – en l'occurrence, Saint-Gobain et Mutares. Ce type d'information peut être transmis dans le cadre d'une expertise dédiée, mais, à vrai dire, je ne sais plus si nous l'avons fait : je ne le crois pas, mais je ne veux pas l'affirmer.

En principe, ce n'est jamais le cas dans les procédures d'information-consultation et de reprise, car ce n'est pas une information habituellement de nature

à impacter les relations sociales ou l'appréciation du projet par les salariés, que nous leur présentons avec la plus grande transparence possible.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je ne partage pas ce qui vient d'être dit.

Dans le cas de Lapeyre – mais c'est aussi celui d'un certain nombre d'autres entreprises françaises que vous avez reprises – pouvez-vous confirmer que vous avez reçu 3,5 M€ au titre du chômage partiel, de janvier 2022 à décembre 2023, et que l'État vous a également accordé un délai de paiement, sur une créance sociale et fiscale de 20 M€ ?

M. Henri-Pierre Garnier. Pouvez-vous me rappeler le premier point ?

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Il s'agit de 3,5 M€ de chômage partiel en deux ans, plus une dette de 20 M€ – d'ailleurs, si cet étalement de dette n'avait pas été accordé, vous seriez en redressement judiciaire.

M. André Calisti. Nous confirmons avoir obtenu le bénéfice de l'activité partielle de longue durée rebond (APLD-R) et un aménagement de dette. Sur les montants, nous réservons notre réponse, car nous n'avons pas ici la totalité des chiffres.

M. Henri-Pierre Garnier. Concernant le report des charges sociales, un accord a été trouvé avec la commission départementale des chefs de services financiers (CCSF) pour étaler le remboursement de cette dette par Lapeyre. Évidemment, il a été assorti de contreparties et de garanties de la part de Mutares : le réinvestissement de 5 M€ dans Lapeyre, l'octroi d'une ligne de crédit de 5 M€ supplémentaires à destination des fournisseurs et l'abandon de 5,8 M€ de facturations de *fees* (dont nous avons déjà parlé). Cet accord est bilatéral : ce n'est pas un geste gratuit de l'État, ce qui est tout à fait normal.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Dès le début, vous avez procédé à un *lease-back* qui a rapporté 95 M€ à Lapeyre. Un deuxième vous a rapporté 40 M€ et vous vous apprêtez à en réaliser un dernier pour 60 M€. Au total, cela représenterait 200 M€ de *lease-back*, ce qui entraîne des loyers exorbitants, environ un million d'euros par site. Cela met en danger la possibilité de reprise de Lapeyre, car les repreneurs potentiels se diront que la location leur coûtera un million d'euros par site, ce qui est une charge considérable. Des membres de Mutares ou des personnes ayant des liens avec Mutares ont-ils touché des commissions ou des rémunérations dans le cadre de ces ventes d'emprises immobilières ?

M. Henri-Pierre Garnier. Ces opérations consistent en la cession des murs des magasins du groupe Lapeyre. La première tranche de 93,4 M€ correspondait à l'engagement que nous avons pris auprès de Saint-Gobain et du tribunal de commerce : elle a servi à financer le retournement de Lapeyre, que nous espérons toujours voir aboutir. La deuxième tranche de 40 M€ a été décidée dans le même esprit, pour continuer à financer les opérations et le retournement du groupe. La troisième tranche de 60 M€ s'inscrit dans cette même logique. Aucun dividende n'a été versé par Lapeyre à Mutares sur l'ensemble de ces montants, qui servent bien à financer les opérations du groupe.

De telles opérations ne sont pas inhabituelles dans ce secteur – et je ne parle pas seulement du retournement, mais aussi des autres groupes de distribution. Vous mettez en avant le loyer moyen par site, ce qu'on appelle le « taux d'effort ». Malheureusement, étant donné la situation de la grande distribution en France, nous voyons beaucoup de dossiers de ce type et il n'y a quasiment plus aucun groupe qui détient les murs de ses points de vente. En procédant à ces opérations, Lapeyre redevient un distributeur comme les autres, un pur distributeur.

Je confirme qu'à ma connaissance, aucune commission n'a été touchée par des salariés de Mutares ou d'autres personnes sur la cession de ces murs : cela me paraît absolument impossible.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quel avenir voyez-vous pour Lapeyre ? Il me semble que vous refusez la mise sous mandat *ad hoc*, qui est pourtant préconisée par le cabinet d'experts-comptables Altinea et qui permettrait de rechercher d'autres repreneurs à temps. Pourquoi ? Est-ce parce que cela porterait atteinte à la crédibilité de Mutares, qui cherche à acquérir de nouvelles entreprises ?

D'ailleurs, quelles autres entreprises françaises avez-vous en projet de reprise ?

M. Henri-Pierre Garnier. Nous ne refusons pas d'ouvrir un mandat *ad hoc* ou une autre procédure pour le groupe Lapeyre, bien au contraire. Vous avez évoqué la possibilité de trouver un repreneur pour le groupe. Nous l'étudions activement aujourd'hui, au même titre que d'autres options stratégiques pour l'avenir du groupe. Si des acquéreurs potentiels se déclaraient repreneurs de tout ou partie du groupe Lapeyre, nous étudierions leurs propositions, comme nous le ferions pour n'importe quelle autre société du groupe.

Le plan A reste cependant de redresser Lapeyre. Un plan de transformation est en cours, avec des actions centrées sur l'optimisation de la performance de vente, la digitalisation de l'expérience-client et la réduction des remises en magasin pour créer plus de valeur et mieux aligner le prix sur cette valeur. Des initiatives de réduction des coûts sont également menées pour recentrer la communication sur le digital et les canaux qui génèrent de la conversion en magasin.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). TeamTex disposait de cinq chaînes de production, qu'il était nécessaire de faire tourner pour honorer les engagements liés au carnet de commandes. Vous allez peut-être pouvoir nous préciser quel était, de votre point de vue, l'état précis de ce carnet de commandes au moment de l'acquisition.

Les salariés nous ont informés que vous avez, d'emblée, licencié ou non renouvelé le contrat de cinquante personnes. Cela a mis l'entreprise dans l'impossibilité d'honorer ces commandes. Quel était donc l'état du carnet de commandes et comment pouvez-vous l'honorer en vous séparant de cinquante salariés ?

Par ailleurs, où sont passés les machines et les brevets de TeamTex ?

M. Henri-Pierre Garnier. Je n'ai pas le détail du carnet de commandes sous les yeux et nous pourrions vous répondre par écrit. Il reste que le carnet de commandes qui nous avait été présenté lors de nos analyses préliminaires ne s'est pas révélé ferme, une fois que nous avons pris le contrôle de la société.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Il faudra le prouver. Chacune des affirmations faites ici doit être prouvée, ce qui est normal et conforme à la loi.

M. Henri-Pierre Garnier. Je n'étais pas en charge de ce dossier, mais je vous apporterai les éléments de réponse les plus objectifs possible.

Une fois que nous avons dressé le constat que les relations avec les clients étaient beaucoup plus dégradées que ce que nous avions anticipé et que les volumes de commandes n'étaient pas au rendez-vous, il a fallu, comme dans n'importe quelle entreprise, adapter le nombre de collaborateurs à la trajectoire de la société. Si nous avons procédé à des licenciements, ce n'était évidemment pas de gaieté de cœur, mais simplement parce que c'était l'un des leviers pour assurer la pérennité de l'entreprise sur un niveau d'activité bien plus réduit que prévu.

M. André Calisti. Nous ne sommes pas en mesure de confirmer votre assertion, à savoir un lien de causalité entre le départ de cinquante personnes et les difficultés de la chaîne de production.

Nous écoutons votre analyse avec beaucoup d'attention et de respect et allons examiner cette causalité que vous portez à notre connaissance, mais elle ne nous apparaît pas spontanément. Nous ne licencions pas des salariés en sachant que cela va créer un problème de production : ce serait une approche absolument absurde.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Je n'évoque pas un lien de causalité, mais je m'interroge sur la cohérence entre un carnet de commandes qui paraissait rempli – et si l'on vous a trompé, il faudra le prouver – et le nombre de personnes nécessaires pour y répondre.

Vous ne m'avez pas répondu sur ce que sont devenus les machines et les brevets.

M. Henri-Pierre Garnier. Je ne saurais vous répondre sur les brevets.

S'agissant des machines, nous avons cédé quelques machines qui étaient hors service et n'étaient plus pertinentes pour la production des nouveaux produits. Vous savez en effet que l'un des défis de TeamTex, lié aux nouvelles directives européennes, a été la refonte complète de sa gamme de produits : dans l'industrie de la plasturgie, cela implique de changer les machines et les moules. Nous avons donc préféré convertir en trésorerie des machines qui étaient hors d'usage et non pertinentes pour l'avenir de TeamTex, afin d'assurer la pérennité de la société.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Ce que vous dites n'est pas cohérent avec les éléments dont je dispose – et je ne suis pas béotienne en la matière.

Il semblerait, au contraire, que TeamTex était très à la pointe de ce qu'il fallait produire, y compris au regard des normes européennes en matière de sièges auto pour enfants.

M. Henri-Pierre Garnier. Ce sont des questions que vous avez déjà formulées publiquement, à plusieurs reprises, et auxquelles nous avons répondu par un courrier que nous vous avons adressé, le 12 novembre 2024.

Vous jugez ce courrier très ambigu, c'est votre appréciation. Nous vous apporterons, encore une fois, tous les éléments nécessaires pour que vous puissiez vous forger une image fidèle de la situation et de l'évolution de la société.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Je souhaite que ce courrier soit versé au compte rendu, afin que chacun puisse en constater la teneur et en mesurer la portée. Heureusement, ces annonces n'ont pas été suivies d'effets.

M. le président Emmanuel Mandon. Vous avez évoqué, tout à l'heure, le compte rendu de l'audition de Mutaers, le 30 avril 2025, par la commission d'enquête sur les défaillances des pouvoirs publics face à la multiplication des plans de licenciements. Ce compte rendu est consultable en ligne sur le site de l'Assemblée nationale et l'échange de monsieur Calisti avec le rapporteur concernait des rencontres avec les élus dans le cadre d'un dossier dans les Ardennes – et non en Isère.

M. André Calisti. Il ne s'agissait pas de TeamTex, mais de la société Walor.

Dans le cadre de ce dossier, nous avons probablement eu une vingtaine de réunions avec les élus. Nous vous ferons parvenir la totalité des comptes rendus des réunions que nous avons tenues avec l'ensemble des maires et des députés des Ardennes, pendant probablement six ou huit mois.

M. Jean-Paul Mattei (Dem). En vous entendant parler du contrôle des tribunaux de commerce et des administrateurs, je pensais que vous aviez plutôt tendance à racheter des entreprises en difficulté dans le cadre de plans de continuation, après une liquidation. J'ai bien compris que nous sommes plutôt dans le domaine de la sauvegarde, avec des entreprises en difficulté mais pas encore nécessairement en état de cessation des paiements.

Concernant Lapeyre, j'entends ce que vous dites sur les opérations de *lease-back* pour recréer de la trésorerie, ce qui me semble tout à fait classique. Dans le monde de l'économie, la question d'être propriétaire de ses murs est un débat sans fin, avec des stratégies qui varient dans le temps.

Aujourd'hui, compte tenu de la remontée de certains dividendes ou des commissions versées, êtes-vous rentré dans vos fonds concernant l'acquisition de Lapeyre ? Et utilisez-vous maintenant, de manière tout à fait logique, la trésorerie générée par les opérations de *lease-back* pour l'entreprise elle-même ? En d'autres termes, avez-vous déjà obtenu un retour sur votre investissement ?

M. Henri-Pierre Garnier. À ce jour, nous ne sommes pas rentrés dans nos fonds. Sur les deux premières années, nous avons investi 20 M€. Nous avons effectivement facturé 20 M€ de frais de conseil, mais il faut en déduire le coût des équipes opérationnelles qui sont intervenues, que l'on estime à environ la moitié de ce montant. De plus, nous avons réinvesti 5 M€ très récemment et ouvert une ligne de crédit de 5 M€ supplémentaires.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Il me semble qu'une fiducie sociale de 56 M€ avait été gelée jusqu'au 1^{er} janvier 2025, pour servir aux restructurations et aux indemnités de départ des salariés. Seront-ils bien préservés, sachant que 12 M€ ont été prélevés au même moment, comme par hasard, pour des frais de conseil internes ?

Avez-vous des projets de reprise d'autres entreprises ?

Pouvez-vous nous dire quelles entreprises françaises, sous propriété directe ou indirecte de Mutares, ont dû faire appel, depuis dix ans, à l'AGS, c'est-à-dire aux cotisations de tous les patrons de France, pour payer les créances salariales ?

Enfin, le capitalisme n'est pas une question d'altruisme et Mutares a besoin de recettes. Pouvez-vous nous préciser les grandes masses de vos recettes ? Proviennent-elles des plus-values lors des reventes, ce qui semble assez rare en France sur les vingt-neuf entreprises que vous avez reprises ? S'agit-il de dividendes, de frais de conseil internes ? En bref, d'où viennent vos recettes ? Car personne n'est naïf : il vous en faut.

M. André Calisti. S'agissant de l'AGS et comme vous le savez parfaitement, 0,20 % de la masse salariale est destiné à ce régime. Les trois quarts des interventions de l'AGS concernent la sauvegarde, le redressement et la liquidation judiciaires.

Nous n'avons fait appel à l'AGS que dans ces situations. Dans le panorama de Mutares, les entreprises qui ont fait appel à l'AGS sont celles qui ont été liquidées ou placées en redressement ou en sauvegarde judiciaire. Ce n'est donc pas la majorité.

Nous n'avons jamais eu de conflit avec l'AGS concernant une utilisation abusive de ses fonds.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Nous n'avons jamais soupçonné d'usage abusif, ce n'est pas la question ! La question porte sur l'utilité de l'AGS dans votre modèle économique.

M. André Calisti. Il n'y a pas de stratégie vis-à-vis de l'AGS. Nous payons les cotisations AGS chaque mois sur les bulletins de salaire, au taux que j'ai indiqué. Et dans les trois cas que j'ai rappelés, nous faisons appel à ce régime. Je n'ai pas d'autres éléments à apporter sur ce point.

M. Henri-Pierre Garnier. Il y a eu trois cas dans lesquels les sociétés ont dû faire appel à l'AGS : Pixmania, Grosbill et TeamTex. Je tiens à rappeler que le recours à l'AGS est décidé par le mandataire judiciaire en charge de la liquidation, et non par Mutares.

Vous avez posé la question de la fiducie sociale chez Lapeyre. Effectivement, elle a été constituée lors de l'acquisition du groupe par Mutares afin de garantir le traitement des salariés dans le cadre d'un plan de restructuration beaucoup plus ambitieux que celui que nous avons mis en œuvre. Le plan que nous avons proposé à Saint-Gobain et qui a fait l'objet d'un reportage sur France 3, à la suite d'indiscrétions, comportait la fermeture de quatre sites industriels et d'une

vingtaine de magasins : la fiducie sociale devait servir à financer la réduction du personnel selon ce plan.

Aujourd'hui, nous avons cédé une usine du groupe Lapeyre, mais nous n'en avons fermé aucune. Nous avons fermé une dizaine de magasins et non une vingtaine. Les impacts sociaux, sur les premières années en tout cas, ont été bien moindres que ce que nous avions initialement prévu, car nous avons trouvé au sein de la société une situation plus avantageuse, notamment portée par le rebond du marché de l'ameublement et de la rénovation à la suite de la covid-19.

Contractuellement, cette fiducie sociale a pris fin en 2024, les fonds sont revenus à Lapeyre et sont à sa disposition pour le financement de ses opérations, d'autres initiatives de retournement ou des investissements dans l'outil productif. Le concept de fiducie sociale n'a donc plus lieu de prospérer, car sa durée était définie contractuellement.

M. André Calisti. La fiducie sociale a été utilisée à hauteur de 10 M€ dans le cadre des cinq plans sociaux qui ont eu lieu en 2024. Ils ont été négociés avec l'ensemble des délégués du personnel, ils ont été intégralement homologués par l'administration et ils ont été signés de manière unanime par les délégués du personnel. C'est une preuve patente de l'implication des représentants du personnel. Lorsque cinq plans sociaux sont signés de manière unanime, c'est une preuve.

M. Henri-Pierre Garnier. S'agissant des sources de revenus de Mutares, ces informations sont disponibles dans notre rapport annuel. Je n'ai pas les grandes masses en tête aujourd'hui, mais nous vous fournirons ces estimations dans nos réponses écrites. Cependant, sur les quatre ou cinq dernières années, je pense que nos produits de cession ont été largement supérieurs à la facturation des frais de conseil sur l'ensemble des sociétés du groupe – cela reste néanmoins à vérifier, nous vous fournirons les données adéquates.

Pour ce qui concerne les projets de reprise que nous envisagerions en France, nous n'avons pas de projet extrêmement avancé à l'heure actuelle. Nous venons de finaliser l'acquisition de la société Venator Pigments France à Comines (Hauts-de-France), spécialiste du pigment bleu outremer, mais nous n'avons pas d'autres dossiers imminents à ma connaissance. Nous étudions en permanence une vingtaine ou une trentaine de dossiers qui nous ont été présentés. Cela ne signifie pas que nous irons jusqu'au bout, puisqu'en moyenne, nous réalisons deux à trois acquisitions par an en France et entre quinze et vingt sur l'ensemble du groupe Mutares.

Ces dossiers sont extrêmement variés : il s'agit, pour la plupart, de sociétés industrielles dans des secteurs divers comme la chimie, qui est particulièrement touchée aujourd'hui, le transport ou encore les biens de consommation. Nous travaillons toujours sur des dossiers d'équipementiers automobiles, car ce secteur est en grande difficulté en France. Au-delà, pour ne pas aggraver les difficultés de certaines sociétés qui pourraient être concernées, je préférerais vous donner plus de détails de manière confidentielle.

M. André Calisti. Nous avons déjà évoqué nos motivations : participer au redressement industriel, apporter notre méthode chaque fois que possible et ne jamais oublier les salariés. Pour terminer sur ce point, il faut bien comprendre que jamais, dans aucun projet, nous n'entrons dans une entreprise pour la fermer ou pour être fidèles aux caricatures que l'on fait de Mutares : plus nous réussissons, plus notre image est positive et plus les entreprises en difficulté feront appel à nous pour leur redressement.

M. Henri-Pierre Garnier. Notre métier est exigeant, avec des conséquences parfois lourdes, mais nécessaires, dans un contexte de transformation économique profonde. Les fonds de retournement sont un levier, que le privé comme le public doivent savoir manier à bon escient pour limiter les impacts sociaux les plus douloureux. Le fonds Mutares souhaite contribuer à ce débat : la vraie question n'est pas celle de la « prédation » de nos capacités productives par des acteurs étrangers, mais bien celles de la conversion de notre tissu industriel et la façon d'accompagner cette transition.

Nous croyons fermement que les champions industriels d'hier ont des atouts indéniables pour demain, des atouts que nous souhaitons révéler au service de la souveraineté économique de la France et de l'Europe. Pour y arriver, un choix s'impose : soit laisser notre droit des entreprises en difficulté accompagner passivement les faillites, soit en faire un véritable outil de sauvetage. Concrètement, cela signifie des procédures plus rapides, des garanties claires pour les repreneurs qui investissent dans des situations difficiles et une clarification du risque pénal des dirigeants – le manque de clarté dans ce dernier domaine pousse parfois les dirigeants à déclarer les difficultés trop tard, à un moment où personne, y compris nous-mêmes, ne peut plus intervenir. Cela signifie aussi une meilleure coordination des différents acteurs (tribunaux, commissaires aux restructurations et à la prévention des difficultés des entreprises, autorités de contrôle, etc.) pour faciliter la vie des entreprises en transformation.

Nous restons disponibles pour toutes questions complémentaires, afin que vous puissiez vous faire une image fidèle et objective de nos métiers. La réindustrialisation ne se décrète pas, elle se construit et elle passe par des outils efficaces, des procédures lisibles, des décisions rapides et des professionnels de la crise formés pour intervenir au bon moment. C'est en donnant un cap clair et des moyens adaptés aux acteurs du retournement que nous pourrions préserver ensemble l'activité, maintenir les emplois et recréer de la valeur sur nos territoires.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie. Nous comptons bien entendu sur les compléments d'information que vous adresserez au secrétariat de la commission pour répondre aux questions posées en amont de cette séance par notre rapporteure.

*

* *

13. Audition de M. Nicolas Brugère, associé, directeur du bureau de Paris d'EQT Partners France (26 février 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous recevons aujourd'hui les représentants français du fonds d'investissement EQT. Je souhaite donc la bienvenue, en votre nom à tous, à M. Nicolas Brugère, associé, directeur du bureau de Paris d'EQT Partners France, et à Mme Rania Belkahia, responsable des activités de capital-risque de ce même fonds. Société d'investissement d'origine suédoise fondée en 1994, EQT Partners est devenu l'un des acteurs majeurs du capital-investissement à l'échelle mondiale, avec un réseau de bureaux dans une vingtaine de pays et 266 milliards d'euros (Md€) d'actifs gérés à la mi-2025.

Le fonds EQT a recouru massivement à l'endettement pour acheter un certain nombre de groupes dans notre pays, au cours de ces dix dernières années, parfois dans des secteurs sensibles – je pense notamment au réseau de laboratoires de biologie médicale Cerballiance, au groupe Colisée, quatrième gestionnaire de maisons de retraite en France, ainsi qu'à la Saur, acteur historique de la gestion de l'eau et de l'assainissement.

Pourriez-vous nous expliquer la structure des opérations de *Leveraged Buy-Out* (LBO), en particulier pour ces trois entreprises ? Quelles sont les parts respectives de fonds propres et de dettes dans ces opérations ? Qui sont vos investisseurs ? Comment évaluez-vous la soutenabilité du niveau d'endettement, notamment dans un contexte de hausse des taux et de tensions sectorielles ? Je pense, en particulier, au cas de Cerba, qui a connu, dans le cadre de sa reprise par EQT, son sixième LBO depuis le début des années 2000.

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

(M. Nicolas Brugère et Mme Rania Belkahia prêtent serment.)

M. Nicolas Brugère, associé, directeur du bureau de Paris d'EQT Partners France. Je dirige le bureau français d'EQT et ai également la responsabilité de nos activités de capital-transmission en France. Ma collègue Rania Belkahia, ici présente, dirige, quant à elle, les activités de capital-risque dans notre pays. Nous faisons tous les deux partie d'EQT France, qui a été créé en 2019 et compte aujourd'hui une trentaine de collaborateurs. EQT France est une filiale d'EQT AB, société cotée à Stockholm. En comptant l'ensemble du groupe, nous sommes environ 1 900 employés dans le monde, dont la majorité travaille en Europe. EQT est le premier acteur européen du capital-investissement et le deuxième au niveau mondial : aujourd'hui, nous sommes actionnaires de plus de trois cents sociétés, qui emploient plus d'un demi-million de personnes dans le monde.

Les origines et l'ADN d'EQT guident la manière dont le groupe travaille aujourd'hui. Le fonds EQT a été cofondé en 1994 par M. Conni Jonsson et par la famille Wallenberg, qui demeure notre principal actionnaire. Depuis plus d'un siècle, la famille Wallenberg finance le développement de l'industrie suédoise, puis européenne, selon trois spécificités :

- La première porte sur un actionnariat industriel de long terme, qui vise à renforcer durablement les entreprises plutôt qu'à rechercher des gains rapides ;

- La deuxième concerne un engagement important en faveur de la recherche et de l'innovation, les fondations Wallenberg étant parmi les principaux financeurs privés de la recherche scientifique en Europe ;

- La troisième est liée à notre volonté d'aider au développement des entreprises à l'international, en Europe et dans le monde.

C'est dans cet héritage industriel et scientifique et dans cette culture de responsabilité que nous nous inscrivons. Le terme « EQT » est, en anglais, une référence phonétique au terme « capital social » (*equity*). Mais *equity* signifie également « équité », au sens de ce qui est équitable : nous sommes convaincus que la recherche d'un retour financier doit se réaliser de façon intègre et loyale, avec une vision de long terme et dans l'intérêt de toutes les parties prenantes, qu'il s'agisse des salariés, des clients, des fournisseurs, des créanciers, des co-investisseurs, des pouvoirs publics et de la collectivité au sens large. En tant qu'actionnaire, nous cherchons à avoir un impact positif sur les entreprises dans lesquelles nous investissons, non seulement en apportant du capital, avec une attente de retour sur celui-ci, mais aussi en les aidant à se développer, à innover et à créer des emplois.

EQT est une société d'investissement qui finance et accompagne le développement d'entreprises et d'actifs, pour la plupart non cotés. Nous gérons environ 270 Md€ d'actifs pour le compte d'investisseurs qui nous ont confié leur argent, principalement des institutionnels, des assureurs, des banques, des fonds de pension, des institutions publiques et des investisseurs privés. Nous gérons une partie de leur épargne longue en l'investissant dans des entreprises, afin de financer de nouveaux projets ainsi que la transmission ou la transformation de ces entreprises : nous constituons ainsi un lien entre l'épargne de long terme et le financement de l'économie réelle.

En pratique, nous créons régulièrement des fonds d'investissement, dans lesquels nos investisseurs placent leur capital. La plupart de ces fonds ont une durée de vie de dix à quinze ans. Il s'agit donc d'un capital patient, peu liquide, investi à long terme et recherchant une croissance durable et responsable. Nous ne faisons pas de *trading* de court terme, nous ne sommes pas un *hedge fund* et nous ne menons pas d'opérations de capital-retournement. Notre stratégie ne consiste pas à investir dans des entreprises en difficulté pour les restructurer financièrement.

D'un point de vue sectoriel, nous nous spécialisons dans des secteurs que nous connaissons et que nous pensons porteurs et utiles, comme la technologie, la santé, les infrastructures digitales, les transports ou la transition énergétique. Nous

investissons dans les sociétés de ces secteurs, principalement en fonds propres ; nous levons parfois de la dette d'acquisition en complément, ce qui correspond alors à des opérations de LBO. Nous restons actionnaires plus de cinq ans en moyenne, dans l'objectif de développer les entreprises et de les préparer au mieux pour le futur. Nous poursuivons cet objectif en tant qu'actionnaire actif, représenté aux conseils de nos participations, et en mettant à leur disposition notre expertise sectorielle, nos compétences opérationnelles et notre savoir-faire.

Je souhaite apporter deux précisions à ce sujet. D'une part, nous restons dans un rôle d'actionnaire et nous veillons à ne pas nous substituer aux équipes de direction. D'autre part, EQT et nos fonds ne facturent pas de frais de conseil, ni de *management fees*, aux sociétés détenues : nous générons nos retours sur investissement qu'au moment de la revente et seulement si la performance de l'entreprise le permet. Si nos sociétés se portent mal, nous perdons la confiance de nos investisseurs et nous ne levons plus de fonds. À l'inverse, nos succès ont soutenu notre croissance et renforcé la confiance de nos investisseurs et de nos partenaires. L'exemple d'IFS, éditeur suédois de logiciels d'entreprise dont nous sommes actionnaires depuis plus de dix ans, l'illustre : lors de notre entrée au capital, en 2015, IFS était une PME ; son chiffre d'affaires a, depuis, été multiplié par quatre et l'entreprise est devenue l'un des premiers acteurs européens du logiciel, employant aujourd'hui environ sept mille salariés.

Je conclus en vous apportant des éléments sur l'activité d'EQT en France. Les entreprises dont EQT est actionnaire génèrent, en France, plus de 6 Md€ de chiffre d'affaires annuel et emploient des milliers de salariés. Depuis l'ouverture du bureau parisien en 2019, nous avons investi dans quatre types d'actifs : les infrastructures, le capital-transmission, le capital-risque et l'immobilier. Nous avons notamment investi dans plusieurs sociétés françaises, parmi lesquelles Saur dans le secteur de l'eau, Colisée dans les établissements pour personnes âgées, Ocea dans la gestion de compteurs d'énergie, Trescal dans la métrologie industrielle et Waga Energy dans la production de biométhane. L'exemple de Saur montre l'impact de notre approche de long terme, puisque notre investissement a permis de financer des centaines de millions d'euros d'innovation, de digitalisation, de décarbonation et de développement international, faisant aujourd'hui de Saur l'une des plateformes les plus sophistiquées dans la gestion municipale et industrielle de l'eau.

S'agissant du capital-transmission, nous avons investi dans six sociétés françaises, Cerba Healthcare dans le secteur de la biologie médicale, Believe dans le secteur de la musique, ainsi que quatre autres sociétés de plus petite taille dans les secteurs des ingrédients, des animaux domestiques et des logiciels (VetOne, Quimdis, Secna et Kairnial).

Mme Rania Belkahia, responsable des activités de capital-risque (EQT Ventures). S'agissant du volet « Immobilier », EQT concentre son action et ses investissements autour de deux classes d'actifs fondamentales : le résidentiel, pilier de la cohésion sociale et de l'attractivité des territoires, et les entrepôts logistiques, qui représentent des maillons essentiels de la compétitivité et de la souveraineté économiques. Depuis l'ouverture du bureau français, nous avons investi, fait construire, développé et livré trente-quatre immeubles neufs sur le territoire

national. Parmi ceux-ci, trente-et-un ont été destinés à la location et offrent des logements neufs adaptés aux besoins actuels, répondant à des standards exigeants en matière de performance énergétique. Les trois autres sont des entrepôts logistiques loués à des entreprises françaises.

Au-delà des constructions neuves, EQT a également engagé des programmes de rénovation de ces logements et de ces entrepôts. Ces opérations contribuent à la réduction des émissions de gaz à effet de serre et à l'amélioration durable de la performance énergétique des bâtiments, un sujet auquel EQT est particulièrement attaché et qui s'inscrit pleinement dans notre approche de long terme et de responsabilité environnementale.

Je souhaite également évoquer notre activité de capital-risque et de capital-développement, dont j'ai la charge en France. Dans le domaine du capital-risque, nous identifions, finançons et accompagnons des entreprises innovantes en phase de création et de forte croissance, qui investissent massivement en recherche et développement et dont le modèle économique ne permet pas de recourir à une dette bancaire traditionnelle. Ces sociétés ont souvent pour ambition, pour mission et pour ADN de transformer en profondeur leur secteur, grâce à des innovations technologiques de rupture.

Depuis 2019, nous avons investi dans une quinzaine de *start-up* et de *scale-up* françaises, principalement dans trois domaines que nous jugeons stratégiques : la santé et les biotechnologies ; la transition énergétique ; les technologies numériques. Notre horizon d'investissement est résolument de long terme, généralement compris entre huit et dix ans – parfois au-delà, lorsque les cycles industriels ou scientifiques l'exigent.

En biotechnologie, par exemple, nous finançons des entreprises françaises qui développent des thérapies innovantes à travers notre plateforme EQT Life Sciences. Ces entreprises travaillent étroitement avec des hôpitaux et des universités françaises et contribuent à la valorisation de la recherche publique, en transformant des découvertes académiques en solutions thérapeutiques concrètes. Je peux citer notre investissement dans Egle Therapeutics, entreprise issue de l'Institut Curie et fondée par la professeure Éliane Piaggio. Egle développe des immunothérapies innovantes visant à renforcer la réponse immunitaire contre le cancer et certaines maladies auto-immunes.

Ce type de projet présente des risques scientifiques et financiers élevés. Les entreprises génèrent, dans leurs premières années, des pertes liées aux investissements en recherche, en développement et aux essais cliniques. Elles nécessitent donc des investisseurs patients capables de les accompagner avant toute perspective de commercialisation.

C'est précisément ce risque de long terme que nous acceptons également d'assumer dans la transition énergétique, comme l'illustre notre investissement dans Verkor, entreprise fondée à Grenoble. Verkor développe des batteries électriques bas carbone en France et contribue concrètement à la réindustrialisation, à la transition énergétique et à la sécurisation d'une chaîne de valeur européenne dans un secteur stratégique.

Nous avons investi, aux côtés de Renault, moins de deux ans après la création de cette entreprise, à un stade industriel et ambitieux, mais risqué. En effet, la chaîne de production pilote n'était pas encore opérationnelle. Nous avons investi dans une équipe d'une trentaine de personnes portant une ambition industrielle forte : le développement d'une chaîne de production de batteries électriques *made in France*, fondée sur une technologie de pointe répondant aux exigences du marché européen.

Depuis, une *gigafactory* est en cours de construction à Dunkerque. Une ligne de production complète livre déjà des batteries à Renault pour ses véhicules électriques, la société emploie plus de mille deux cents personnes et des emplois industriels ont été créés sur ses différents sites français. Verkor représente un exemple concret où le capital-investissement contribue à la réindustrialisation du pays, à la transition énergétique et climatique et à la sécurisation de la chaîne de valeur européenne dans un secteur stratégique.

Enfin, nous avons également investi, de manière significative, dans des entreprises françaises du secteur du numérique, en forte croissance, qui souhaitent consolider leur présence en France tout en accélérant leur développement à l'international. À ce titre, je peux citer l'exemple de Qevlar AI, une solution d'intelligence artificielle déployée dans le domaine de la cybersécurité, que nous accompagnons depuis la création de la société, en tant que premier investisseur institutionnel.

Je peux également évoquer The Exploration Company, fondée par madame Hélène Huby, qui développe des capsules spatiales réutilisables, afin de renforcer l'autonomie européenne dans l'accès à l'espace. Cette société emploie aujourd'hui plus de cent cinquante personnes en France, réparties sur différents sites, notamment à Mérignac, et couvre l'ensemble de ces activités industrielles et technologiques.

Comme vous le constatez, nous finançons des projets à très forte intensité technologique, créateurs d'emplois qualifiés en France, tout en visant des marchés mondiaux. Cette approche contribue au rayonnement industriel, technologique et économique de la France.

J'espère que cette introduction aura permis de présenter de manière claire la nature de notre contribution à l'écosystème économique français. Au-delà de l'apport de capital et de financement, EQT aide les entreprises à innover, à se moderniser, à se structurer et à se développer à l'international tout en renforçant leur pérennité dans le temps. Notre métier consiste à identifier et à financer des entreprises, à les aider à prendre des risques calculés et à les accompagner dans leur développement sur le long terme. L'objectif est simple : contribuer à faire grandir des entreprises solides, innovantes et créatrices de valeur durable. Nous ne sommes pas dans une logique de spéculation de court terme et ne menons aucune stratégie de prédation.

M. Nicolas Brugère. Vous nous avez également interrogés sur Cerba et Colisée.

Colisée a été acquise par EQT en 2020. À l'époque, le chiffre d'affaires de la société était d'environ un milliard d'euros. L'excédent brut d'exploitation (EBE), net de paiement des loyers, s'élevait à 136 millions d'euros (M€). Il s'agissait d'une opération de LBO, financée par une combinaison de fonds propres et de dette. À l'entrée, le montant de la dette atteignait 865 M€, correspondant à un levier (dette nette/EBE) de 5,5.

Pour Cerba, l'investissement a été réalisé en 2021. La dette totale à l'entrée était de 2,5 Md€, pour un EBE de 365 M€, soit un levier de 6,7. Le plan d'affaires prévoyait une baisse de ce levier à moins de cinq en 2026. Le prix payé représentait environ treize fois l'EBE, avec une structure composée d'un peu plus de 50 % de dette et d'un peu moins de 50 % de capitaux propres.

Sur ces deux dossiers, des difficultés de marché ont empêché l'atteinte du plan d'affaires initial, conduisant à des ratios d'endettement plus élevés qu'anticipé.

M. le président Emmanuel Mandon. Pourriez-vous revenir, dans un premier temps, sur le conflit social au sein de la Saur, en Martinique ? Si vous disposez, sur ce point précis, d'éléments d'explication, ils permettraient d'aborder ensuite la question du dialogue social. D'une manière générale, la question de l'information des représentants du personnel par les directions se pose dans un groupe de cette taille. J'imagine que cette problématique est appréhendée au cas par cas. Pouvez-vous nous en dire plus ?

Je m'interroge également sur votre degré d'autonomie en matière de décision et de gestion, par rapport à votre société-mère suédoise.

Par ailleurs, je souhaiterais comprendre les raisons, notamment stratégiques, qui ont motivé l'intérêt d'EQT pour les entreprises françaises. Les secteurs industriels ont-ils été exclus dès l'origine ? Vos domaines d'intervention ne relèvent, certes, pas directement de la problématique de la désindustrialisation, telle qu'elle a été soulevée par le Parlement, mais vous pouvez nous aider à éclairer les mécanismes financiers qui nous intéressent.

Enfin, je souhaite vous interroger sur les divers concours de l'État reçus et sur la manière dont ils s'intègrent, le cas échéant, dans vos opérations financières.

M. Nicolas Brugère. Je ne suis pas en mesure de vous apporter une réponse précise sur le dossier Saur, sur lequel je ne suis pas impliqué personnellement, mais nous vous transmettrons des éléments par écrit. J'ai effectivement eu connaissance d'une grève en Martinique, mais je ne dispose pas d'éléments contextuels supplémentaires à vous apporter à cet instant.

Le dialogue social représente un sujet important pour nous. Il y a eu très peu de jours de grève dans les sociétés dont nous sommes actionnaires et pas davantage que chez leurs concurrents. Il existe un réel dialogue entre les directions des sociétés et les organisations syndicales. Nous veillons au respect du droit du travail, même si nous ne sommes pas impliqués directement dans la gestion sociale au quotidien.

L'une de vos questions concerne le degré d'autonomie des décisions prises à Paris. Lorsqu'un nouvel investissement est envisagé, le dossier est instruit localement en France. Il est ensuite présenté à un comité d'investissement composé

de membres du fonds, qui se prononcent en faveur ou en défaveur de l'opération. Une fois actionnaires, nous participons à une gouvernance classique, à travers des représentants au conseil d'administration ou de surveillance, en exerçant un rôle de supervision.

Mme Rania Belkahia. Je ne peux qu'appuyer les propos de monsieur Brugère : chaque fonds dispose d'un comité d'investissement, les décisions ne sont pas prises de manière unilatérale par la société-mère pour ses différentes filiales. Une équipe gère localement l'instruction du dossier, elle défend ses convictions auprès du comité d'investissement et elle est accompagnée par d'autres instruments de gouvernance et de soutien.

Une société comme la nôtre bénéficie également de grands savoir-faire en interne, grâce à nos *operating partners*, des experts que nous mettons à disposition des sociétés du portefeuille pour les aider sur certaines thématiques, comme l'internationalisation, la commercialisation ou les sujets de *pricing*.

M. Nicolas Brugère. Vous nous avez également interrogés sur nos choix sectoriels. Nous adoptons une approche thématique de l'investissement et nous concentrons sur les secteurs que nous connaissons le mieux, ceux pour lesquels nous estimons qu'il existe des perspectives de croissance et de développement à long terme, indépendamment des cycles économiques.

C'est sur cette base que les secteurs dans lesquels nous investissons ont été choisis. Nous ne sommes pas totalement inactifs dans des sociétés industrielles, même si ce n'est pas le secteur que nous connaissons le mieux et dans lequel nous avons le plus investi. Madame Belkahia a ainsi cité l'exemple de Vektor en capital-risque, un projet d'industrialisation dans lequel nous avons été l'un des premiers investisseurs aux côtés de Renault. Nous avons également été actionnaires de quelques autres sociétés industrielles, notamment Autostore en Norvège.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. EQT est l'un des plus grands fonds d'investissement au monde et un acteur majeur du LBO. Il faut rappeler ce qu'est un LBO, une méthode aujourd'hui très utilisée mais encore mal connue du grand public : le LBO consiste à acquérir des entreprises non pas avec les fonds propres de la société d'investissement, mais principalement avec de la dette bancaire. Cette dette n'est pas remboursée par la société d'investissement elle-même, mais par les profits dégagés par l'entreprise acquise. Celle-ci doit donc générer un maximum de résultats pour assurer le remboursement de la dette.

En France, vous avez procédé ainsi avec des groupes de grande importance, notamment dans des secteurs qui concernent directement la santé des citoyens, le grand âge et la gestion de l'eau : je pense en particulier au groupe Cerba, qui détient un vaste réseau de laboratoires d'analyses médicales, aux maisons de retraite Colisée, bien connues de nos concitoyens, et à la Saur. Or, s'agissant de Cerba et de Colisée, ces secteurs sont largement financés par l'assurance maladie et par des concours publics. Autrement dit, une partie des profits réalisés par vos investissements, eux-mêmes financés par de la dette que ces entreprises doivent rembourser, repose sur l'argent des contribuables français.

Nous nous interrogeons donc sur les conséquences très concrètes de cette recherche de profit, notamment sur la qualité des soins pour les patients des laboratoires d'analyses médicales, sur les conditions de prise en charge des seniors dans les maisons de retraite et sur la gestion d'un bien aussi essentiel que l'eau.

Ma première question porte sur les raisons qui vous ont conduits à investir dans les secteurs de la santé et du grand âge en France. Quels sont les objectifs de rentabilité assignés aux dirigeants de Cerba et de Colisée ? Quelle est la rémunération annuelle totale nette moyenne de vos dirigeants, incluant les salaires et les *carried interests*, dont il est de notoriété publique qu'ils peuvent atteindre des montants très élevés, au-delà d'un million d'euros par an ?

M. Nicolas Brugère. Une partie des dossiers que nous réalisons est effectivement constituée de LBO, c'est-à-dire un recours à la dette pour réaliser des acquisitions. Mais en capital-risque, il n'y a pas de dette, et celle-ci n'est pas systématique sur des sociétés plus importantes en capital-transmission.

Récemment, nous avons acquis les sociétés Believe, dans le secteur de la musique, et Waga Énergie en utilisant exclusivement des capitaux propres issus de nos fonds. Nous n'avons pas procédé par endettement, précisément parce qu'elles n'étaient pas à un niveau de maturité et de génération de trésorerie permettant (ou justifiant) une dette dans leur structure.

L'utilisation de la dette, dans certains cas, ne constitue pas un problème en soi, ni un élément spécifique au LBO. La plupart des sociétés industrielles, lorsqu'elles rachètent un concurrent, utilisent différentes sources de financement, dont la dette, de la même manière que nous pouvons le faire. Les ménages eux-mêmes recourent souvent à la dette pour acheter un logement. En réalité, ce n'est pas tant la dette qui importe que la capacité de remboursement de cette dette et l'adéquation de son montant avec les flux de trésorerie générés par la société.

Vous avez cité l'exemple de Cerba. Dans ce cas précis, un plan d'affaires avait été élaboré par la direction de la société, à laquelle nous avons accordé notre confiance. Ce plan s'est révélé trop optimiste et a conduit à un niveau d'endettement aujourd'hui trop élevé, ce qui nous conduit à réfléchir à des solutions de recapitalisation.

Deux éléments ont été mal anticipés (ou sous-estimés) en 2021, au moment de l'acquisition. Si nous avons correctement anticipé la fin de la période de la covid-19, nous avons, en revanche, très nettement sous-estimé les baisses de tarifs dans la biologie médicale. Dans les années 2010, ces baisses étaient d'environ 2 % par an et nous avons fait l'hypothèse qu'elles resteraient du même ordre, autour de 2,5 % par an. En réalité, elles ont été beaucoup plus marquées : sur les seules années 2023 et 2024, la baisse cumulée des tarifs de la biologie médicale a atteint 17 %, affectant Cerba comme l'ensemble du secteur. Selon les chiffres communiqués par la société, 72 % des laboratoires d'analyses médicales sont aujourd'hui déficitaires, les indépendants étant les plus touchés.

Vous voulez également comprendre les raisons de nos investissements dans la santé et le grand âge. Nous considérons qu'il s'agit de secteurs importants, non

cycliques, répondant à des besoins sociétaux et nécessitant des capitaux, ce qui en fait des secteurs légitimes pour l'allocation de capital. S'agissant de Cerba, des facteurs démographiques et de santé publique soutenaient cette décision, comme le vieillissement de la population, la progression des maladies chroniques et l'évolution vers une médecine plus préventive, prédictive et personnalisée. Nous avons été trop optimistes sur ces hypothèses.

Pour ce qui concerne les objectifs fixés à l'entrée, ils reposent sur des plans d'affaires établis par les directions et analysés par nos équipes. Il est clair que nous avons commis des erreurs d'appréciation sur Cerba et sur Colisée. Dans le cas de Colisée, les premiers à en supporter les conséquences financières seront les investisseurs que nous sommes. En revanche, en tant qu'actionnaires, nous avons toujours veillé à préserver l'essentiel, à savoir la qualité des soins et l'emploi. Chez Cerba comme chez Colisée, la satisfaction des patients est élevée, supérieure à celle du secteur, et l'emploi s'est développé, associé à une augmentation des salaires moyens pendant notre période de détention.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pouvez-vous nous indiquer, de manière chiffrée, les objectifs de rentabilité fixés pour Cerba, Colisée et Saur ? Quelles sont vos rémunérations annuelles en tant que *partners* ?

M. Nicolas Brugère. Je n'ai pas sous les yeux des chiffres précis concernant les hypothèses de rentabilité au moment de notre entrée dans Cerba. En revanche, je peux vous indiquer que, dans la plupart de nos dossiers, nous générons nos retours grâce à la croissance du chiffre d'affaires, de manière souvent ambitieuse – peut-être trop ambitieuse, d'ailleurs, dans le cas de Cerba.

Des acquisitions ont été réalisées, en Italie (notamment Lifebrain) et aux Pays-Bas, à travers Cerba Research.

Pour répondre précisément à votre question, le plan d'affaires n'anticipait pas une augmentation significative du taux de rentabilité. En revanche, ce taux a baissé en raison de baisses de tarifs bien plus importantes que celles anticipées.

S'agissant des rémunérations, l'ensemble des éléments chiffrés vous sera communiqué par écrit.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je ne peux croire qu'en tant que président d'EQT France, vous ignoriez les objectifs de rentabilité assignés à ces trois sociétés, vos trois principaux dossiers français.

De la même manière, j'imagine que vous savez à peu près ce que vous gagnez chaque année.

M. Nicolas Brugère. Je peux vous fournir des ordres de grandeur sur la rentabilité. Selon le rapport de l'Inspection générale des affaires sociales (Igas), l'excédent brut d'exploitation rapporté au chiffre d'affaires ressort à 14 % ou 15 %. Chez Cerba, ce taux est un peu plus élevé, ce qui s'explique par un effet de groupe favorable, et se situe probablement un peu au-dessus de 20 % pour l'activité de biologie médicale en France.

Le groupe détient toutefois des filiales, notamment en Italie et dans d'autres pays, dont les taux de rentabilité sont différents et inférieurs. Si l'on prend l'exemple de Cerba Research, il faut préciser que ces taux ne prennent pas en compte l'ensemble des coûts, en particulier les loyers versés par les laboratoires, les investissements et les intérêts de la dette, de sorte que la rentabilité nette est très inférieure à ces niveaux.

Concernant Colisée, le taux de rentabilité était de l'ordre de 14 %, net des loyers, au moment de notre acquisition. Je ne dispose pas des chiffres actuels, mais il est peu probable qu'il se soit amélioré.

S'agissant de Saur, je n'ai pas les données sous les yeux. Nous vous les communiquerons.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Et s'agissant de votre rémunération ?

M. Nicolas Brugère. Je vous transmettrai ces éléments par écrit, car je ne souhaite pas les communiquer publiquement.

Je voudrais simplement formuler un commentaire : j'ai entendu, lors d'une audition précédente, qu'il y aurait une « concentration de milliardaires » chez EQT, ce qui n'est pas le cas. EQT AB est cotée en Bourse et sa capitalisation est d'environ 30 Md€. À ce titre, les personnes détenant plus 3 % du capital peuvent être qualifiées de « milliardaires » au regard de la valeur de leurs actions, comme dans de nombreuses sociétés devenues des champions européens. Les données d'actionnariat sont publiques : deux personnes physiques dépassent ce seuil, à savoir les fondateurs historiques, auxquels s'ajoute le fondateur d'un fonds asiatique intégré au groupe.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous remercie, nous serons effectivement très attentifs aux chiffres que vous nous fournirez.

Je souhaite désormais vous interroger sur Cerba, que vous avez repris en 2021 pour environ 4,5 Md€. J'imagine qu'à travers cet investissement, vous espériez bénéficier de la manne liée à la covid-19 et des financements de l'assurance maladie. Cependant, la situation de la société est aujourd'hui préoccupante, la dette de 4,9 Md€ devant être remboursée d'ici 2029 – ce qui paraît manifestement insoutenable.

Cette situation pèse sur l'ensemble des salariés et interroge la qualité des soins pour les patients, d'autant plus qu'un plan de réduction de coûts a été annoncé. Vous semble-t-il normal qu'une entreprise ayant fonctionné correctement pendant plusieurs décennies se retrouve aujourd'hui asphyxiée à la suite d'une opération de LBO ?

Comment expliquer que la « bulle » de la biologie médicale de 2021 n'ait pas été anticipée ? Le prix d'acquisition n'a-t-il pas été excessif au regard de la dette contractée ? Enfin, combien de sites ont-ils été fermés, regroupés ou restructurés parmi les six cents existants depuis 2021 ? Combien de suppressions de postes en ont-elles résulté et comment comptez-vous tenir vos engagements sans augmentation des tarifs ni dégradation des soins pour les patients ?

M. Nicolas Brugère. La société avait connu cinq ou six LBO avant notre reprise. Je sais qu'une personnalité que vous avez auditionnée a exprimé des réserves sur le fait de passer d'un LBO à l'autre, mais je souhaite formuler deux commentaires à ce sujet :

– ces opérations ont réellement permis le développement et la croissance du groupe. Lors du premier LBO, Cerba réalisait environ 100 M€ de chiffre d'affaires, quand il approche aujourd'hui 2 Md€ ;

– lorsqu'un fonds rachète une société, les structures restent en place et des ambitions de développement et de croissance sont portées, comme ce fut le cas lorsque nous avons acquis Cerba. L'alternative aurait été un rachat par un concurrent, opération qui conduit généralement à la disparition de l'un des deux sièges sociaux, au titre des synergies. Le rachat par un fonds peut donc être, du point de vue de l'emploi, plus favorable pour la société.

Mon analyse est donc que le modèle des LBO successifs peut fonctionner et cela a bien été le cas pour Cerba.

Je ne partage pas l'idée selon laquelle la société serait aujourd'hui asphyxiée. Cerba dispose d'un réseau de sept cents laboratoires, réalise vingt-cinq millions de visites par an et affiche un taux de satisfaction concernant l'accueil de 96 % des patients. Malgré des baisses de tarifs exceptionnelles ces dernières années, qui ont affaibli l'ensemble du secteur, la masse salariale en France, en 2025, est équivalente à celle d'il y a deux ans.

S'agissant des fermetures de sites, nous vous communiquerons le détail. Mais je peux d'ores et déjà vous indiquer que le nombre total de sites a augmenté : Cerba a ouvert davantage de sites qu'elle n'en a fermé, avec un solde positif d'environ dix sites par an. Le maillage territorial est aujourd'hui très dense, puisque 99 % des Français vivent à moins de vingt minutes d'un laboratoire de biologie médicale, grâce à la complémentarité entre biologies publique et privée.

Concernant la covid-19, le plan d'affaires de 2021 intégrait l'hypothèse d'une poursuite temporaire, puis d'une disparition – c'est bien ce qui s'est produit, nous n'avons pas formulé de « pari » sur la covid-19.

Le prix d'acquisition était peut-être trop élevé, comme certaines acquisitions ultérieures. La forte baisse des tarifs décidée par la Caisse nationale de l'assurance maladie (Cnam) a rendu le secteur beaucoup moins attractif, entraînant une baisse significative des valorisations et de l'intérêt du capital pour ce secteur.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. En conséquence, je me permets de vous relancer sur le nombre de suppressions d'emplois depuis que vous êtes arrivés au capital, en 2021.

M. Nicolas Brugère. Je tiens également à mentionner une autre difficulté rencontrée par Cerba. En effet, la société développe une activité significative dans le cadre des essais cliniques, notamment pour le développement de nouveaux vaccins. Or, depuis les arrivées du président Donald Trump et du secrétaire à la Santé Robert Kennedy Jr., de nombreux grands programmes d'essais cliniques de

vaccins ont été annulés aux États-Unis. Depuis douze mois, les résultats se trouvent ainsi affectés par ces décisions.

S'agissant des emplois supprimés, le nombre total de salariés a augmenté depuis 2021, en raison des acquisitions. Il convient donc d'analyser les chiffres à périmètre comparable, ce que nous ferons. Il n'y a pas eu de plans sociaux liés aux baisses de tarifs, lesquelles exigent que l'ensemble du secteur fournisse des efforts.

Il existe des risques de fermeture ponctuelle de site (par exemple, l'après-midi) ou de non-remplacement de départs, que nous cherchons à éviter au maximum, mais il n'y a pas eu de réduction massive des effectifs.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Dans ce cas, quel est votre plan ? Je ne vois pas comment vous allez parvenir à rembourser une dette de 4,9 Md€ entre 2027 et 2029 sans augmenter les prix, vendre des laboratoires ou supprimer des emplois ?

M. Nicolas Brugère. Lorsque la dette est trop élevée, les investisseurs et les prêteurs prennent leurs pertes, avant une restructuration du capital et de la dette de la société, qu'il convient de négocier. Il faudra certainement agir de la sorte pour Cerba, avant les maturités évoquées, pour pouvoir réduire la dette.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je souhaite à présent aborder le dossier Colisée, société acquise par EQT en 2020. Dès 2022, les marges se sont dégradées dans le secteur des maisons de retraite, vous conduisant à annoncer un plan d'amélioration de la performance. De quelle manière ces économies ont-elles été réalisées ? Ont-elles porté sur le taux d'encadrement des résidents par les soignants, sur les soins, sur l'hébergement ou sur la restauration ? Quelles ont été concrètement les sources d'économies mises en œuvre ?

En septembre dernier, la nouvelle direction de Colisée a déposé plainte au pénal pour dénoncer des manipulations comptables imputées à l'ancienne équipe dirigeante. Soit l'ancienne direction vous a induits en erreur et vous n'êtes donc pas les « génies de la finance » que l'on imagine ; soit vous étiez pleinement impliqués dans une opération qui a duré trois ans, avec la complaisance de l'ensemble de la chaîne de certification comptable. Comment un fonds comme EQT, disposant de moyens financiers importants et travaillant étroitement avec la direction, a-t-il pu ne pas avoir connaissance de la réalité de la situation chez Colisée ?

M. Nicolas Brugère. Les économies réalisées chez Colisée ne l'ont pas été au détriment des patients ni de l'emploi. Colisée a été la première société du secteur à devenir « entreprise à mission » en 2021. Le groupe a continué à se développer durant une période difficile pour les investisseurs et les prêteurs, et nous ne sommes évidemment pas infallibles. Je ne sais pas si nous sommes des « génies de la finance », mais il est clair que ce dossier ne constitue pas une bonne opération pour EQT. Heureusement, nous avons réalisé d'autres investissements bien plus performants, qui expliquent également la poursuite de la croissance du groupe.

Les économies sont difficiles à réaliser dans ce secteur, car l'essentiel des coûts repose sur la masse salariale, dont on ne peut se priver. Il existe parfois des difficultés de recrutement, mais le taux d'encadrement n'a pas été affecté. Il est

aujourd'hui de l'ordre de 70 % chez Colisée, ce qui est élevé. S'agissant de la qualité, les données de la Haute Autorité de santé (HAS) montrent que, sur environ trente-cinq mille établissements et services sociaux et médico-sociaux, 89 % des établissements privés atteignent un niveau de qualité A ou B, contre 69 % dans le secteur public, à la fin 2025. Colisée se situe en deuxième position du secteur privé, avec un taux de 95 % pour les niveaux A ou B. Ces données sont publiques et vérifiables.

Les économies n'ont pas non plus été réalisées au détriment des patients : le tarif journalier est encadré et son augmentation est restée faible. Par ailleurs, Colisée est très présent en zone rurale et pratique des tarifs journaliers parmi les plus bas du marché. Selon les chiffres communiqués par la direction, le score de satisfaction des résidents, mesuré par le *Net Promoter Score* (NPS), est ainsi passé de 39 à 46 entre 2021 et 2025. Sur la même période, les tarifs journaliers ont augmenté de 13 %, tandis que les salaires moyens ont progressé de 18 %. Nous pourrions vous transmettre l'ensemble des comptes et éléments permettant de vérifier ces données.

S'agissant du second point, une plainte a été déposée par la société contre l'ancienne direction. EQT n'est pas visé par cette plainte, qui fait l'objet d'une instruction en cours. Il convient donc de respecter la présomption d'innocence.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je cerne mal les sources d'économies qui étaient ciblées. Comment comptiez-vous améliorer les résultats ? Quoi qu'il en soit, votre plan d'amélioration de la performance n'a manifestement pas convaincu, puisque les créanciers de Colisée ont choisi d'imposer leur propre plan de recapitalisation au détriment de votre proposition.

M. Nicolas Brugère. Il existe, en réalité, assez peu de sources d'économies. Une renégociation significative des loyers a été engagée, ceux-ci représentant environ 15 % de la base de coûts d'un groupe d'établissements et maisons de retraite. La masse salariale représente, quant à elle, près de 75 % des coûts, ce qui en fait un modèle très intensif en personnel. Dès lors qu'un groupe se trouve dans l'incapacité de rembourser sa dette, les créanciers deviennent décisionnaires. EQT a proposé une recapitalisation qui n'a pas été acceptée, les créanciers ayant préféré s'orienter vers une reprise de contrôle, qui interviendra probablement à l'issue de la procédure en cours.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Il y a donc un parallèle à établir entre Cerba et Colisée, deux échecs financiers manifestes. Mais au-delà, ces situations entraînent des répercussions très concrètes sur l'emploi, les patients et les seniors : elles laissent des groupes français dans une situation de grande fragilité.

J'en viens enfin à la Saur, que vous avez détenue pendant cinq ans. Il s'agit du troisième acteur de l'eau en France, après Veolia et Suez, et l'entreprise sortait déjà d'un LBO difficile. Vous avez revendu votre participation pour 3,4 Md€ et ainsi généré près de 2 Md€ de plus-value, c'est-à-dire une opération très lucrative. Cette plus-value a-t-elle été partagée avec les neuf mille salariés français du groupe, en distinguant les dirigeants des autres salariés ? Quel a été, à l'inverse, le montant de la plus-value rétrocédée aux associés du fonds EQT ?

M. Nicolas Brugère. Je précise qu'EQT demeure aujourd'hui actionnaire de la société. Je précise également que je ne fais pas partie du fonds d'infrastructures et que je connais donc moins bien ce dossier : en conséquence, je vous transmettrai des éléments par écrit.

Le montant des plus-values dépend des montants investis et de la taille des dossiers. Comme vous l'avez indiqué, nous sommes un acteur de grande taille, ce qui explique que les montants en jeu soient élevés pour chaque transaction. Je ne dispose pas des données relatives au partage de la plus-value avec l'équipe de direction et les salariés, mais nous vous les communiquerons.

Les retours partagés avec les investisseurs du fonds interviennent typiquement à la fin du cycle du fonds, uniquement si la performance globale a été suffisante : il n'existe pas de partage de la plus-value, dossier par dossier. Un intéressement pour l'équipe du fonds n'est possible que si, à l'issue de la période de désinvestissement, le rendement annuel dépasse un seuil, généralement de l'ordre de 8 %. En deçà de ce niveau, il n'existe aucun partage de la plus-value.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Dans l'une de vos interviews, vous dressez la liste des atouts de la France : l'attrait de capitaux, de bonnes écoles et un marché domestique suffisant. Mais n'existe-t-il pas d'autres raisons pour lesquelles vous investissez en France ?

M. Nicolas Brugère. Je pense qu'il n'existe pas de raisons de ne pas investir en France. EQT investit partout en Europe de l'Ouest et est particulièrement présent en Allemagne, où un bureau a été ouvert avant celui de Paris.

La France représente un marché assez actif en termes de LBO, derrière la Grande-Bretagne, les États-Unis et la Suède. Notre pays bénéficie d'un tissu de PME intéressantes, ainsi que de la présence d'acteurs français du capital-investissement comme PAI, Ardian ou Astorg, qui ont contribué au développement du LBO en France.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Permettez-moi de formuler devant vous une hypothèse. Les entreprises que nous avons évoquées, qu'il s'agisse de Saur ou de celles des secteurs de la santé, des laboratoires d'analyses médicales, des établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes (Ehpad) et des services apportés à ces personnes, évoluent en France sur des marchés qui ne sont pas dérégulés.

Le secteur du grand âge est largement financé par la sécurité sociale, permettant *de facto* de solvabiliser les clients. De la même manière, Saur, dès lors qu'elle remporte une délégation de service public, se trouve en situation de monopole sur les territoires concernés. Ne pensez-vous pas que ces caractéristiques constituent précisément les garanties offertes par le système français qui motivent vos investissements en France ?

M. Nicolas Brugère. Je ne pense sincèrement pas que cela soit le cas pour ces trois dossiers. Hors immobilier, nous avons réalisé vingt-cinq transactions en France et nous n'investissons pas uniquement dans des secteurs régulés.

Sur ces trois dossiers, l'un est aujourd'hui très difficile (Colisée), un autre fonctionne bien et l'avenir sera juge pour le troisième.

Nous n'avons pas particulièrement profité de cette exposition et il est possible que nous n'ayons pas toujours effectué les meilleurs choix. Encore une fois, EQT n'investit pas davantage en France que dans le reste de l'Europe.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Il n'en demeure pas moins que vous investissez fortement dans des secteurs qui présentent des caractéristiques bien spécifiques, c'est-à-dire d'être protégés par des moyens publics, une contribution publique ou l'organisation économique elle-même.

Vous avez indiqué être attentifs au dialogue social et vous avez été interrogés sur le partage de la valeur ajoutée. Peut-être ai-je mal saisi, mais je n'ai pas perçu de réponse claire sur ces points. Je vais donc formuler la question autrement : si nous recevions des salariés des trois entreprises évoquées, considéreraient-ils que votre arrivée a été neutre ? Pouvez-vous nous garantir qu'ils n'ont ressenti aucun changement ni pression accrue sur les cadences ou sur la rentabilité ?

M. Nicolas Brugère. Je complète ma réponse à votre question précédente sur le choix des secteurs. Je suis convaincu que le secteur de la santé a besoin de capital et d'être modernisé, digitalisé et soutenu par des fonds privés. Dans le cas de la biologie médicale, l'apport de capital a permis de créer des groupes qui ont rendu le système plus efficace et généré des économies très significatives pour l'assurance maladie, de l'ordre de 800 M€ par an dans les années 2010, en cumulant les baisses de tarifs. En résumé, ces secteurs ont besoin d'épargne, d'investissement et de capital.

S'agissant des salariés, notre philosophie consiste à être un actionnaire responsable et à développer les sociétés dans lesquelles nous investissons. Or ces sociétés de services ne peuvent fonctionner et prospérer sans l'adhésion du capital humain. Je ne peux rien garantir individuellement pour chaque salarié, je ne connais pas personnellement les quatorze mille salariés de Cerba, mais ils disposent de leur liberté de parole et vous avez raison de les écouter.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Il ne s'agit évidemment pas de ma question : je ne vous demande pas si vous connaissez ces quatorze mille personnes... Selon vous, si nous devions auditionner des salariés de ces trois entreprises, nous indiqueraient-ils qu'ils n'ont pas perçu de dégradation dans les modes d'encadrement depuis leur rachat ?

M. Nicolas Brugère. Dans la biologie médicale, il existe un système de sociétés d'exercice libéral. Les droits de vote et le contrôle sont entre les mains des biologistes, qui prennent leurs décisions médicales de manière indépendante et gèrent leurs équipes localement.

Par ailleurs, environ huit cents personnes, chez Cerba, ont co-investi lors de l'entrée d'EQT.

Enfin, je rappelle que de nouveaux centres ont été ouverts et que le taux de satisfaction des patients demeure élevé. Cerba reste une entreprise solide, qui accomplit son devoir.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). J'en déduis que, selon vous, le taux de rentabilité que vous seriez susceptible d'exiger ou que vous souhaiteriez atteindre n'engendre pas de conséquences sur les conditions et le rythme de travail dans les laboratoires.

M. Nicolas Brugère. Quand une entreprise se porte bien et qu'elle se développe, tout le monde y gagne : le taux de rentabilité augmente, de même qu'augmentent la satisfaction des clients, celle des salariés et les salaires.

La situation de la biologie médicale en France est, certes, plus difficile qu'auparavant. Mais je ne partage pas l'idée selon laquelle il y aurait des gagnants et des perdants : dans la réalité, souvent, nous gagnons ensemble ou nous perdons ensemble.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Il existe pourtant de nombreux exemples où des dirigeants d'entreprise ont été grassement rémunérés, alors même qu'ils procédaient à des licenciements par ailleurs. Comment avez-vous procédé pour le doublement de votre investissement dans la Saur ?

M. Nicolas Brugère. Comme je l'ai indiqué, nous demeurons actionnaires de la Saur et le retour sur investissement final ne sera déterminé que lorsque nous serons complètement sortis de son capital.

Nous avons investi et réinvesti à plusieurs reprises dans cette société, y compris avec des fonds propres. Elle a été modernisée et digitalisée et elle s'est développée à l'international. Elle se porte bien mieux aujourd'hui qu'il y a quelques années.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je souhaite revenir sur la manière dont vous partagez les profits que vous réalisez. Vous indiquez qu'il n'y a pas de milliardaires chez EQT, mais le classement Forbes mentionne pourtant quatre milliardaires parmi les dirigeants d'EQT. Nous ne connaissons pas votre rémunération et j'espère qu'elle figurera dans les réponses écrites que vous vous êtes engagés à transmettre.

La question qui demeure est celle du partage des profits importants réalisés sur le dos d'entreprises françaises. Je rappelle que 10 M€ de dividendes ont été remontés en 2025 depuis vos équipes françaises vers la maison-mère suédoise. Cet argent n'aurait-il pas pu servir à compenser ou à gérer les difficultés rencontrées dans des groupes comme Cerba et Colisée ?

Le plan de performance que vous avez présenté a été rejeté par les créanciers, lesquels ont pris le contrôle de l'entreprise. Ce plan évoquait l'hébergement. Concernait-il aussi la restauration, par exemple une diminution des rations servies aux seniors ?

Enfin, pouvez-vous garantir qu'il n'y aura pas « d'affaire Colisée » comme il y a eu une affaire Orpea ?

M. Nicolas Brugère. Nous ne nous sommes versé aucun dividende sur Colisée, Cerba ou Saur et aucun plan social n'y a été déployé. Les remontées de dividendes d'EQT France relèvent d'un mécanisme technique : notre chiffre d'affaires provient de Suède. Nous sommes une filiale d'EQT AB, qui nous rémunère, et lorsque des montants ont été « sur-alloués », ils peuvent être réajustés. Ils ne proviennent pas des sociétés dont nous sommes actionnaires.

Le secteur des maisons de retraite a, dans son ensemble, beaucoup souffert. Une crise de confiance est intervenue après la covid-19, puis après la publication du livre *Les Fossoyeurs* – une enquête dans laquelle Colisée n'était d'ailleurs pas cité.

Naturellement, nous ne pouvons pas garantir l'absence de tout problème. Colisée réalise douze millions de nuitées par an en Europe : il s'agit d'un métier profondément humain, dans lequel des incidents rares et inacceptables peuvent survenir. La société fait preuve de transparence en déclarant l'ensemble des incidents aux ARS. Le risque zéro n'existe pas, mais tout est mis en œuvre pour que les incidents soient réduits au strict minimum et que les problèmes soient corrigés immédiatement s'ils surviennent.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je souhaite revenir sur votre déclaration, selon laquelle « *nous gagnons ensemble ou nous perdons ensemble* ». Permettez-moi de ne pas être d'accord : les rémunérations typiques dans le secteur, lorsqu'on est *partner* d'un fonds comme EQT, atteignent un million d'euros par an.

La presse spécialisée fait état de répercussions directes sur les patients et sur les salaires, chez Colisée. Voici le témoignage d'une jeune femme parlant de sa grand-mère : « *Sous sa couche, la peau partait en lambeaux, elle saignait, elle hurlait de douleur, passant de six ou sept protections par jour à deux changes seulement, sans produits de soins adaptés*. » (*L'Humanité*, 9 octobre 2025).

J'avoue donc être choquée quand je vous entends dire « *nous gagnons ensemble ou nous perdons ensemble* » : les répercussions ne sont pas les mêmes selon que l'on est un *partner* très rémunéré, un salarié payé au Smic, un patient ou un senior, parfois en situation dramatique, dans une maison de retraite.

J'en viens enfin à Cerba. Comment ferez-vous face à une dette de plus de 4 Md€ d'ici 2029 ?

M. Nicolas Brugère. Ce témoignage atteste d'une situation déplorable et insupportable. En revanche, je ne pense pas qu'il soit possible d'établir un lien entre EQT et des incidents qui, encore une fois, peuvent survenir de manière rare et inacceptable dans toutes les maisons de retraite, publiques ou privées, quel que soit l'actionnaire. Il me semble essentiel d'éviter un amalgame que je trouve injuste, après avoir précédemment rappelé les chiffres de taux d'encadrement et de niveau de qualité chez Colisée.

S'agissant de Cerba, nous travaillons sur le sujet et il sera certainement nécessaire de réinjecter du capital. De manière générale, si la valeur de la société est supérieure à la valeur de la dette, il est possible de rembourser la dette en vendant la société.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous serons preneurs du plan d'économies, car je n'ai toujours pas compris comment vous comptez procéder.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous parvenons au terme de cette audition. Souhaitez-vous formuler quelques mots de conclusion ?

M. Nicolas Brugère. Je suis désolé de n'avoir pas su répondre à toutes les questions, mais nous vous transmettrons les éléments manquants.

Pour le reste, j'entends vos réserves. Je pense toutefois que l'afflux de capital vers la France est utile, car il sert l'économie et il permet de faire grandir des *start-up* et d'assurer la transition écologique, la modernisation des entreprises et l'investissement. Cet afflux doit bénéficier à tous : il ne s'agit pas de l'argent des *partners*, mais de celui de l'épargne, des retraites et des assurances, pour un bénéfice plus large que l'intérêt individuel des membres d'EQT.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous vous invitons à répondre assez rapidement au questionnaire qui vous a été adressé par la rapporteure. Nous sommes également preneurs d'autres documents ou informations utiles aux travaux de la commission d'enquête.

*

* *

14. Audition de M. Olivier Laureau, président du groupe Servier (26 février 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Cette audition est organisée à l'initiative de notre rapporteure, qui s'intéresse aux conditions de la vente de la société Biogaran, filiale du groupe Servier, au fonds d'investissement BC Partners.

Biogaran se présente, sur son site internet, comme « l'un des leaders du médicament générique en France ». Parmi les médicaments commercialisés par Biogaran, 72 % sont considérés comme présentant un « intérêt thérapeutique majeur » et donc soumis, à ce titre, à des obligations particulières d'approvisionnement. Le communiqué du ministère des finances en date du 30 janvier 2026 indique que le Gouvernement a imposé de nombreuses garanties pour assurer le respect de ces exigences légales. Il annonce, par ailleurs, que BPIFrance entre à hauteur de 15 % dans le capital de la société, donnant ainsi à l'État un droit de regard sur les activités de Biogaran et le respect des conditions posées. J'imagine que nous aurons un débat sur l'étendue de ces garanties.

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

(M. Olivier Laureau et Mme Charlotte Marmousez-Tartar prêtent serment.)

M. Olivier Laureau, président du groupe Servier. Le groupe Servier est un groupe pharmaceutique gouverné par une fondation. Historiquement, nous sommes implantés en France, puis nous avons connu un développement

international. Notre mission est très claire : le progrès thérapeutique au bénéfice des patients. Notre groupe a une préoccupation naturelle de santé publique. Notre expertise est reconnue, dans la plupart des pays du monde, dans les domaines du cardiométabolisme et des maladies veineuses. Nous devenons un acteur reconnu mondialement pour le traitement de certains cancers rares, difficiles à soigner, et nous avons pour ambition de le devenir également pour certaines maladies neurologiques rares, pour lesquelles il n'existe actuellement aucun traitement.

Nous avons, en outre, une activité spécifiquement dédiée aux médicaments génériques en France.

Notre stratégie, très claire, vise à mettre à disposition des patients, dans nos aires thérapeutiques, des médicaments innovants qui procurent une meilleure efficacité par rapport aux traitements existants ou qui proposent une solution quand il n'en existe aucune autre. Cette mission s'inscrit dans des cycles longs, risqués et coûteux de recherche, de développement et d'industrialisation. L'innovation et l'industrialisation du groupe sont servies par notre fondation, orientée au bénéfice des patients.

Le groupe Servier compte 21 200 collaborateurs, dont près de cinq mille dans l'Hexagone, ce qui représente beaucoup d'emplois indirects dans notre pays. Nous sommes le deuxième laboratoire pharmaceutique français et nos investissements en France en recherche, en développement et dans l'industrie représentent 65 % du montant total des investissements du groupe dans le monde. Les ventes des médicaments Servier en France comptent pour 4 % du chiffre d'affaires mondial, hors médicaments génériques, alors que c'est en France que nous créons beaucoup de valeur par la recherche, le développement et l'industrialisation.

La France est notre berceau historique. Les membres du comité exécutif (Comex), dont madame Charlotte Marmousez-Tartar est l'une des représentantes, ont choisi de continuer à y investir pour innover et produire nos médicaments. Notre centre de recherche de Saclay, ouvert en 2023, constitue un investissement extrêmement significatif. Nous possédons également deux usines : une, importante, pour la chimie, située en Normandie, et une autre pour la pharmacie, dans le Loiret. Notre siège social est situé à Suresnes, dans les Hauts-de-Seine. Nous sommes présents dans cent trente pays et nous possédons une cinquantaine de filiales.

Notre groupe a trois caractéristiques principales : la fondation, l'innovation et l'industrialisation.

La fondation est un élément majeur : notre groupe est détenu et gouverné par une structure sans but lucratif, ce qui est extrêmement rare. Cela signifie qu'aucune personne physique n'est actionnaire du groupe. L'intégralité des bénéfices est réinvestie dans le développement du groupe, au bénéfice des patients. Grâce à ce modèle, nous sommes pleinement dédiés à notre mission, nous inscrivons nos choix dans une vision de long terme et nous parvenons à assurer notre compétitivité ainsi que notre pérennité. Ce modèle est parfaitement adapté aux cycles longs de la recherche, du développement et de l'industrialisation dans le secteur pharmaceutique. Ce modèle vertueux a néanmoins une contrainte : nous

devons financer nos moyens de développement par notre trésorerie, par des emprunts ou par des cessions ; nous n'avons donc pas recours à l'argent des actionnaires, puisque nous n'avons pas d'actionnaires. Nous devons opérer des choix stratégiques prenant en compte la croissance des coûts de l'innovation et la nécessité de nous différencier des laboratoires pharmaceutiques concurrents. La compétitivité sur le marché mondial est indispensable pour assurer la pérennité de notre structure et de notre fondation. Pour Servier, cette différenciation passe par l'innovation dans le traitement des maladies rares. Nous avons d'ailleurs lancé récemment un médicament contre des tumeurs cérébrales pour lesquelles il n'existait aucun traitement. Nous améliorons également les thérapeutiques existantes.

L'innovation exige des investissements massifs. Nos investissements en recherche et développement (R&D) en France représentent 65 % de nos dépenses totales en la matière. Le site de Saclay a nécessité un investissement de 400 millions d'euros (M€) : peu d'acteurs choisissent la France pour construire un centre de recherche de 400 M€. Il faut resituer ces chiffres dans le contexte pharmaceutique mondial, où le coût moyen de recherche pour un médicament innovant ne cesse d'augmenter : il peut atteindre 2 milliards d'euros (Md€), avant même que le produit soit à la disposition des patients. Des milliards d'euros sont investis sans certitude de succès, puisque pour dix projets en développement, un seul aboutira à une mise sur le marché.

Le troisième volet est l'industrialisation. Nous devons investir dans tout le cycle de production pour pouvoir alimenter plusieurs pays, une fois l'autorisation de mise sur le marché (AMM) accordée. Il s'agit d'un investissement risqué. Là aussi, nous avons choisi la France, car notre groupe y est historiquement ancré et y bénéficie de la compétence de ses collaborateurs : ainsi, 96 % de notre production chimique est réalisée à Bolbec (Normandie), dans nos usines. Nous sommes un acteur atypique, car nous avons conservé la production chimique en interne. En outre, 50 % de la production pharmaceutique, c'est-à-dire le « médicament dans sa boîte », est réalisée dans notre usine du Loiret. Ces chiffres traduisent notre volonté d'ancrage dans le territoire français. Ce choix est rendu possible par la vision à long terme que nous pouvons déployer grâce à notre fondation. Comme la plupart des grands groupes, nous effectuons une revue annuelle de nos projets et de nos actifs stratégiques pour nous assurer de notre compétitivité et nous pencher sur les axes thérapeutiques à même de garantir notre croissance et notre pérennité.

Biogaran est un laboratoire fondé en 1996, au moment de l'émergence du marché des génériques. Le droit de substitution des pharmaciens a été ouvert en 1999. Très vite, Biogaran s'est imposé comme un leader de ce marché. Le laboratoire réalise 98 % de ses ventes en France et la gamme de ses médicaments est très large, afin de répondre à tous les besoins des patients. En 2025, BC Partners s'est présenté comme une solution structurée pour appuyer notre stratégie de recentrage sur l'innovation, laquelle exige des investissements significatifs. Nous avons donc cédé Biogaran à BC Partners. Le modèle économique de Biogaran est très différent de celui des autres industries de l'innovation. Le projet stratégique et industriel de BC Partners était structuré : c'est la raison pour laquelle nous l'avons

retenu. Surtout, BC Partners s'est engagé, au titre de nos accords, à faire le nécessaire pour obtenir différentes autorisations réglementaires, notamment celles relatives aux investissements étrangers en France (IEF). Nous avons exigé le respect des équipes, le maintien de l'ancrage industriel et du siège social en France, ainsi que la préservation de la gamme de produits. Servier a fait ce choix pour pouvoir investir davantage dans l'innovation, au bénéfice des patients.

M. le président Emmanuel Mandon. Quelle part le modèle de production de Biogaran fait-il à la sous-traitance ? Quelle est la répartition des sous-traitants entre entreprises françaises et étrangères ? Avez-vous informé le Gouvernement de votre intention de céder Biogaran ?

M. Olivier Laureau. Biogaran a toujours sous-traité l'intégralité de sa production. Environ la moitié des sous-traitants sont installés en France et 70 % dans l'Union européenne (UE).

Dans le cadre des relations régulières que j'entretiens avec le Gouvernement pour présenter la stratégie du groupe Servier, j'ai expliqué notre choix de l'innovation, lequel a conduit à la vente de Biogaran : j'ai fait part de cette option stratégique à mes interlocuteurs.

M. le président Emmanuel Mandon. La situation financière de Biogaran ne semblait pas mauvaise, bien au contraire. Donc pourquoi avoir cédé cette société, qui plus est à un fonds d'investissement ?

M. Olivier Laureau. Biogaran a devant lui deux axes pour se développer : les médicaments biosimilaires et la santé « grand public ». La situation financière de Biogaran aurait permis au laboratoire d'acquérir des dossiers biosimilaires, comme cela se fait pour les dossiers de médicaments, même génériques. Toutefois, l'entrée dans le marché de la santé grand public nécessite des fonds très importants pour être compétitif et posséder des gammes de produits très larges à vendre aux pharmaciens. Les capacités financières de Biogaran n'étaient pas suffisantes. En choisissant l'innovation, le groupe a décidé d'y consacrer ses investissements. Écartant l'orientation de la santé grand public pour Biogaran, nous avons préféré céder le laboratoire à un acteur qui s'inscrivait dans une logique de financement du développement de la société.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Servier est le deuxième plus grand groupe pharmaceutique français. Vous avez récemment voulu recentrer vos activités sur des segments d'innovation. Ceux-ci sont plus rentables, car les prix des traitements contre le cancer ou les maladies rares sont beaucoup plus élevés que pour d'autres pathologies. Dans cette optique, vous avez cédé une filiale, Biogaran, qui peut être jugée moins rentable, puisque les prix des génériques sont très réglementés. Le problème est que Biogaran représente 30 % des médicaments génériques français : dans ce panier, on trouve des traitements contre le diabète ou des antibiotiques, produits indispensables à la vie de nombreuses personnes.

En outre, vous avez décidé de revendre à BC Partners. Or ce fonds britannique est connu pour avoir coulé des entreprises en Angleterre : ce pedigree soulève donc des questions. J'ai pu consulter, dans les bureaux du ministère des

finances, les documents portant sur le contrôle des IEF et sur l'autorisation donnée par le Gouvernement : ces éléments suscitent de nombreuses interrogations relatives à la souveraineté et à la santé publique. Surtout, je me demande si Biogaran continuera de se fournir auprès de ses soixante-cinq sous-traitants français.

Pouvez-vous nous garantir que BC Partners, qui investit en général sur une période de cinq ans, n'ira pas se fournir ailleurs qu'en France ? Cette question se pose, car l'accord retient une durée de sauvegarde de l'empreinte industrielle et de la relation avec les sous-traitants français inférieure à cinq ans.

M. Olivier Laureau. Nous avons fait le choix de l'innovation, mais nous sommes une fondation. Cela signifie que le résultat de notre stratégie sera réinvesti dans l'innovation, parce que nous n'avons pas d'actionnaires, à la différence de presque tous les groupes pharmaceutiques mondiaux. Ce système est vertueux, car il nous permet de développer des traitements contre des maladies actuellement incurables.

Dans notre accord, BC Partners s'est engagé à faire le nécessaire pour obtenir les autorisations réglementaires requises pour mener à bien l'acquisition, un pan de cette procédure concernant les IEF. BC Partners devait prendre des engagements fermes auprès des autorités. Nous n'avons pas été partie à ces négociations, car c'est l'acheteur qui demande l'autorisation, mais nous avons exigé que des engagements soient pris dans des domaines classiques pour ces transactions, à savoir l'emploi, la localisation du siège social et l'empreinte industrielle. Cela englobe le maintien des activités sensibles et de l'empreinte industrielle en France – la moitié de la sous-traitance est confiée à des acteurs français –, la garantie d'approvisionnement et de production des médicaments essentiels, notamment ceux d'intérêt thérapeutique majeur, la continuité des activités pour les clients, le respect rigoureux des conditions de marché, des engagements sociaux et la protection des actifs immatériels, à commencer par la marque Biogaran et la gouvernance. Voilà les cinq points sur lesquels nous avons demandé à BC Partners de s'engager vis-à-vis des autorités.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'imagine que vous avez pris connaissance des conditions négociées par le Gouvernement. L'engagement relatif aux sous-traitants français est inférieur à cinq ans, durée d'investissement de BC Partners. Dans ces conditions, avez-vous reçu la garantie qu'il n'y aurait pas de délocalisation ?

M. Olivier Laureau. Je n'ai pas connaissance des conditions négociées entre BC Partners et le Gouvernement, car elles sont confidentielles : aucun membre de Servier n'y a eu accès. En revanche, j'insiste sur le fait que nous avons demandé à BC Partners de s'engager sur les cinq éléments que je viens d'énumérer.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quels engagements a pris BC Partners auprès de vous ? Vous nous dites que Servier est une fondation sans actionnaires : on pourrait donc s'attendre à ce que votre groupe prenne en compte, plus que d'autres, la souveraineté économique de la France. Or vous avez pris le risque de vendre une filiale, qui produit 30 % des médicaments génériques consommés par les Français, à un fonds financier britannique, lequel appartient à

une catégorie d'acteurs qui exige des taux de rentabilité très élevés et dont l'horizon d'investissement est de cinq ans. Vous savez que cette vente a créé une émotion dans le pays. Compte tenu de votre bonne santé financière, ne pouviez-vous pas continuer de produire des médicaments génériques essentiels pour la population, tout en investissant dans l'innovation et dans des secteurs nettement plus rentables ?

M. Olivier Laureau. Les investissements auxquels nous devons consentir dans l'innovation sont tels – jusqu'à 2 Md€ sont nécessaires avant même de lancer un médicament... – que Servier avait besoin d'accroître sa capacité financière. Nous utiliserons le produit de cette vente pour alimenter l'activité de notre centre de recherche et de développement de Saclay.

Le choix s'est porté sur BC Partners, car cette structure a répondu aux cinq exigences que j'ai exposées. En outre, elle fut la seule à formuler une offre structurée sur les plans juridique et financier.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Avez-vous activement recherché d'autres offres pendant un certain temps ? J'ai du mal à comprendre pourquoi BC Partners s'est retrouvé seul à postuler au rachat de Biogaran...

Mme Charlotte Marmousez-Tartar, vice-présidente exécutive « Corporate strategy & Transformation » de Servier. Nous nous sommes efforcés de susciter des offres autres que celle de BC Partners lorsque nous avons déclenché le processus de vente en 2024, mais nous n'avons reçu aucune autre offre structurée d'un point de vue stratégique, financier et juridique. Nous avons éveillé de l'intérêt, mais celui-ci ne s'est jamais transformé en offre structurée.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Cette vente a suscité de l'émotion dans le pays, mais également à l'Assemblée nationale où elle est devenue un dossier sensible pour le Gouvernement. Vous devez avoir conscience des problèmes qu'elle pose en matière de souveraineté et d'empreinte industrielle de la France. Il existe désormais un risque de voir la production de médicaments par Biogaran être délocalisée à l'étranger.

M. Olivier Laureau. Les engagements que nous avons demandés à BC Partners et qui ont, j'imagine, fait l'objet de négociations avec le Gouvernement, visent précisément à sécuriser l'empreinte territoriale dans le cadre de la sous-traitance...

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Non, justement ! Rien, dans les documents auxquels j'ai eu accès, ne garantit un approvisionnement par les sous-traitants français pendant cinq ans. Soixante-cinq sites sont manifestement menacés. Je veux bien entendre que vous n'étiez pas informés des conditions négociées par le Gouvernement ; mais en concluant la vente, vous avez accepté ce risque, alors que vous mettez en avant le but non lucratif de votre fondation.

Quel est le produit de la vente de Biogaran et sera-t-il réinvesti en totalité dans la recherche et développement française ?

M. Olivier Laureau. Le changement de lieu de fabrication d'un médicament répond à des exigences très précises : on ne peut pas déplacer un site sans obtenir l'autorisation des autorités sanitaires et, pour ce faire, il faut produire

des études de stabilité montrant que la qualité de fabrication restera identique dans le nouveau site. Cette exigence s'applique à notre propre réseau industriel.

S'agissant du montant de la vente, je redis solennellement qu'il sera réinvesti en totalité dans le développement du groupe et, principalement, dans l'innovation. Les investissements dans notre secteur requièrent aujourd'hui des sommes telles que nous avons besoin du produit de la vente pour rester compétitifs et assurer la pérennité du groupe.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous ne pouvez pas nous dire que 100 % du montant ira à la R&D française ?

M. Olivier Laureau. Nous considérons tous les jours des opportunités d'investissement dans des *biotechs*, françaises ou mondiales, qui développent des projets très en amont. Il nous appartient de les saisir. Notre ambition est de découvrir un médicament et de le développer pour apporter un nouveau traitement ou améliorer, au bénéfice des patients, un traitement qui existe.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'en déduis que tout n'ira pas à la R&D française.

Je crois comprendre qu'il vous est difficile de nous garantir qu'il n'y a pas de risque de délocalisation.

BC Partners fait partie de ces fonds qui recherchent de 15 % à 20 % de rentabilité. Où vont-ils trouver les profits nécessaires, hormis la croissance externe ? On peut s'attendre à ce qu'ils cherchent à diminuer les coûts d'approvisionnement, notamment en recourant à des sous-traitants, par exemple en Inde, plus avantageux financièrement. N'y a-t-il pas là un risque ?

N'y a-t-il pas également un risque sur les stocks de médicaments génériques, alors que notre pays connaît déjà des périodes de pénurie pour certains produits ?

Mme Charlotte Marmousez-Tartar. Les perspectives de croissance de Biogaran résident dans trois grands segments de marché : d'abord, le marché des médicaments génériques – celui pour lequel vous redoutez des difficultés d'approvisionnement ; ensuite, le marché des biosimilaires, qui est l'équivalent du précédent pour les médicaments biologiques qui sont tombés dans le domaine public ; enfin, le marché de la santé grand public. La rentabilité de ces marchés est très différente.

Je ne peux pas présumer de ce que fera BC Partners, mais c'est certainement le marché de la santé grand public qui lui offrira la plus grande rentabilité, puisque les prix y sont libres. Le groupe Servier ne souhaitait pas actionner des leviers de croissance de ce type, car ils sont très loin de la vocation du groupe, qui est de faire de l'innovation et de répondre à des besoins thérapeutiques majeurs.

En ce qui concerne les médicaments d'intérêt thérapeutique majeur, les laboratoires, qu'ils appartiennent à un fonds ou pas, prennent des engagements vis-à-vis des autorités de santé sur les stocks, les durées et les sites de stockage, quels que soient les lieux de production.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Votre attachement à la France ne peut que nous réjouir. Quelle place donnez-vous à la souveraineté ?

M. Olivier Laureau. J'ai déjà cité les chiffres qui témoignent de notre engagement à être autonome en matière de chimie pharmaceutique.

Dans nos médicaments, 96 % des principes actifs (dans le domaine cardiovasculaire, celui des maladies veineuses ou celui du métabolisme) sont fabriqués chez Servier en Normandie. Nous sommes un des rares, si ce n'est le seul, acteurs en France à ne pas avoir délocalisé notre chimie pharmaceutique. Nous sommes également un des rares acteurs à avoir conservé, dans le Loiret, 50 % de la fabrication des médicaments. Ce sont des preuves de souveraineté.

Comme tous les laboratoires, nous subissons une dépendance pour les éléments constitutifs des principes actifs : ils proviennent de Chine, d'Inde ou d'autres pays. Notre politique consiste à disposer de deux ou trois sources d'approvisionnement.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Je reste convaincue que vous auriez pu choisir une autre stratégie de développement.

Nous avons bien compris que les génériques rapportaient moins que les autres médicaments, mais il n'est pas illogique qu'ils fassent l'objet d'une régulation dès lors que leur accessibilité peut être une question de vie ou de mort. La préservation de l'activité est, en elle-même, un enjeu.

On aurait pu imaginer que les génériques, par leur stabilité, vous donnent une assise pour développer de la R&D ou pour emprunter. Vous auriez pu aussi vous intéresser à la santé grand public pour vous assurer d'autres ressources et ainsi pouvoir conserver, en votre sein, une activité majeure pour le pays, que vous mettez en danger en la cédant.

Qu'est ce qui nous garantit que vous n'aviez pas d'autre choix que la vente pour financer l'innovation nécessaire au développement de médicaments contre les maladies rares, qui, eux, rapportent beaucoup plus ?

M. Olivier Laureau. Je ne reviens pas sur la fondation, qui distingue notre modèle de celui des autres laboratoires. Nous ne cherchons pas le résultat pour le distribuer à des actionnaires, puisque nous n'en avons pas.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Cela n'empêche pas votre stratégie industrielle d'être aussi dangereuse que celle des autres, puisque vous avez cédé, en pleine conscience, un élément stratégique et déterminant pour la santé des personnes, même en l'absence d'actionnaires !

M. Olivier Laureau. Notre volonté stratégique est d'être présent dans le domaine de l'innovation, là où il n'y a pas de traitement – c'est-à-dire lorsque, comme vous l'avez dit très justement, c'est une question de vie ou de mort. Dans le domaine des tumeurs cérébrales, depuis plus de vingt ans, il n'y avait pas de solution thérapeutique, jusqu'à ce que nous mettions sur le marché un médicament, qui désormais sauve des vies.

Investir dans la santé grand public chez Biogaran aurait nécessité des ressources très significatives, que nous préférons consacrer à l'innovation et aux domaines dans lesquels des solutions thérapeutiques restent à découvrir.

Mme Charlotte Marmousez-Tartar. L'innovation est un axe très fort de la stratégie de Servier, mais il ne faut surtout pas en oublier un autre : les maladies cardiométaboliques, qui touchent un très grand nombre de patients. Nous mettons sur le marché des traitements à des prix très bas. S'agissant de l'hypertension artérielle et du diabète, nous sommes parmi les derniers laboratoires à faire de la recherche. Nous essayons de répondre aux besoins thérapeutiques non couverts et d'offrir aux patients des traitements mieux supportés, avec une meilleure adhérence. Qu'on ne se méprenne donc pas : l'innovation destinée à un nombre limité de patients ne représente pas 100 % de notre activité ; le cœur de métier du groupe reste le cardiométabolisme, qui concerne une large population.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Vous justifiez votre choix de céder Biogaran à un fonds britannique par l'absence d'alternative tant en ce qui concerne la stratégie industrielle que les acheteurs potentiels.

Mais vous n'êtes pas seuls dans le bateau, le Gouvernement a évidemment un rôle à jouer. Quelle a été votre stratégie à son égard pour obtenir son « feu vert » à l'issue des négociations ? Qui avez-vous rencontré ? Quand ? Quels arguments avez-vous fait valoir ? Nous ne pouvons pas imaginer que vous avez décidé de ne pas vous mêler des discussions avec BC Partners.

M. Olivier Laureau. Nous pouvons faire appel à trois sources de financement pour notre développement : les cessions ; l'emprunt ; la création de trésorerie. Nous sommes endettés et nous sommes tenus de respecter des ratios d'endettement, sans quoi les prêteurs sont en droit de nous demander de rembourser le principal. Nous sommes donc contraints de créer pour investir dans la recherche et développement.

Je suis amené à rencontrer régulièrement les représentants du Gouvernement au titre soit de notre secteur industriel, soit de Servier. Nous présentons nos investissements, nous expliquons ce que nous faisons. Nous avons indiqué que nous allions céder Biogaran. Il nous a alors été rappelé que la cession à une société étrangère était soumise à la réglementation en matière d'investissements étrangers. Une fois que nous avons décidé d'accepter l'offre de BC Partners, c'est lui qui a été l'interlocuteur des autorités. Nous ne sommes pas du tout intervenus dans le processus.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Faisons un peu de politique-fiction. Si vous aviez appris que la durée de maintien de la production en France n'était pas suffisante ou que l'activité pouvait être menacée au vu des pratiques de BC Partners, auriez-vous renoncé à la vente ?

M. Olivier Laureau. Nous avons été très clairs avec BC Partners et leur avons demandé de s'engager à maintenir l'empreinte industrielle de sous-traitance en France.

Mme Charlotte Marmousez-Tartar. C'est d'ailleurs ce qui a empêché le processus d'aller à son terme en 2024.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quel a été le montant de la vente de Biogaran ?

M. Olivier Laureau. Le montant est confidentiel, il est couvert par le secret des affaires. Néanmoins, je suis prêt à vous le transmettre par écrit, en complément des questions que vous nous avez adressées.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Une question nous taraude : cette somme a-t-elle pu servir à payer l'amende qui a été infligée à Servier à la suite du scandale du Mediator ?

Quels engagements avez-vous obtenus de la part de BC Partners, indépendamment de ceux pris auprès du Gouvernement ?

M. Olivier Laureau. Nous avons demandé à BC Partners l'engagement d'aborder, dans les négociations avec le Gouvernement, les cinq points que j'ai mentionnés précédemment.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Serait-il possible de nous les transmettre ?

M. Olivier Laureau. Oui.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je comprends que les médicaments génériques ne rapportant plus rien (ou presque), ils ne vous intéressaient plus. Cela nous oblige à nous interroger : comment conserver la souveraineté de la production de ces médicaments en dépit de l'absence de rentabilité ?

Aviez-vous décidé, avant la cession à BC Partners, de réduire votre recours à des sites de production français ?

M. Olivier Laureau. Notre politique a toujours été claire : maintenir l'empreinte industrielle de sous-traitance de Biogaran en France. Le groupe a toujours été reconnu pour la disponibilité de ses médicaments auprès des pharmaciens et des patients. Son taux de service est l'un des meilleurs du marché des génériques. C'était très important pour nous, car cela contribue à une bonne relation avec les patients et les pharmaciens.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Aviez-vous prévu d'abaisser le pourcentage de sous-traitants français, qui était de 50 % ?

M. Olivier Laureau. Nous souhaitons maintenir ce pourcentage, car il nous donnait satisfaction.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pour atteindre son objectif de rentabilité de 15 %, BC Partners devrait réaliser ses profits dans le secteur de la santé grand public. De quoi parle-t-on précisément ? S'il s'agit de produits pharmaceutiques du quotidien tels que des pansements, les répercussions sur les prix risquent de pénaliser les consommateurs français, d'autant qu'ils recourent de plus en plus aux produits sans ordonnance.

Mme Charlotte Marmousez-Tartar. La santé grand public correspond à ce qu'on appelle « *over the counter* », c'est-à-dire ce que l'on peut acheter au-dessus du comptoir, sans ordonnance.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pour être clair, BC Partners reprend non seulement les génériques, avec des gros risques de délocalisation, mais aussi la santé grand public, sur le dos de tous ceux qui achèteront des produits sans ordonnance en pharmacie. Il faudra bien qu'il fasse quelque part les superprofits qu'il revendique, sans doute en augmentant les prix.

M. Olivier Laureau. N'oubliez pas, en contrepartie, l'engagement de Servier à investir dans l'innovation pour trouver des traitements pour des maladies qui n'en ont pas (ou pour améliorer ceux qui existent). Les besoins sont énormes.

J'espère que les raisons de cette vente et l'empreinte française du groupe Servier ont été clairement exposées. Soyez sûrs de notre volonté de maintenir cette empreinte, comme nous l'avons démontré par nos investissements récents à Saclay, en Normandie et dans le Loiret.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour vos réponses.

*

* *

15. Audition conjointe, à huis clos, de la direction générale du Trésor et de la direction générale de l'Armement (26 février 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. À la demande de la direction générale du Trésor et de la direction générale de l'armement, la présente audition se tient à huis clos.

À celle de notre rapporteure, elle sera essentiellement consacrée aux conditions de la cession de LMB Aerospace à l'américain Loar Group par le fonds Tikehau Capital, que nous entendrons cet après-midi.

LMB Aerospace est une entreprise corrézienne de soixante-dix salariés, spécialisée dans la conception et la fabrication de moteurs électriques, ventilateurs haute performance et systèmes de gestion thermique pour l'aéronautique et la défense nationale. Ses produits équipent une large gamme de plateformes militaires, comme l'avion Rafale, des sous-marins nucléaires, des chars, des porte-avions et des hélicoptères.

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

(*M. Benoît Laroche de Roussane, Mme Claire Cheremetinski et M. Thomas Ernoult prêtent serment.*)

Mme Claire Cheremetinski, directrice générale adjointe du Trésor. Je commencerai par une brève présentation du régime juridique du contrôle des investissements étrangers en France (IEF) et de son application au secteur de la défense, puis j'exposerai le rôle de la direction générale du Trésor (DG Trésor) et l'organisation de l'instruction d'un dossier.

Le régime des IEF est un régime d'autorisation préalable instauré par la loi du 28 décembre 1966, qui s'exerce de façon dérogatoire aux principes de libre circulation des capitaux et de la liberté d'établissement, protégés par le droit de l'Union européenne, pour les seuls investissements étrangers réalisés « *dans une activité qui (...) participe à l'exercice de l'autorité publique ou relève (...) [d']activités de nature à porter atteinte à l'ordre public, à la sécurité publique ou aux intérêts de la défense nationale* » (article L. 151-3 du code monétaire et financier). Ce régime ne peut être appliqué que pour la préservation des intérêts nationaux et dans le respect des principes de proportionnalité et de non-discrimination entre les investisseurs étrangers. Historiquement, il s'applique à l'industrie de défense qui, par nature, remplit les conditions d'éligibilité. Son champ a été étendu par la suite, notamment en 2014, 2018 et 2019. Depuis la loi du 22 juillet 2019, y sont aussi intégrées les activités de recherche et de développement portant sur des technologies critiques susceptibles de connaître une application dans le secteur de la défense, c'est-à-dire qui ne sont pas exclusivement ou nativement dans le domaine des industries de défense, mais qui peuvent leur servir, comme la robotique, les semi-conducteurs, la photonique et l'intelligence artificielle.

Le contrôle des IEF s'exerce lorsque trois critères cumulatifs sont remplis : la présence d'un investisseur étranger, qu'il soit extracommunautaire ou européen ; la réalisation d'une opération d'investissement au sens du code monétaire et financier – cela inclut les prises de contrôle par une entité de droit étranger, l'acquisition de tout ou partie d'une branche d'activité et certaines prises de participation minoritaires, lorsqu'on a affaire à des investisseurs extracommunautaires ; un investissement dans une activité de nature à porter atteinte aux intérêts de la défense nationale, à l'ordre public ou à la sécurité publique. Lorsque ces trois critères sont réunis, l'investisseur étranger qui envisage l'opération est tenu de déposer une demande d'autorisation auprès de la DG Trésor.

Ce régime de contrôle relève de la compétence du ministère chargé de l'économie, au sein duquel son application est confiée à la DG Trésor. Nous avons instauré un guichet dédié à cet effet, le bureau du contrôle des investissements étrangers en France (Cief), que dirige M. Thomas Ernoult. Dans le cadre de l'instruction des demandes d'autorisation, nous nous appuyons sur le comité interministériel des investissements étrangers en France (Ciief), un comité informel réunissant les principales administrations compétentes dans les secteurs d'activité contrôlés. Après avoir rendu des décisions d'autorisation, avec ou sans conditions, nous suivons la manière dont elles sont mises en œuvre par les investisseurs. La coordination du suivi, par les ministères concernés, des engagements pris par les investisseurs dans le cadre d'une autorisation sous conditions a été confiée au service de l'information stratégique et de la sécurité économiques (Sisse) du ministère de l'économie et des finances. Dans le domaine de la défense, la direction

générale de l'armement (DGA) est chargée, au premier chef, du suivi des entreprises faisant l'objet d'une autorisation IEF, au même titre que toutes les entreprises de la base industrielle et technologique de défense (BITD), qu'elles soient ou non détenues par des investisseurs étrangers – la DGA assure un contrôle très étroit de l'état de la BITD.

La procédure se déroule en deux phases. La première, de trente jours ouvrés, est destinée à apprécier l'éligibilité de l'opération au contrôle. Lorsque des informations complémentaires sont nécessaires, ce délai est suspendu, le temps que les investisseurs nous les fournissent. À son issue, nous rendons une décision soit d'inéligibilité, soit d'autorisation simple si nous n'estimons pas nécessaire d'imposer des conditions. Si nous considérons qu'il faut davantage d'instruction au regard de la sensibilité des activités de l'entreprise-cible, une deuxième phase s'ouvre, pour quarante-cinq jours au maximum, afin de déterminer si la préservation des intérêts nationaux peut être garantie en assortissant l'autorisation de conditions ou, à défaut, si l'opération doit être refusée. Au cours de ces deux phases, la DG Trésor et les administrations compétentes peuvent demander toute information qu'elles jugeraient nécessaires pour analyser la sensibilité des activités menées, sans que les secrets des affaires ou de la défense nationale puissent leur être opposés.

Dans le secteur de la défense, l'autorisation peut être assortie d'une large gamme de conditions : assurer la pérennité et la sécurité, sur le territoire national, des activités exercées par l'entité objet de l'investissement ; assurer le maintien des savoir-faire et des éléments de propriété intellectuelle de l'entité afin d'éviter qu'ils fassent l'objet de captation ; adapter les modalités d'organisation interne et de gouvernance de l'entité de façon à protéger les activités sensibles ; fixer les modalités d'information de l'autorité administrative chargée du contrôle afin de s'assurer que les conditions imposées dans le cadre de l'autorisation sont bien respectées. Lorsque l'État considère qu'une entreprise est particulièrement stratégique, il peut acquérir une action de préférence – cela a été le cas dans le dossier LMB Aerospace – qui s'ajoute aux autres conditions prévues par le régime IEF. Cette action apporte un degré de protection supplémentaire, car c'est un titre de capital qui confère des droits spécifiques pouvant porter, par exemple, sur l'évolution de l'actionnariat de l'entreprise, une fois l'opération autorisée. Ces droits, exorbitants au regard de ceux attachés aux actions ordinaires, doivent être prévus dans les statuts de la société.

L'État dispose aussi de pouvoirs de police et de sanction, à la main du ministre chargé de l'économie, qui permettent de garantir la pleine effectivité du régime. Toute opération qui aurait été réalisée sans autorisation alors que celle-ci était nécessaire peut faire l'objet d'une régularisation *ex post*, avec, le cas échéant, l'imposition de sanctions. L'investisseur est alors chargé de nous saisir *a posteriori* pour voir s'il est possible de remédier à l'absence d'autorisation *ex ante*. Tout manquement caractérisé aux conditions assortissant une autorisation peut faire l'objet d'une injonction (le cas échéant, sous astreinte) du ministre à l'investisseur de se mettre en conformité, voire d'une sanction pécuniaire pouvant s'élever à 10 % du chiffre d'affaires (CA) de la société ou au double du montant de l'investissement.

Nous avons pleinement mobilisé le régime des IEF au cours des dernières années, notamment pour protéger les activités industrielles du secteur de la défense, essentielles aux intérêts nationaux. Tous secteurs confondus, le nombre d'opérations contrôlées est en hausse. Cela reflète notamment l'extension du champ du contrôle à de nouveaux secteurs depuis 2014. Nous avons aussi tendance à imposer une plus forte proportion d'autorisations avec conditions que nos partenaires européens. Lorsqu'ils disposent d'un régime d'autorisation (ce qui n'est pas le cas de tous les États membres, même si ce devrait l'être très prochainement), ils délivrent souvent des autorisations simples, alors qu'en France, la moitié des opérations éligibles au contrôle font l'objet d'une autorisation avec conditions. Environ 40 % des autorisations concernent des activités relevant du secteur de la défense.

La mission confiée en 2020 aux députés Françoise Ballet-Blu et Jean-Louis Thiériot, qui visait à déterminer si la base industrielle et technologique de défense française faisait face à des défis particuliers en matière de financement, avait conclu à la nécessité d'améliorer la connaissance du monde de la défense par les banques et les investisseurs et d'attirer de nouvelles sources de financement. Dans cette perspective, nous avons poursuivi les travaux conjointement avec la DGA : en 2025, avec le concours de M. Philippe Brassac et de M. Hervé Guillou, ancien dirigeant de Naval Group, nous avons instauré un « dialogue de place » afin de déterminer quels instruments pourraient être mobilisés pour améliorer l'accès de la BITD aux financements. Nous avons constaté que les entreprises ne rencontraient pas trop de problèmes d'accès au crédit bancaire – en général, elles sont même plus endettées que les petites et moyennes entreprises (PME) de taille comparable – mais qu'elles avaient des difficultés à accéder à des financements en fonds propres, donc en capital, et à financer leur besoin en fonds de roulement (BFR) en cours de cycle de production, compte tenu des délais de fabrication et de paiement des donneurs d'ordre. J'ignore si c'est toujours le cas ; je pense que les choses se sont améliorées. Le dialogue de place a donc été axé sur ces deux dimensions.

Nous en voyons déjà les effets, même s'ils ne sont pas uniquement le résultat du dialogue de place : les entreprises de la BITD sont sur un marché devenu beaucoup plus dynamique, car l'industrie de l'armement marche à plein régime – malheureusement, pourrait-on penser, mais c'est ainsi... Il faut restaurer les capacités de défense en France – elle est loin d'être la plus mal placée des pays européens, mais ces derniers ont aussi de gros investissements à faire en la matière. Les entreprises du secteur bénéficient de cette activité plus dynamique et de modes de financement beaucoup plus abondants, notamment en capital. De plus en plus de fonds d'investissement sont ouverts au financement d'entreprises du secteur de la défense, ils sont même très demandeurs.

M. Benoît Laroche de Roussane, directeur de l'industrie de défense à la direction générale de l'armement. Nous travaillons main dans la main avec la DG Trésor en ce qui concerne le contrôle des IEF dans le secteur de la défense.

La BITD compte environ 4 500 entreprises. C'est une estimation, car il n'existe pas de définition économique ou juridique de la BITD : elle recouvre l'ensemble des entreprises installées sur le sol national et qui interviennent, à un niveau plus ou moins profond, dans les chaînes de sous-traitance conduisant à la

production des systèmes d'armes utilisés par nos armées. Le travail très fin de connaissance intime des entreprises, développé par la DGA depuis de très nombreuses années en « tirant le fil » des chaînes de sous-traitance des systèmes d'armes, a conduit à estimer à 4 500 le nombre d'entreprises composant la BITD, dont environ mille sont considérées comme « critiques », c'est-à-dire détentrices d'un savoir-faire difficilement substituable.

Ces 4 500 entreprises, qui agissent dans le territoire national, sont structurées par neuf maîtres d'œuvre industriels (MOI), qui sont des « têtes de filière » : Airbus, ArianeGroup, Dassault, KNDS, Safran, Thales, MBDA, John Cockerill Defense-Arquus et Naval Group. Nous travaillons quotidiennement avec ces grands industriels, mais aussi – c'est une des spécificités de la DGA – avec l'ensemble de la chaîne de sous-traitance. La direction de l'industrie de défense, que j'ai l'honneur de diriger, effectue près de neuf cents visites de terrain par an, soit en moyenne une tous les cinq ans auprès de chacune des 4 500 entreprises. C'est très important pour connaître intimement leur dirigeant, leurs difficultés et leurs projets.

Dernier point important concernant la BITD : sa dualité. Ses entreprises mènent à la fois des activités de défense et civiles. Les premières ne représentent, en moyenne, que 20 % du chiffre d'affaires – et même, pour les deux tiers de ces entreprises, moins de 10 %. Il est important de bien avoir ces chiffres en tête. On parle de « l'industrie de défense », mais on devrait dire « les industries concourant à la défense », car de nombreux secteurs industriels contribuent, de manière plus ou moins importante, à la construction des systèmes d'armes. Les entreprises de la BITD sont de petites, voire de très petites, entreprises, qui comptent en moyenne cinquante salariés et réalisent huit millions d'euros de chiffre d'affaires, car, historiquement, nous nous adressons à des entreprises disposant d'un savoir-faire de pointe, qui concerne des volumes plutôt faibles, même si, comme cela vient d'être dit, c'est en train de changer – c'est d'ailleurs l'un des défis qui se trouve devant nous.

Un des rôles de la DGA, depuis de nombreuses années, est de s'assurer que la BITD reste souveraine, car cette souveraineté garantit notre autonomie stratégique – une autonomie considérée, de manière consensuelle et depuis de très nombreuses décennies, comme une composante de la souveraineté nationale et l'expression d'une volonté politique. L'autonomie stratégique est à la fois l'autonomie d'appréciation de la situation, l'autonomie de décision et l'autonomie d'action. C'est pour garantir ces trois dimensions que nous avons besoin d'une BITD souveraine, c'est-à-dire qui produit sur le sol national des armements que les armées françaises peuvent utiliser librement et que nous pouvons exporter librement. Je me permets d'insister, car cette capacité d'exporter librement est importante : la France a une BITD disproportionnée au regard de son poids économique et de sa population. Elle compte 65 millions d'habitants, mais maîtrise tout le spectre capacitaire, donc l'ensemble des systèmes d'armes de pointe. C'est vraiment une anomalie au regard de ce qui existe chez nos voisins – une anomalie heureuse permise par l'export, qui rend économiquement soutenable cette diversité de compétences sur notre sol.

Le *driver*, l'objectif que nous nous fixons lorsque nous analysons les dossiers IEF transmis par nos collègues du Trésor, est de nous assurer que l'opération, telle qu'elle est envisagée, n'est pas préjudiciable à cette autonomie stratégique, qui est notre boussole. L'analyse est statique et dynamique : elle porte la fois sur la situation telle que nous la connaissons, ainsi que sur les compétences de l'entreprise et leur utilité éventuelle dans le futur. Elle est réalisée en lien avec nos MOI, qui connaissent intimement les chaînes de sous-traitance, la sensibilité et, surtout, la substituabilité des produits fabriqués par la cible de l'investissement. Notre vision se construit tout au long de l'analyse, ce qui nous conduit aussi à « challenger » nos maîtres d'œuvre industriels. Au premier abord, ils ont tendance à dire qu'il est compliqué de substituer un produit. Nous devons les pousser et aller au bout de l'analyse, pour savoir s'il existe une réelle difficulté technique ou si c'est seulement que le travail de substitution leur demandera un peu de temps et d'argent. Cette analyse est ensuite confrontée au projet de l'acquéreur, car il est important de savoir ce qu'il veut faire de l'entreprise : ce n'est évidemment pas pareil s'il l'achète pour la développer sur le sol national ou pour détenir la propriété intellectuelle et aller produire ailleurs. L'analyse de la cohérence du projet de l'industriel au regard des nécessités liées à la souveraineté nationale nous conduit à rendre à la direction générale du Trésor un avis assorti d'indications sur ce que nous pensons être les bonnes conditions pour garantir, dans la durée, la souveraineté nationale.

Au sein de la DGA, le bureau IEF est le chef d'orchestre de ces travaux. En 2025, nous avons reçu 157 dossiers, qui ont été transmis à nos huit bureaux de filières – naval, air, missiles, etc., pour ne citer qu'eux. Ces experts assurent l'analyse au fond des demandes, le retour à la direction générale du Trésor et, surtout, le suivi de la bonne mise en œuvre des conditions prévues par l'autorisation. Il y a actuellement 277 lettres de conditions que la DGA suit de très près, car elles sont la garantie du maintien de la souveraineté nationale dans la durée ainsi que de la robustesse et de la crédibilité de l'ensemble du système, qui sont, je crois, assez fortes.

M. le président Emmanuel Mandon. Est-il exact, comme on a pu le lire dans la presse, que la direction générale de l'armement a recommandé une prise de participation de BPIFrance au capital de LMB Aerospace ? Si tel est le cas, pourquoi cette option n'a-t-elle pas été retenue ?

M. Benoît Laroche de Roussane. Tout au long de l'analyse, nous avons des échanges réguliers avec la direction générale du Trésor. L'objectif est de déterminer les conditions qui permettent d'assurer le niveau de garanties et de sécurité dont nous avons besoin – le reste n'est que moyens.

En l'espèce, nous nous sommes demandé si BPIFrance pouvait être porteur de la souveraineté – je laisserai madame Cheremetinski expliquer pourquoi cette possibilité n'a pas abouti. L'analyse a montré que d'autres solutions emportaient autant, si ce n'est davantage, de garanties, notamment la prise d'une action de préférence par l'Agence des participations de l'État (APE). Lorsque la direction générale du Trésor nous l'a présentée, nous l'avons examinée avec beaucoup d'intérêt et nous avons donné notre avis. Ce qui a été rapporté dans la presse est donc faux. Comme nous l'avons très largement dit, à la fois dans la presse et à la

commission de la défense, qui nous a entendus dans le même format, le point de sortie de cette négociation nous convient parfaitement, car il garantit dans la durée le niveau de souveraineté dont nous avons besoin.

Mme Claire Cheremetinski. L'objectif de la DGA était de disposer de droits de gouvernance dans la société, afin de contrôler un certain nombre d'opérations, notamment les changements de capital postérieurs à l'acquisition et qui pourraient avoir un impact sur les activités sensibles. Au lieu d'une prise de participation par BPIFrance qui, de toute façon, n'aurait été que minoritaire, il était plus efficace d'envisager l'achat par l'Agence des participations de l'État d'une action de préférence, à laquelle sont attachés des droits spécifiques.

En l'espèce, l'État a le droit de nommer un représentant qui pourra participer, sans voix délibérative, aux réunions de tout organe d'administration – il aura donc toutes les informations fournies à la gouvernance de la société. Il pourra agréer (ou refuser d'agréer) tout candidat désirant acquérir des titres de la société et décider de l'exclusion (ou de la suspension) de l'exercice des droits non pécuniaires de l'entité détenant le contrôle de la société, si cette entité fait l'objet d'un contrôle en violation du régime français du contrôle des investissements étrangers. Cela signifie qu'un nouvel actionnaire que nous n'aurions pas agréé serait privé de ses droits opérationnels relatifs au contrôle et au fonctionnement de la société. Cette action de préférence donne également à l'État le droit de s'opposer à tout transfert, par la société, d'activités sensibles ou, le cas échéant, de titres de toute filiale française de la société, à tout tiers. L'action de préférence présente un certain nombre de garanties, que nous estimons être très fortes, pour la suite de la vie de l'investissement.

M. le président Emmanuel Mandon. Quels avantages supplémentaires aurait présentés le droit de vote ?

Mme Claire Cheremetinski. Tout dépend du degré de participation dans l'entreprise. Notre droit de veto nous permet d'exercer un quasi-contrôle sur un certain nombre de décisions stratégiques concernant la société. Il nous confère donc des prérogatives très importantes, exorbitantes du droit commun, qui s'ajoutent aux conditions, très contraignantes pour l'investisseur, dont est assortie l'autorisation.

M. Benoît Laroche de Roussane. Le contrôle s'exerce à deux niveaux. L'action de préférence concerne l'ensemble de l'activité de la société, son contrôle et sa transmission. Pour ce qui est des activités dites « sensibles », spécifiquement militaires, un comité de sécurité, au sein duquel siège un agent de ma direction, est obligatoirement consulté avec avis favorable du censeur – à savoir l'État, qui dispose donc d'un droit de veto – sur certaines décisions de gestion quotidienne, notamment celles relatives à la cessation, la cession, le transfert ou le déménagement de ces activités, ainsi que sur tout projet de mutualisation ou de synergie au sein du groupe concernant lesdites activités.

M. le président Emmanuel Mandon. Le 30 janvier, le ministre de l'économie et des finances a déclaré, à propos du rachat de LMB, qu'aucun repreneur français ou européen ne s'était manifesté. Pouvez-vous expliquer cette absence de candidats ? Vous a-t-elle préoccupé ?

Mme Claire Cheremetinski. Dans le cadre de notre fonction de contrôle des investissements étrangers en France, nous n'avons pas eu connaissance de toutes les discussions engagées par les précédents actionnaires de LMB lorsqu'ils ont voulu céder leur participation. Je n'ai pas d'informations sur d'éventuels autres candidats que Loar Group. Le fait que ce dernier ait manifesté son intérêt s'inscrit dans une certaine logique industrielle. En effet, ce groupe américain spécialisé dans le secteur aéronautique, qui a des activités duales aux États-Unis, n'avait pas d'implantation en France et l'activité de LMB complète sa palette industrielle. N'ayant pas été informée de l'ensemble du processus de cession, je m'en tiendrai à cette réponse.

M. Benoît Laroche de Roussane. De son côté, la DGA a des discussions régulières avec le fonds Tikehau Capital, qui nous avait prévenus, fin 2024, de son intention de céder sa participation et informés que les MOI n'avaient pas manifesté leur intérêt, ce dont nous avons pris acte. Par la suite, il nous a transmis le projet de cession à Loar Group, que nous avons pu étudier tout au long du processus : ce groupe, qui était l'un des deux candidats en lice dans la dernière ligne droite, est celui qui a présenté la meilleure offre.

Sa candidature nous a paru intéressante en ce que son projet global était cohérent avec nos préoccupations. En effet, il n'a pas pour objectif d'intégrer très fortement les activités de LMB. Sa stratégie consiste à acquérir des pépites technologiques dans des secteurs de niche de la sous-traitance aéronautique – et le fait que les négociations ont abouti tend à prouver que c'est bien le cas. Il faut savoir que l'aéronautique, qu'elle soit civile ou militaire, est une activité très particulière, car très réglementée, de sorte qu'il faut surmonter d'importants obstacles pour parvenir à un certain niveau de performance. C'est encore plus vrai dans le domaine militaire, où l'aéronautique est soumise à des contraintes élevées, notamment d'accélération.

Une fois ces pépites acquises – le groupe a réalisé des opérations de ce type en Allemagne et aux États-Unis au cours des dernières années –, Loar Group leur laisse une très grande autonomie de décision : l'intégration est très faible et la structure « chapeau » du groupe, composée d'une dizaine de personnes aux États-Unis, est très légère. Ces acquisitions lui apportent surtout un relais de croissance et lui facilitent l'accès à de nouveaux marchés.

Son projet industriel, tel qu'il sera mis en œuvre en tenant compte des conditions très lourdes dont nous avons assorti notre autorisation, consiste bien à accélérer le développement du groupe par des activités qui doivent rester et resteront en France. En témoigne un premier projet d'agrandissement de l'usine de Rodez et de recrutements en France. Tout cela a donc tendance à nous rassurer.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Mon déplacement, la semaine dernière, à Bercy a confirmé le caractère sensible des opérations concernées, même si le PDG de LMB a affirmé qu'il ne s'agissait que de ventilateurs qui n'embarquent aucune technologie sensible.

Le fait est que Loar Group a acheté LMB Aerospace très cher, puisque son prix correspond à vingt fois le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et

amortissements (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, Ebitda) de 2024. On est donc en droit de penser que les Américains ont très envie de bénéficier du savoir-faire français – ce qui ne manque pas de susciter des interrogations, dans l’ensemble des groupes parlementaires, quand on sait que le Président de la République clame sur différents plateaux qu’il est temps de renforcer la souveraineté de la chaîne de valeur de la défense nationale.

Dans quelle mesure LMB sera-t-elle soumise au droit américain, notamment aux réglementations de contrôle des exportations en matière de défense, dites « Itar » et « EAR » ? Les décisions souveraines françaises ou européennes risquent-elles d’être directement contraintes par des règles américaines de contrôle des exports ? Par ailleurs, ne pensez-vous pas que les autorités américaines pourront avoir accès à certaines données sensibles de LMB – ce qui pourrait expliquer le prix de son rachat ?

Mme Claire Cheremetinski. La DG Trésor n’a pas à porter un jugement sur le caractère approprié ou non de la valorisation de LMB – nous n’avons, du reste, pas les informations nécessaires pour le faire. Je peux cependant vous communiquer quelques éléments de contexte. On observe fréquemment, dans des secteurs comparables, des transactions dans lesquelles la valorisation ressort avec un multiple de l’ordre de 10 à 15 fois l’Ebitda. En l’espèce, ce multiple est de l’ordre de 18 : c’est beaucoup, mais ce n’est pas anormal. Par ailleurs, la croissance des secteurs de l’aéronautique et de la défense, dans lesquels opère LMB, est très importante. Enfin, l’acquéreur a pu valoriser également, dans le cadre de sa stratégie industrielle, certains avantages que lui procurerait cette acquisition, notamment l’accès à de nouveaux marchés.

M. Benoît Laroche de Roussane. La question de l’éventuelle application de l’*International Traffic in Arms Regulations* (Itar) et de l’*Export Administration Regulations* (EAR) et celle des données font partie de celles que nous examinons en priorité, en raison de leur grande importance.

D’abord, je vous rassure : le rachat de LMB n’entraîne pas l’assujettissement du Rafale à la réglementation Itar, 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.

L’enjeu, pour nous, est de garantir qu’il en sera toujours ainsi. C’est pourquoi la lettre de conditions impose à LMB – c’est l’objet d’un chapitre entier – que les technologies sensibles demeurent, dans la durée, complètement isolées du risque d’assujettissement à la réglementation Itar. Non seulement nous le lui imposons, mais nous l’accompagnons pour qu’elle y parvienne, grâce à l’expertise de la direction internationale de la coopération et de l’export de la DGA. Nous

utilisons, à cette fin, différentes bonnes pratiques, maîtrisées par de très grands groupes comme Safran.

Quant aux données, elles font également l'objet d'un chapitre de la lettre de conditions, qui impose leur ségrégation : celles qui sont dites « *french eyes only* » devront être stockées sur un réseau séparé, physiquement différent, et ne pourront pas être accessibles aux actionnaires. Ces conditions, assez classiques, ne posent pas de problèmes techniques et leur respect est suivi dans la durée par le comité de sécurité et dans le cadre des visites que nous effectuerons.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Avez-vous imposé à Loar Group de disposer d'un stock d'au moins dix-huit mois sur le territoire national, comme monsieur Pailloux, délégué général pour l'armement, le juge nécessaire ? Surtout, quels sont les mécanismes de suivi et de sanction en cas de non-respect de ces obligations ? Pouvez-vous confirmer que des fournisseurs sont bien en mesure de prendre la relève au terme de ce délai de dix-huit mois ?

M. Benoît Laroche de Roussane. Le délai de douze à dix-huit mois mentionné par le délégué général pour l'armement est celui qu'en lien avec les maîtres d'œuvre industriels, nous jugeons nécessaire pour trouver, le cas échéant, une solution de substitution. Il faut avoir en tête que LMB ne détient pas de brevets : sa compétence réside non pas dans la spécificité de ses produits, mais dans son savoir-faire en matière d'intégration dans des environnements particulièrement contraints. De fait, ses ventilateurs équipent à divers titres le Rafale, lequel va très vite, vole haut et est soumis à des accélérations qui peuvent atteindre 9 G. L'environnement est donc un peu plus contraint que celui d'un ordinateur de bureau...

Le délai de douze à dix-huit mois permet, en cas de changement de fournisseur, de réaliser les tests qui permettent de s'assurer que les composants des systèmes fonctionnent dans le segment où les avions sont autorisés à voler – c'est ce que l'on appelle la qualification. Il s'agit de disposer de temps non pas pour développer *ex nihilo* de nouveaux ventilateurs (Safran en produit, par exemple), mais pour les intégrer dans le système et réaliser les tests. C'est à cause de ce délai que la lettre de conditions impose de manière très stricte le maintien de la production en France. Ainsi, 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. Dès lors, nous ne lui avons pas imposé de disposer de stocks minimaux. Cette obligation s'applique plutôt, de manière générale, aux maîtres d'œuvre industriels et concerne des sous-ensembles critiques.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). En tant que hauts fonctionnaires, vous êtes pour nous, au-delà de vos compétences techniques, les garants de l'intérêt général. Que se passe-t-il si les conditions que vous imposez ne sont pas respectées ?

Vous avez mentionné l'existence de deux délais : le premier, de trente jours, pour déterminer si l'opération est éligible à votre contrôle ; le second, de quarante-cinq jours, pour définir les conditions d'une autorisation. Ces délais s'appliquent-

ils de manière stricte ou peuvent-ils être dépassés ? Vous soumettent-ils à une pression excessive ?

Par ailleurs, il me semble avoir compris que certaines opérations pouvaient passer entre les mailles du filet et échapper à votre contrôle. Qu'en est-il exactement ?

Enfin, comment se fait-il que nous ayons perçu, à propos du rachat de LMB, une tension, dont la presse s'est fait l'écho, entre le ministre de l'économie et celui des armées ? Les inquiétudes exprimées par la DGA ont-elles été prises en considération ?

Mme Claire Cheremetinski. Le suivi des conditions est assuré de la manière suivante. Nous demandons systématiquement à l'entreprise de nous transmettre chaque année un rapport sur l'application de ces conditions. Nous disposons ainsi d'un premier élément d'analyse qui nous permet d'évaluer le risque qu'elles ne soient pas respectées.

Nous pouvons, par ailleurs, procéder à un contrôle sur pièces et sur place afin de vérifier, par exemple, si les restrictions d'accès à certaines zones que nous avons 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.

Si l'investisseur estime que la mise en œuvre de tout ou partie des conditions n'est plus possible dans des conditions économiques normales, il peut solliciter une révision des conditions et nous réfléchissons à des solutions avec l'investisseur. Il arrive que nous soyons amenés à adapter nos conditions, voire les abandonner, si nous estimons que l'activité a perdu son caractère sensible pour les intérêts nationaux.

Si le dialogue ne suffit pas, le ministre chargé de l'économie peut user de ses pouvoirs de police. Il peut ainsi 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. Quoi qu'il en soit, il est préférable de ne pas en arriver à ce stade, car les sanctions traduisent un échec de nos conditions.

Les délais de trente et de quarante-cinq jours ouverts sont les délais d'instruction de l'autorisation. Le premier nous permet de déterminer si l'opération est éligible à la procédure IEF. Lorsque nous avons besoin d'informations complémentaires, ce délai est suspendu jusqu'à leur obtention. Si, à l'issue des trente jours, l'administration n'a pas répondu (ce qui n'arrive jamais), l'opération est réputée avoir été refusée afin que l'investisseur puisse contester ce refus devant le juge. À l'échéance du délai, nous décidons soit que l'opération n'est pas éligible

à la procédure, soit qu'elle est autorisée sans conditions, soit qu'il convient d'entrer dans la seconde phase afin de définir les conditions qui seront imposées à l'investisseur.

Nous sommes alors soumis à un délai de quarante-cinq jours qui ne peut pas être suspendu. Si aucune décision n'est rendue à l'expiration de ce délai, l'opération est implicitement refusée afin, là encore, de permettre à l'investisseur de former un recours devant le juge. Il arrive toutefois, dans de rares cas, que nous ayons besoin de davantage de temps. Nous informons alors l'investisseur de l'échéance du délai réglementaire et nous lui indiquons la poursuite de l'instruction – ce fut le cas pour LMB. Cela arrive ponctuellement et cela n'a rien dramatique. Si nous ne trouvons pas de solution, le ministre refuse *in fine* l'opération ; dans le cas contraire, il l'autorise avec des conditions.

Enfin, il peut arriver que des opérations passent entre les mailles du filet. En effet, nous sommes, la plupart du temps, saisis par l'investisseur lui-même auquel il incombe de déposer un dossier de demande d'autorisation préalable – nous ne sommes pas forcément au fait de tous les projets d'investissements étrangers en France. Cependant, nous pouvons être informés d'une opération *a posteriori*, par exemple si la DGA s'aperçoit qu'une entreprise de la BITD a été acquise par un investisseur étranger sans que cette acquisition nous ait été notifiée, si la DGE nous saisit d'une opération intervenue dans le champ couvert par la procédure applicable aux IEF ou si l'entreprise comprend qu'elle aurait dû solliciter une autorisation et revient spontanément vers nous. Il est alors possible de procéder à une régularisation *a posteriori* – nous en traitons cinq à dix chaque année.

M. Benoît Laroche de Roussane. En ce qui concerne les tensions que vous avez évoquées, il faudrait interroger les journalistes qui en ont fait mention. Pour ma part, je peux vous indiquer que nous avons travaillé en bonne intelligence tout au long de la procédure, comme c'est le cas pour les quelque cent cinquante dossiers que nous traitons chaque année. Comme je l'ai dit, le point de sortie de la négociation nous convient parfaitement.

Mme Émilie Bonnivard (DR). Le contrôle des IEF est censé être l'outil central pour assurer la protection de nos capacités productives stratégiques. Dans le cas de LMB, on peut néanmoins s'interroger sur la chronologie : le 26 décembre, l'acquéreur annonce, aux États-Unis, avoir obtenu l'autorisation de la France ; mi-janvier, la presse française informe le public ; l'État indique alors qu'il aura une action de préférence, mais rien n'est publié au *Journal officiel* et les parlementaires n'ont accès à des informations que très tardivement, sous la forme de documents caviardés. Il nous semble alors qu'il est trop tard pour réagir : la représentation nationale a été mise devant le fait accompli. Ce qui est problématique, c'est que le vendeur, l'acquéreur, les banques, les cabinets d'avocats et l'ensemble de l'écosystème transactionnel ont disposé pendant ce temps d'une information complète et immédiate. Sur ce sujet stratégique, qui concerne la défense nationale, l'asymétrie est donc manifeste. L'écosystème des affaires est informé en temps réel, mais la représentation nationale est tenue à distance.

Comment pourrait-on y remédier ? En effet, de quelle manière le Parlement pourrait-il apprécier la solidité des engagements imposés, leur suivi et leur efficacité réelle si les décisions restent cantonnées, dans une sorte d'entre-soi, à l'administration et à l'écosystème financier ? Le secret est strictement opposé aux représentants de la nation, mais les informations transactionnelles circulent dans des circuits privés transnationaux. Ne craignez-vous pas que cette opacité interne, combinée à une circulation externe d'informations, fragilise notre capacité collective à détecter et à prévenir des stratégies de prédation des capacités productives qui sont parfois, vous l'avez dit, larvées ? Autrement dit, le secret protège-t-il réellement notre souveraineté industrielle ou contribue-t-il à organiser un déséquilibre qui marginalise le Parlement tandis que l'écosystème financier conserve la maîtrise de l'information ?

J'ai lu, dans la presse, que deux repreneurs français pouvaient être intéressés. Avez-vous des informations à ce sujet ? Par ailleurs, la plus-value réalisée s'élève à 177 millions d'euros. S'il n'y a aucun concurrent, les questions qu'on peut se poser vont au-delà du caractère sensible et stratégique de la production.

Enfin, comment les choses se sont-elles passées avec les ministres de l'économie et des armées ? Avez-vous reçu une « commande » du ministre de l'économie – je le dis d'une façon très directe – demandant que l'IEF soit possible ? Il a été question, tout à l'heure, d'un arbitrage entre la position du ministre de la défense, qui est dans son rôle en protégeant cette industrie, et une position différente du ministre de l'industrie. Nous avons besoin de savoir si une commande politique vous a été passée.

Mme Claire Cheremetinski. Nous opérons dans le cadre de la loi de 1966, qui a confié la mise en œuvre de la procédure au ministre chargé de l'économie. S'agissant de dossiers systématiquement couverts par le secret des affaires, parce qu'ils sont relatifs à des informations confidentielles de nature commerciale qui concernent des entreprises, et, parfois, par le secret de la défense nationale, les décisions individuelles ne sont pas publiques. Elles ne sont pas publiées au *Journal officiel* et restent normalement strictement confidentielles. La décision d'autorisation est adressée à l'investisseur. Il en a connaissance et la cible le peut aussi, mais l'information reste normalement confinée à ce cercle.

Néanmoins, le champ du contrôle du Parlement sur la procédure a progressivement été étendu, notamment par la loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite loi « Pacte », qui a renforcé les pouvoirs d'information et de contrôle du Parlement. Tout d'abord, les présidents des commissions des finances et des affaires économiques ainsi que les rapporteurs généraux des commissions des finances se voient adresser un rapport annuel qui doit contenir, d'après la loi, des éléments détaillés sur le nombre de demandes d'autorisation préalable, de décisions de refus et d'opérations réalisées sous conditions ainsi que des éléments relatifs à l'exercice, par le ministre chargé de l'économie, de ses pouvoirs de sanction. Par ailleurs, les présidents des commissions des finances et des affaires économiques ainsi que les rapporteurs généraux des commissions des finances peuvent conjointement entendre les

ministres et les directeurs d'administration centrale compétents, qui peuvent également être auditionnés dans le cadre de commissions d'enquête parlementaires. Ils peuvent aussi procéder à toute investigation sur pièces et sur place concernant l'action du Gouvernement en matière de contrôle des IEF. Enfin, en application d'un article du code monétaire et financier, modifié par la loi Pacte, des données statistiques relatives au contrôle des IEF sont publiées chaque année : nous produisons un rapport public sur l'activité du bureau Cief, qui peut donner lieu à des débats devant le Parlement.

Je n'ai pas d'informations sur d'éventuels acquéreurs français qui se seraient manifestés.

S'agissant de l'interaction entre les ministères, la direction générale du Trésor identifie très vite quel autre ministère spécialiste de la matière ou du secteur considéré peut être concerné et en saisit immédiatement les services compétents. L'instruction d'un dossier IEF se passe vraiment entre les services. Les ministres sont informés au fil de l'eau et, à la fin, c'est celui chargé de l'économie qui décide, sur la base de l'instruction réalisée au niveau technique – c'est une décision du seul ministre de l'économie. En l'occurrence, il y a eu beaucoup d'allers-retours avec nos collègues pour affiner les conditions dans lesquelles nous pensions qu'il était possible d'autoriser l'opération. Un travail très classique d'instruction interministérielle a été fait sur ce dossier. Il n'y a pas eu, en réalité, de difficultés particulières au niveau technique dans l'instruction du dossier et nous sommes donc un peu surpris par la présentation qui a pu en être donnée dans le débat public.

M. Benoît Laroche de Roussane. Le prix dépend du projet industriel de l'acquéreur : ce n'est pas le même si le projet doit permettre un développement important et rapide, notamment sur un marché international, ou si l'acquisition est plutôt tournée vers le marché français. Il n'existe pas de notion intrinsèque et absolue de prix. Un acquéreur achète compte tenu du *business plan* (BP) qu'il imagine.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je voudrais mettre un bémol. J'ai été la première à utiliser, en tant que présidente de la commission des affaires économiques, les pouvoirs accordés par la loi Pacte. Il a fallu attendre cinq ans et une situation absolument exceptionnelle dans laquelle la présidente de la commission des affaires économiques appartenait à l'opposition – ce n'est pas le cas, en général – pour que des contrôles soient effectués. On peut se demander – et c'est le législateur que cette question regarde – s'il ne faudrait pas aller au-delà des présidents de commission.

J'ai pu faire un contrôle sur LMB Aerospace, étant cette fois rapporteure de la commission d'enquête. Ce contrôle, je l'ai dit publiquement, a été tout à fait différent de celui portant sur Biogaran. Il n'y avait pas de responsable de l'administration pour répondre à mes questions, je n'ai pas pu emporter les documents, une partie d'entre eux était caviardée et, surtout, toutes les informations n'étaient pas là. J'entends que vous avez manqué de temps, mais le délai était le même que pour Biogaran. Je m'interroge donc sur la dissymétrie.

Quels sont les risques identifiés par la DGA en ce qui concerne l'application des lois extraterritoriales américaines, notamment l'Itar mais pas seulement ?

M. Benoît Laroche de Roussane. Le principal risque identifié est lié à l'Itar, qui conduirait à une contrainte en matière d'export. Or, je l'ai dit, l'export fait partie intégrante de notre stratégie industrielle de défense. Nous avons donc pris, dans la lettre de conditions, toutes les mesures nécessaires pour contenir ce risque. Il est présent dans ce dossier, mais il fait aussi partie de la vie de l'ensemble des sociétés de la BITD. Ce n'est pas du tout spécifique à LMB : nous y faisons attention pour l'ensemble des sociétés, afin d'être sûrs qu'elles ne fassent pas de « bêtises », si vous me passez l'expression, en se laissant contaminer par l'Itar, j'allais dire « à leur corps défendant » ; mais c'est impossible : il faut signer des papiers et on sait donc ce que l'on fait. Néanmoins, certaines entreprises peuvent ne pas se rendre compte de l'impact sur leur activité avec nous.

Nous avons l'habitude de gérer ce risque, qui va bien au-delà du cas de LMB. C'est un risque important dans l'ensemble de la BITD et de l'activité. Nous sommes équipés pour le gérer et le limiter au maximum. Il n'a pas de lien direct avec le fait que l'acquéreur est américain : c'est un risque global, sur lequel nous travaillons avec nos collègues du Sisse.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. La DGA a-t-elle estimé qu'il existait un risque supplémentaire du fait que le président américain est Donald Trump ? Le contexte n'est pas tout à fait le même qu'il y a trois ans, par exemple.

M. Benoît Laroche de Roussane. L'acquéreur reste Loar Group, qui est indépendant du pouvoir politique américain. Qu'il faille plus de précautions, c'est ce que traduit le fait que la lettre de conditions est très exigeante, mais, je le répète, c'est le groupe Loar qui est l'acquéreur de LMB.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Oui. Mais on sait que le président Trump et son administration n'ont aucun problème à intervenir dans l'économie américaine de façon assez autoritaire. Je suis donc étonnée que la DGA n'ait pas davantage d'observations à faire à propos de ce contexte.

M. Benoît Laroche de Roussane. Nous avons mis dans la lettre de conditions, que vous aurez, l'ensemble des mesures qui, indépendamment du contexte géopolitique, nous assurent dans la durée l'accès, de manière libre et souveraine, aux objets dont nous avons besoin et qui continueront à être produits sur le sol français.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Mais qu'est-ce qui vous garantit que l'administration Trump ne va pas s'asseoir sur le contrat ?

M. Benoît Laroche de Roussane. Deux éléments. D'abord, elle n'est pas partie prenante. Ensuite, et c'est la principale assurance, la capacité de production reste sur le sol français. En cas de problème, il sera possible de la réquisitionner et de prendre des mesures de priorisation. Le cœur du cœur, pour nous, c'est que la production reste en France.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous avons demandé des documents complémentaires, mais je ne sais pas s'il sera possible de les obtenir – dans le respect des différents secrets que vous avez évoqués, naturellement.

Mme Claire Cheremetinski. Nous vous remettons un dossier strictement confidentiel à l'issue de cette audition.

M. le président Emmanuel Mandon. Il me reste à vous remercier pour votre contribution à nos travaux, y compris les documents que vous pourrez nous remettre et vos réponses au questionnaire écrit.

*

* *

16. Audition de représentants de salariés (26 février 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous poursuivons nos travaux, cet après-midi, par une table-ronde avec des représentants de salariés des laboratoires Cerballiance et de Colisée.

Je souhaite donc la bienvenue, en notre nom à tous, à messieurs Loïc Le Noc, secrétaire national à la protection sociale, et Fabien Hallet, attaché politique, au titre de la CFDT Santé-Sociaux, ainsi qu'à messieurs Frédéric Fischbach, président fédéral, et Pascal Decker, représentant syndical à Cerballiance, au titre de la CFTC.

La commission d'enquête vous a invités, à l'initiative de notre rapporteure, pour recueillir votre appréciation quant aux conditions dans lesquelles le fonds d'investissement EQT, dont nous avons entendu ce matin les dirigeants français, est intervenu dans Colisée et Cerba. Je rappelle que ce fonds est en train de se retirer du capital de Colisée, après l'avoir dirigé pendant cinq ans, mais qu'il demeure présent à celui de Cerba, dont il est actionnaire depuis cinq ans.

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

(MM. Loïc Le Noc, Fabien Hallet, Frédéric Fischbach et Pascal Decker prêtent serment.)

M. Loïc Le Noc, secrétaire national à la protection sociale (CFDT). La commission d'enquête devant laquelle nous nous exprimons aujourd'hui a pour objet la financiarisation de l'outil industriel. Avec mon collègue, nous représentons les quelque quatre-vingt-quinze mille adhérents de notre organisation, première organisation syndicale dans la santé privée et la biologie extrahospitalière, secteurs particulièrement exposés à cette financiarisation. À ce titre, nous avons sollicité le cabinet Cictar afin de documenter la spéculation immobilière dans la santé lucrative, étude que nous vous transmettons et qui prend notamment pour illustration le cas du groupe Ramsay Santé.

Ramsay Santé est détenu à 60 % par Ramsay Healthcare Australia et à 40 % par Predica, filiale du Crédit agricole. Le 20 février dernier, Ramsay Healthcare a annoncé son intention de céder ses parts à ses propres actionnaires, tout en se déclarant ouvert à une offre de reprise. Cette annonce illustre, de manière saisissante, la vaste partie de Monopoly qui se joue depuis dix ans, au détriment de l'accès aux soins. Elle ouvre la perspective, par exemple, d'une reprise par le fonds Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR), déjà propriétaire d'Elsan, et donc celle de la constitution d'un quasi-monopole dans la santé lucrative, en capacité d'imposer ses conditions aux agences régionales de santé (ARS), notamment en matière d'attribution des autorisations d'activité. La logique à l'œuvre est simple : ce qui est rentable relève du privé et le reste doit être assumé par le secteur public. Vous pourriez auditionner, à ce sujet, le directeur de l'ARS Centre-Val de Loire et évoquer avec lui le dossier de l'hospitalisation à domicile.

L'étude Cictar, centrée exclusivement sur la spéculation immobilière, montre que le groupe Ramsay consacre environ 250 millions d'euros (M€) par an à ses sociétés immobilières. Par extrapolation, l'ensemble du secteur de l'hospitalisation privée représenterait près de 1,2 milliard d'euros (Md€), logé dans des structures de type « société civile immobilière » (SCI).

Le mécanisme est désormais bien rodé. Une clinique, créée par des praticiens et ayant amorti ses investissements, se voit proposer par un groupe une offre de rachat très largement supérieure à sa valeur réelle, par exemple trois fois cette valeur. Une fois la cession réalisée, la holding immobilière notifie un tableau de loyers extrêmement élevés, que la clinique devra régler chaque mois. Afin de lutter contre cette spéculation immobilière, nous avons porté un amendement au projet de loi de financement de la sécurité sociale (PLFSS) pour 2026 visant à encadrer les loyers de l'immobilier de santé.

Payer un bien trois fois sa valeur nécessite des emprunts qui, à travers des montages financiers de *Leveraged Buy-Out* (LBO), devront être réglés par la clinique. Les fonds spéculatifs se livrent à une guerre sans merci pour acquérir les entreprises du secteur : cliniques, établissement 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.

Une responsable de la Caisse nationale de l'assurance maladie (Cnam) résumait récemment la situation en expliquant : « *Nous sommes un payeur aveugle, qui reçoit des factures et sort le chéquier.* ». De même, les propos tenus par le directeur général de la Cnam Thomas Fatôme devant le Sénat sont éclairants : dans des secteurs comme la biologie, « *les fonds d'investissement peuvent rechercher des chiffres d'affaires qui seront multipliés non pas par trois ou quatre, mais par dix ou vingt, soit des niveaux qui n'existent pas en temps normal dans le cadre de fusions-acquisitions.* » (10 avril 2024).

Nos élus dans les entreprises le confirment : le poids du remboursement de la dette met à mal la pérennité du système. Dans le cadre de ses travaux, la mission

d'information de la commission des affaires sociales du Sénat sur la financiarisation de l'offre de soins, a auditionné tous les acteurs, à l'exception des organisations représentatives des salariés. Nous aurions pourtant pu porter un peu la contradiction aux péroraisons du trio Elsan-Ramsay-Valto, qui a osé affirmer qu'aucun euro ne partait à l'étranger.

Les trajectoires financières d'acteurs comme Almayviva, dont la valorisation est passée en quelques années de 500 M€ à 1,5 Md€ – soit seize fois le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, Ebitda) – au fil de cessions successives entre fonds internationaux, illustrent pourtant la logique spéculative à l'œuvre.

Dans ce contexte, l'examen du projet de loi de financement de la sécurité sociale (PLFSS) pour 2026 a révélé l'influence persistante des *lobbys* financiers. Le comportement de certains parlementaires, agitant le rapport du cabinet Roland Berger et tentant de nous apitoyer sur la « précarité » de la biologie extrahospitalière, en est un triste exemple. Ce rapport (*Étude du secteur des laboratoires de biologie médicale libérale français*, septembre 2024) ressemble étrangement à celui que la Fédération de l'hospitalisation privée (FHP) a fait circuler, il y a quelques mois, pour se lamenter sur la situation des groupes de cliniques financiarisées, au moment même où nous leur demandions de partager leurs profits. À les écouter, tout serait la faute de la sécurité sociale, qui ne reconnaîtrait pas à leur juste valeur leurs prétendues œuvres philanthropiques.

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.

Un rapide examen des données disponibles sur Pappers s'avère, à cet égard, particulièrement éclairant. La nébuleuse du président de la FHP comprend de nombreuses sociétés qui ne produisent aucun soin, mais qui tirent l'intégralité de leurs profits de nos cotisations de sécurité sociale. Par exemple, le groupe Ramsay France compte 288 sociétés, dont seulement 178 produisent effectivement des soins, les 110 autres vivant à leurs dépens. Les groupes de cliniques, comme ceux de laboratoires de radiologie, vous diront qu'ils ne font rien d'illégal. En revanche, la spéculation immobilière financée par les dépenses de santé de la population interroge à plus d'un titre. Le fait que les sociétés civiles immobilières ne soient pas tenues de publier leurs comptes y contribue sans doute.

La CFDT demande une transparence intégrale sur les montages et les flux financiers pour toute entreprise dont les revenus sont issus de fonds publics ou de cotisations sociales. Le secret des affaires n'a pas sa place lorsqu'il s'agit de la santé de la population ! Votre commission d'enquête pourrait auditionner les cabinets mandatés par les élus pour expertiser les comptes des entreprises : une fois déliés du secret professionnel, ils pourraient vous exposer le grand détournement qui s'exerce sur le dos des cotisations sociales.

Qu'il me soit permis de citer, en conclusion, madame Brigitte Dormont, professeure à l'université Paris-Dauphine, qui indiquait dans un article d'*Alternatives Économiques* qu'« *il est impératif de protéger les prescriptions d'actes de toute influence financière* » (16 juillet 2024).

M. Frédéric Fischbach, président fédéral (CFTC). Pour appréhender pleinement les enjeux qui nous rassemblent aujourd'hui, il convient de replacer la réflexion dans un mouvement plus large, celui de l'expansion des fonds d'investissement et des fonds de pension au sein de l'économie.

La vocation première de ces fonds réside dans la rémunération du capital à court ou moyen terme, ce qui les conduit à privilégier des secteurs à la fois résilients et solvabilisés. La santé, largement financée par la solidarité nationale et des fonds publics, s'est ainsi imposée comme un champ d'investissement particulièrement attractif.

La financiarisation de l'offre de soins constitue une mutation profonde qu'il faut aborder avec pragmatisme. À la CFTC, nous reconnaissons que ce processus a, à certains égards, contribué à la modernisation de cette offre : l'apport de capitaux privés a permis de structurer des réseaux de soins et de professionnaliser les fonctions-support, telles que la gestion des ressources humaines, la comptabilité ou la conformité juridique. Cette organisation a libéré les soignants de nombreuses contraintes administratives, leur redonnant du temps pour leur mission première – à savoir, le soin.

Elle a également favorisé le financement d'innovations technologiques majeures, de l'imagerie assistée par intelligence artificielle à la biologie moléculaire, tout en générant des économies d'échelle bénéfiques à l'assurance maladie.

Cette évolution répond enfin aux aspirations de nombreux jeunes praticiens, pour lesquels l'installation libérale traditionnelle, marquée par l'endettement massif et l'isolement, apparaît de plus en plus risquée, tandis que des structures financiarisées offrent des conditions de travail sécurisées et compatibles avec un meilleur équilibre de vie.

Pour autant, cette reconnaissance ne saurait nous dispenser de lucidité. Ce modèle ne peut être vertueux que s'il fait l'objet d'une régulation stricte : le risque est réel de voir la rentabilité de court terme orienter l'organisation médicale au détriment de missions moins lucratives. Nous refusons une logique de « *cherry picking* » qui sélectionnerait les actes les plus lucratifs, en délaissant les missions de service public, essentielles, mais moins rentables. Aujourd'hui, le financement des soins repose majoritairement sur les cotisations sociales et la solidarité nationale, ce qui rend légitime une exigence accrue de transparence et de partage de la valeur créée.

Lorsque des marges importantes sont constatées et que les autorités ajustent les tarifs à la baisse, les grands groupes disposent de la capacité d'absorber ces chocs, tandis que les acteurs plus modestes, souvent profondément ancrés dans les territoires, en subissent les conséquences, engendrant des répercussions directes sur

l'emploi et le maillage local. Le paiement à l'acte, s'il a dynamisé l'offre, montre désormais ses limites en encourageant une logique de volume, parfois déconnectée de la pertinence clinique. La CFTC plaide donc pour une évolution vers un financement fondé sur la qualité et la valeur, car nous sommes convaincus que l'efficacité ne se mesure pas au nombre d'actes, mais aux résultats de santé pour les patients.

La qualité a un prix et elle nécessite des investissements importants. Payer pour la valeur conduit à accepter de financer ce qui ne se voit pas dans un bilan comptable classique. Cela exige des systèmes d'information interconnectés pour établir des indicateurs fiables et assurer un suivi fluide du parcours du patient. Cela demande également de valoriser le temps humain consacré à la coordination entre spécialistes et à la prévention.

Or, pour réussir ce virage, il est indispensable de s'extraire du temps court. Le pilotage annuel de l'objectif national de dépenses d'assurance maladie (Ondam) est inadapté aux enjeux de santé publique, qui s'inscrivent dans la durée. C'est pourquoi nous demandons une régulation pluriannuelle stratégique : cette pluriannualité permettrait d'organiser un partage programmé des gains de productivité et les économies réalisées grâce à la taille des groupes devraient être, en partie, réinvesties dans le système, à travers des baisses de tarifs prévisibles pour les patients et la sécurité sociale ; elle doit ouvrir la voie à une amélioration constante de l'offre et à un endiguement de la financiarisation.

La position de la CFTC est donc celle d'un équilibre exigeant. Nous ne cherchons pas à éliminer l'investissement privé, mais à le dompter en le soumettant à une trajectoire de responsabilité accrue. La santé est un bien commun, l'innovation et l'efficacité doivent profiter prioritairement à la collectivité et à la qualité des soins prodigués. La performance économique ne doit jamais faire oublier que la richesse de notre système repose sur celles et ceux qui soignent, accompagnent et prennent soin.

M. le président Emmanuel Mandon. Comment évaluez-vous l'incidence de l'arrivée d'EQT dans le capital de Colisée sur les conditions d'emploi et le dialogue social ?

Les représentants du personnel ont-ils disposé d'un accès suffisant à l'information sur la stratégie financière, l'endettement et les perspectives à moyen terme dans chacune des deux entreprises détenues par le fonds ? L'information-consultation des salariés et de leurs représentants, à l'occasion des préparatifs du plan de cession par EQT, vous paraît-elle avoir été effective ? Quels aménagements préconisez-vous à ce propos ?

La présence d'EQT s'est-elle traduite par une modification substantielle des services et des prestations ? Je pense naturellement aux soins prodigués aux résidents des Ehpad, mais la question s'adresse également au représentant du personnel de Cerba, puisqu'il s'agit, ici aussi, de prestations paramédicales.

M. Pascal Decker, salarié de Cerballiance et représentant syndical CFTC. L'arrivée du fonds de pension a modifié le mode de fonctionnement de

Cerballiance, qui appartient à Cerba Healthcare. Bien entendu, Cerba Healthcare impose des exigences à ses filiales, engendrant un impact direct.

Au cours des dernières années, l'État a réévalué les tarifs de la lettre-clé B, c'est-à-dire la tarification de l'acte, ce qui a profondément perturbé l'équilibre économique des laboratoires. Les petits laboratoires qui existaient il y a une vingtaine d'années et qui avaient les moyens de fonctionner comme des entités indépendantes ont progressivement perdu cette capacité. Ils ont dû se regrouper pour faire face à plusieurs difficultés : en premier lieu, la baisse de leurs chiffres d'affaires, mais aussi les nécessités de mettre en place des certifications par le Cofrac et de répondre aux nouvelles normes exigées par les ARS.

Ces obligations sont extrêmement contraignantes, très chronophages et particulièrement coûteuses. Les petits laboratoires ne pouvaient plus les assumer seuls et se sont donc regroupés afin de mutualiser leurs ressources. Au fur et à mesure des évolutions et des choix politiques de la Cnam, les groupes ont grandi. Les fonds spéculatifs sont ensuite arrivés, donnant naissance à de très grands groupes, parfois présents à l'international.

Depuis environ trois ans, les horaires d'ouverture ont changé. Auparavant, selon les sites, les laboratoires ouvraient de 7 heures à 18 heures, parfois jusqu'à 18 heures 30 – voire 19 heures pour les sites les plus importants, notamment à Paris. Confrontés à l'attrition de leurs revenus, les laboratoires ont renforcé leurs équipes du matin et ont progressivement fermé plus tôt, vers 15 heures ou 17 heures, selon les besoins et la patientèle locale. Cette évolution ne s'explique pas uniquement par la baisse de la valeur du « B », mais aussi par des difficultés de recrutement, en particulier pour les préleveurs et les techniciens.

Cette situation a entraîné une dégradation majeure des conditions de travail. Le simple fait de fermer à 15 heures au lieu de 17 heures (ou 18 heures) a conduit à une réorganisation du temps de travail. De nombreux salariés sont passés de cinq jours travaillés par semaine à six jours sur deux semaines, ce qui signifie qu'ils n'ont plus de week-end qu'une fois toutes les deux semaines, lorsque cela est possible. À cela s'ajoute un absentéisme important, directement lié à la dégradation des conditions de travail.

On estime qu'il manque environ 10 % d'effectifs par rapport aux besoins théoriques. Si l'on cumule ce déficit structurel avec l'absentéisme, qui a été chiffré à 14 % lors de la dernière réunion du comité social et économique (CSE), le taux est en réalité proche de 24 %. L'absentéisme représente un problème majeur dans de nombreuses entreprises, mais il l'est particulièrement dans les laboratoires.

Nous avons ainsi subi un impact sur la qualité du travail et, par conséquent, sur la qualité des soins. Les changements d'horaires visaient à préserver autant que possible la qualité des soins pour les patients : il n'en demeure pas moins que les patients se retrouvent aujourd'hui devant des portes closes lorsqu'ils se présentent l'après-midi.

La transmission des résultats s'effectue de plus en plus de manière dématérialisée ; mais tout le monde n'a pas accès à internet, notamment les

personnes âgées, et certaines préfèrent encore recevoir leurs résultats au format « papier ».

Nous constatons une dégradation du système de soins et des conditions de travail, associée à une fatigue croissante du personnel. Cette fatigue engendre un coût direct pour les comptes publics et pour la sécurité sociale, car, même avec la subrogation, une part importante des arrêts maladie est prise en charge par la sécurité sociale.

Une régulation des « superbénéfices » enregistrés pendant la période de la covid-19 peut s'entendre. Les fonds spéculatifs ont effectivement bénéficié de cette période exceptionnelle. Mais il faut trouver un juste équilibre entre cette régulation et la nécessité de laisser aux laboratoires la possibilité de rester compétitifs et rentables. La rentabilité n'est pas synonyme de superprofits : c'est elle qui permet d'investir. Le secteur médical évolue rapidement, avec de nouvelles analyses, de nouveaux automates, de nouveaux réactifs... lesquels nécessitent aussi de renforcer la formation continue du personnel.

L'exemple de la covid-19 est parlant. Fin 2019, lors de l'arrivée de la pandémie, une course à l'équipement pour les tests est intervenue, sur le plan mondial. Les automates et les réactifs étaient extrêmement demandés et vendus à des prix très élevés. Les laboratoires ont réalisé des bénéfices importants pendant cette période. Mais ces bénéfices ont ensuite été largement compensés par les baisses du B et les accords triennaux qui ont suivi. Il faut également rappeler que, durant cette période, seuls 50 % du personnel étaient présents, l'autre moitié étant confinée : la rentabilité par salarié a donc doublé, au prix d'une fatigue extrême.

Après la covid-19, de nombreux professionnels ont quitté le secteur : certains ont changé de métier, d'autres ont suivi des formations financées par des dispositifs publics. Là encore, des coûts sont induits pour la collectivité. Lorsque l'on additionne le coût des arrêts maladie, le coût du confinement, le coût des formations et l'impact de la dégradation des conditions de travail, on mesure les conséquences lourdes pour le système médical.

Aujourd'hui, nous ne vivons plus une période de superbénéfices ; nous sommes au contraire dans une période d'austérité financière. Les tensions budgétaires actuelles en sont une illustration, comme l'ont montré les débats récents sur les comptes publics et le recours à l'article 49.3 par le Gouvernement. Le sujet est complexe et l'équilibre difficile à trouver : il est néanmoins essentiel pour le bon fonctionnement des entreprises du médical, qui assurent les soins de l'ensemble de la population.

En France, il n'existe plus de laboratoires publics. Les laboratoires sont privés : il faut leur permettre de rester rentables, tout en instaurant une régulation équilibrée. Cette régulation doit préserver le bien-être des salariés, la qualité des soins pour les patients et des conditions de travail acceptables.

Enfin, si le secteur médical peine aujourd'hui à recruter, ce n'est pas par manque de volonté des employeurs. Ils cherchent en permanence, reçoivent des alertes quotidiennes sur les difficultés rencontrées sur tel ou tel site, mais ils ne

trouvent pas de personnel. Le médical et le paramédical ont perdu de leur attractivité, particulièrement leur attractivité financière.

M. Frédéric Fischbach. La plupart des élus de CSE ne sont pas des experts financiers. Or nous faisons face, dans le cadre du privé lucratif, à des montages très complexes impliquant des LBO et des SCI. Mais je pourrais tout aussi bien évoquer le privé non lucratif, qui agit parfois de la même manière en créant des SCI, en suscitant des locations surévaluées et en vivant sur la dette pour désosser, revendre ou se revendre.

Les élus n'étant pas experts, ils éprouvent des difficultés à déceler l'intégralité de ces montages, qui évoluent en permanence. Chaque année apparaissent de nouvelles méthodes, de nouvelles techniques, repoussant toujours plus les limites. Ces montages fonctionnent très bien pour ceux qui les initient, mais ils créent de graves problèmes lors des négociations d'entreprise, notamment sur les salaires et les conditions de travail.

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.

Au moment de la covid-19, les professionnels ont été confrontés à un système de santé qu'ils ne reconnaissaient plus, marqué par un manque criant d'effectifs. S'il n'existe peut-être pas d'éléments de preuve formels, cette situation a été, selon moi, programmée depuis de longues années. Les éléments concordants sont nombreux : nombre de places en institut de formation en soins infirmiers (Ifsi) et en écoles d'aides-soignants, *numerus clausus* longtemps maintenu à un niveau très faible, etc. Pourtant, les enjeux démographiques de ces professions, marquées par des départs massifs à la retraite, étaient connus, sans parler des inaptitudes au travail et des aides-soignants partis avant (ou pendant) la période de la covid-19.

Cette crise a révélé un métier que beaucoup ne reconnaissaient plus : de nombreux professionnels ont quitté le secteur à ce moment-là. Aujourd'hui, nous faisons face à des pénuries d'effectifs. Pendant près de vingt ans, on nous a refusé l'introduction de ratios dans les établissements. Désormais, ces ratios sont évoqués, sous couvert de recommandations de la Haute Autorité de santé (HAS), prétendument non normatives. Concrètement, cela conduit encore à fermer des services, alors même que les besoins augmentent. Nos malades le seront davantage et plus gravement, car les pathologies seront détectées plus tard.

La santé est un investissement, tout comme la prévention. Tant que cette logique ne sera pas intégrée par les financeurs, la situation ne pourra pas s'améliorer. Dans bien des cas, les accords de branche ne permettent même plus de négocier les salaires, dans le secteur non lucratif. On ne trouve plus d'aides-soignants lorsque le salaire est équivalent au Smic, comme pour un agent de service logistique. Personne

n'a envie de travailler douze heures, dans ces conditions, dans un service de gériatrie ou de soins palliatifs.

Nous faisons face à un système profondément dégradé, tant dans le lucratif, où une part importante de l'argent est captée par des fonds d'investissement souvent étrangers et présents pour une durée limitée, que dans le non-lucratif. À un moment donné, il faut faire cesser cette dérive et procéder par la régulation.

Une entreprise doit pouvoir dégager des bénéfices pour rémunérer raisonnablement les actionnaires, mais surtout pour investir et récompenser la première richesse de l'entreprise, c'est-à-dire le collectif de travail. Cela passe par des équipements adaptés et des rémunérations à la hauteur.

Je le redis : un grand nombre d'élus d'organisations syndicales et de professionnels de santé ne sont pas des experts en finance. 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.

M. Loïc Le Noc. 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. Si l'on devait faire respecter toutes les obligations de branche, le ministère du travail devrait prendre la décision d'une fusion administrée, dans la mesure où cette branche ne respecte aucune de ses obligations légales en matière d'accords sur la prévoyance, la complémentaire santé, l'égalité entre les femmes et les hommes et la formation professionnelle.

Aujourd'hui, les biologistes à l'origine de ces laboratoires n'ont plus de marges de manœuvre en matière de négociation avec les groupes qui les possèdent, lesquels rendent à leur tour compte aux fonds d'investissement. Lorsque je les entends se plaindre de profits en baisse, je rappelle que les marges ont atteint 31 % lors de la covid-19 et qu'elles demeurent aujourd'hui de l'ordre de 14 %...

C'est la raison pour laquelle votre commission d'enquête pourrait décider d'auditionner les cabinets d'expertise auxquels nos collègues élus ont recours, comme Syndex ou Secafi. La difficulté mentionnée par mon collègue de la CFTC est réelle : dans ces entreprises, les élus sont aides-soignants, infirmiers ou techniciens de laboratoire, ils ne sont pas analystes financiers. Les « génies de la finance » qui leur font face lors des négociations en viennent à endetter les structures au-delà de toute raison. Lors du dernier LBO sur Almaco, la société a été valorisée seize fois l'Ebitda. 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.

Aujourd'hui, dans les laboratoires, le dialogue social est inexistant (la situation étant pire encore pour l'hospitalisation privée). Trois fédérations d'employeurs ont signé, avec l'Unsa et la CFDT, un accord de branche instaurant de nouvelles classifications de rémunération, il y a trois ans. Cet accord doit pourtant aujourd'hui être imposé par la justice, au point que nous sommes contraints d'assigner près de trois cents entreprises pour leur faire respecter leur propre signature. Aujourd'hui, sur l'ensemble du secteur couvert par la CFDT Santé-Sociaux, qui représente environ un demi-million de salariés, certains diplômés, aides-soignants ou infirmiers dans le lucratif, conservent néanmoins un coefficient conventionnel au Smic.

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 rembourser en fin d'année. 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. Les échanges entre la Cnam et les représentants de la branche des laboratoires l'illustrent clairement : ces représentants en viennent à dire qu'il ne faut pas trop diminuer la tarification d'un acte, non pour des raisons de soins, mais pour ne pas mécontenter les actionnaires. Tel est l'état de la santé commerciale en France.

Dans ce contexte, le secret des affaires joue à plein. La structuration des groupes de santé relève de la nébuleuse : ces groupes sont constitués d'une entité principale, entourée d'une multitude de sociétés satellites. L'exemple de Ramsay est extrêmement parlant : sur un peu moins de trois cents sociétés, plus de cent n'exercent aucune activité de soins, se consacrant à l'immobilier ou à la prestation de services. La société Pass SAS, centrale d'achat du groupe Ramsay, en est un exemple connu.

Un conflit récent dans un établissement illustre concrètement l'absurdité de la situation. En l'espèce, un magasinier expliquait au directeur qu'il ne parvenait plus à se faire livrer certains matériels indispensables. Celui-ci lui a alors conseillé d'aller dans une enseigne de la grande distribution, Leclerc en l'occurrence, pour s'approvisionner. À cette occasion, le magasinier s'est aperçu que la boîte ainsi achetée revenait dix fois moins cher que celle facturée par la centrale d'achat... Voilà ce que produit l'introduction de « pompes aspirantes » dans les caisses de la sécurité sociale.

Faute de contrôles suffisants et de transparence sur les flux financiers, les montages et les mécanismes internes, les élus du personnel sont incapables de suivre cette gymnastique économique et financière. À ce titre, auditionner les services de contrôle des caisses primaires de l'assurance maladie aurait tout son sens : les

témoignages des collègues qui y travaillent révèlent une véritable « poule aux œufs d'or », dans laquelle certains ont vu une manne financière intarissable.

L'arrivée des fonds d'investissement en radiologie s'inscrit également dans cette logique. Les équipements lourds coûtant cher, des groupes se sont constitués, mais certains radiologues ont refusé de devenir de simples outils financiers. Ils ont tenté de défendre une radiologie indépendante et libre, au sein d'un collectif appelé Corail. Leur communication a brutalement cessé lorsqu'un groupe leur a intimé de se taire sous peine de poursuites, illustrant les procédures-bâillon utilisées pour étouffer toute visibilité.

Le rapport Roland Berger a servi à alimenter un discours alarmiste sur la situation de ces groupes, un discours similaire à celui utilisé pour les cliniques et qui a malheureusement été repris par certains parlementaires. Pourtant, les professionnels expérimentés le disent clairement : l'activité rapporte. Sans le poids des dettes contractées par le groupe, leurs laboratoires vivraient bien, permettant l'investissement, l'intéressement et la participation aux bénéfices. Ce poids explique l'explosion de certaines structures, comme l'ex-groupe Orpéa : la publication de l'ouvrage *Les Fossoyeurs* a fait chuter, en quelques jours, sa capitalisation boursière de 9 Md€ à 6 Md€, démontrant que tant que rien ne se savait, tout allait bien.

Depuis plusieurs années, nous sommes quelques-uns à explorer le dossier de la financiarisation. Ramsay, coté en Bourse, est contraint à une certaine transparence, contrairement à ses concurrents comme Elsan, deuxième opérateur en matière de santé. Dans le cadre du PLFSS pour 2026, nous avons proposé des amendements, notamment sur l'encadrement des loyers dans l'immobilier de santé. À l'automne, dans le cadre du PLFSS pour 2027, nous reviendrons avec des propositions de transparence, afin que le pays se réapproprie son système de santé et ne le laisse pas aux mains de ceux qui n'y voient qu'une poule aux œufs d'or.

M. Fabien Hallet. Nous tenons à votre disposition l'ensemble des rapports que nous avons produits sur ce sujet. Depuis quatre ans, nous nous penchons sur ces phénomènes de financiarisation, illustrés par le groupe Ramsay et la spéculation immobilière.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. Des pans entiers du secteur de la santé sont désormais accaparés par des fonds d'investissement, qu'il s'agisse des laboratoires d'analyses médicales, des cliniques privées ou des laboratoires de radiologie.

Ces acteurs ont pratiquement « mis la main » sur le secteur de la santé, dont ils attendent des taux de profit compris entre 15 % et 20 %. L'ensemble du système de financement est transformé, y compris le financement privé, et, par conséquent, c'est toute la manière de concevoir le soin qui l'est également.

Lorsqu'on a un problème de santé ou qu'on effectue un prélèvement pour une analyse de sang, lorsqu'on se rend dans une clinique privée ou dans un cabinet

de radiologie, on fréquente désormais des établissements détenus par des fonds prédateurs.

Vous avez cité Elsan, Ramsay, Vivalto et Almayiva, qui constituent aujourd'hui les principaux groupes de santé privés. Par qui ces groupes sont-ils aujourd'hui détenus ? Lesquels sont-ils tombés dans l'escarcelle des fonds d'investissement ?

Vous expliquez également que les salaires sont au plus bas et que les accords de branche ne sont pas respectés. Comment cela est-il possible ? N'y a-t-il pas là une défaillance des pouvoirs publics ?

Par ailleurs, lorsque l'on paie des techniciens au Smic, il ne faut pas s'étonner de ne pas réussir à recruter, *a fortiori* avec des semaines de travail qui durent six jours et peu de week-ends. La question centrale demeure donc la même : quels ont été, concrètement, les changements induits par l'arrivée de ces fonds sur les prix et la qualité des soins, tant pour les salariés que pour les patients ?

M. Frédéric Fischbach. Il existe une pratique très simple à observer. Très souvent, les patients se retrouvent à la clinique parce qu'ils y trouvent les seuls médecins auxquels ils peuvent encore accéder. La clinique les envoie alors vers le petit laboratoire situé juste à côté, bien souvent détenu par les mêmes fonds d'investissement, lequel remet ensuite une longue liste d'actes de biologie à réaliser.

On ne parle pas ici de « surfacturation », puisque les actes sont effectivement réalisés, mais bien de « surprescription » d'actes dans un certain nombre de situations : cela renvoie à la rationalisation des prescriptions et à la manière dont les actes sont financés.

Les salaires au Smic ne concernent pas uniquement ces branches, mais l'intégralité des conventions collectives du sanitaire, du social et du médico-social, lucratif comme non lucratif, sans même évoquer la fonction publique. Ces secteurs sont sous-financés, parce que l'on cherche à faire des économies sans penser à la rationalisation.

Il faudrait donner à l'État et aux financeurs les moyens de contrôler la bonne utilisation des fonds. Les travailleurs du secteur exercent des métiers de cœur, des métiers de vocation ; ils continuent à y travailler malgré des horaires lourds et des salaires faibles. Dans la finance, personne n'accepterait de telles conditions.

Le sujet central reste donc celui des transferts, des arrangements et des prescriptions qui s'éloignent d'une logique médicale ciblée, fondée sur le constat clinique.

M. Pascal Decker. Monsieur Le Noc a précédemment bien détaillé les principes de spéculation immobilière à l'œuvre – cette myriade d'entreprises qui n'ont rien à voir avec le médical, mais qui sont nourries par les remboursements de la sécurité sociale versés aux établissements. Cerballiance appartient à Cerba Healthcare. Ce groupe s'est, certes, diversifié à l'international et ne se limite plus strictement aux laboratoires d'analyses médicales, mais l'activité est restée dans le champ médical. Il existe des entreprises dédiées aux protocoles de recherche, d'autres à la virologie. Il me semble important de rappeler que cette diversification,

même si elle dépasse les seuls laboratoires, conserve un intérêt médical et ne relève pas d'activités totalement étrangères au secteur.

Un second point concerne la question des loyers. Les loyers professionnels ne sont pas bridés et augmentent de manière très importante. Dans le cadre des accords triennaux, l'État et la sécurité sociale s'appuient sur l'Ebitda pour négocier avec les laboratoires. Or il faut rappeler que l'Ebitda ne correspond pas aux bénéfices : ceux-ci s'obtiennent après prise en compte du rachat de la dette, des loyers et des impôts ; en d'autres termes, un Ebitda de 30 % ne signifie aucunement un niveau de bénéfices de 30 %. En réalité, il serait plus pertinent de regarder les bénéfices réels des laboratoires, en tenant compte de la part consacrée au rachat de la dette, qui constitue précisément le cœur du sujet.

S'agissant des difficultés de recrutement, je peux parler de Cerballiance Paris, puisque je suis directement concerné. Dans les laboratoires, personne n'est payé au Smic. Mais concrètement, à la suite du « Ségur de la santé », la situation a évolué. Avant la covid-19, de nombreux infirmiers avaient quitté le public pour rejoindre le privé, plus rémunérateur. Afin d'endiguer cette fuite, l'État a mis en place le « Ségur », qui ne concernait que le segment public. Les infirmiers sont alors retournés vers le public, ce qui a créé une tension dans les laboratoires privés.

Face aux difficultés de recrutement, notamment pour les techniciens (probablement parce qu'il n'y en a pas assez qui sortent des écoles), les laboratoires ont dû augmenter les salaires pour faire revenir les infirmiers. Les salaires ont été réévalués et ils se situent globalement au-dessus de la convention collective, même si celle-ci reste faible. Il s'agit donc moins d'un problème de salaire que d'un manque de personnel.

Chez Cerballiance, le dialogue social n'est pas inexistant, même s'il reste, comme partout, des progrès à accomplir.

M. Loïc Le Noc. Vous nous avez interrogés sur les réels propriétaires des différents groupes :

- Ramsay a deux principaux actionnaires, dont Ramsay Healthcare, un groupe australien, qui souhaite aujourd'hui se désengager. Ils ne veulent même pas vendre leurs parts à proprement parler, mais les distribuer sous forme de dividendes à leurs propres actionnaires. Un article du *Figaro* paru hier expliquait qu'un actionnaire de Ramsay Healthcare qui recevrait en dividendes des actions de Ramsay Santé Europe pourrait ne pas être intéressé très longtemps et risquerait de les mettre rapidement en vente. Selon un spécialiste du dossier cité dans l'article, « *il existe un risque important que ces actions tombent entre les mains de hedge funds ou d'actionnaires activistes, qui pourraient tenter d'imposer leur stratégie à la direction de Ramsay Santé, voire une vente à la découpe du groupe* ». Le second actionnaire de Ramsay est Predica, filiale du Crédit agricole ;

- Elsan est détenu par KKR, l'un des plus importants fonds d'investissement au monde, Ardian, un fonds français, et Mérieux Equity Partners ;

- Chez Vivalto, on retrouve notamment le fonds franco-emirati et la MACSF ;

– Quant à Almaziva, la situation a changé à de multiples reprises. Aujourd’hui, le groupe appartient à la Kuwait Investment Authority à travers le fonds Wren House, qui est en réalité un fonds spéculatif anglais.

Lorsque nous les interpellons sur le fait qu’ils vivent exclusivement d’argent issu de la sécurité sociale, ces fonds rappellent qu’à l’époque de la covid-19, le ministre de l’économie avait interdit aux entreprises ayant bénéficié d’aides publiques de distribuer des dividendes. Ils affirmaient alors ne pas en distribuer – ce qui était d’ailleurs vrai, au sens strict. Mais ils oubliaient de dire que, dans le cadre des LBO, tous les cinq ans environ, un nouveau tour de table est organisé : ceux qui avaient racheté Almaziva pour 500 M€ en 2017 l’ont revendu en 2021 pour 1,5 Md€, soit une plus-value d’un milliard d’euros. Ces mécanismes restent largement invisibles au grand public et ne sont compris que par ceux qui s’intéressent de près à la finance.

Vous avez également demandé pourquoi les accords de branche ne sont pas respectés. Pour répondre à cette question, je dois revenir sur l’histoire de l’avenant n° 33, qui concerne les classifications de rémunération de la branche de l’hospitalisation privée : il couvre l’ensemble des cliniques lucratives, les maisons de retraite commerciales et le secteur du thermalisme. En 2021, nous avons regretté l’existence de trois classifications différentes, alors qu’il ne devrait y en avoir qu’une seule pour la branche. Finalement, nous avons obtenu l’engagement des trois fédérations d’employeurs – à savoir la FHP, le Syndicat national des établissements et résidences privés pour personnes âgées (Synerpa) et le Conseil national des exploitants thermaux (Cnet) – d’ouvrir une négociation sur une nouvelle classification des rémunérations.

Les négociations ont progressé très lentement, nous contraignant à appeler à une mobilisation (hashtag #Partage tes profits). Face à la crainte que la mobilisation ne dégénère en grève générale, les employeurs ont finalement accepté de négocier et une classification des rémunérations comprenant des revalorisations substantielles a finalement été signée. L’accord majoritaire a ensuite été transmis au ministère du travail pour extension, où il s’est finalement... perdu : l’avenant n° 33 n’a jamais été étendu. À ma connaissance, on n’a jamais vu un accord salarial ne pas être étendu par le ministère, au motif que les employeurs estimaient avoir besoin d’une dotation de l’État pour financer les revalorisations.

Dans quelques jours, nous serons en audience de mise en état au tribunal judiciaire de Paris. La fédération CFDT Santé-Sociaux y assigne en effet près de trois cents groupes ou établissements afin de leur faire respecter leur signature. Ils ont signé un accord instaurant de nouveaux niveaux de rémunération, mais rechignent à l’appliquer.

La question de l’attractivité du secteur se pose effectivement avec acuité. Dans les laboratoires, des négociations locales ont parfois permis des ajustements, mais de nombreux établissements se contentent d’appliquer la convention collective. Or, dans l’hospitalisation privée, le coefficient d’embauche d’une infirmière correspond aujourd’hui au Smic ; de même, un agent des services hospitaliers peut effectuer toute sa carrière au Smic.

À cela s'ajoute un héritage historique. Ces branches sont majoritairement féminines et les métiers féminisés sont historiquement sous-rémunérés. Une étude comparative réalisée par le cabinet Syndex a mis en évidence des écarts considérables, à niveau de diplôme équivalent : à bac + 5, un ingénieur commence sa carrière autour de 3 000 €, tandis qu'une sage-femme débute aux alentours de 2 000 €... et l'écart de rémunération se creuse tout au long de la carrière, pour atteindre environ 30 %. Pourtant, les responsabilités d'une sage-femme dans la santé de la population sont majeures.

Cette situation conduit de nombreux professionnels à renoncer : travailler tôt le matin, tard le soir, les dimanches et les jours fériés, pour une rémunération faible, n'attire plus. Aujourd'hui, des structures comme l'Établissement français du sang ne peuvent plus remplir les obligations que la loi leur impose, faute de personnel suffisant. Demain, on viendra nous expliquer que ces structures ne fonctionnent pas et qu'il faudrait les vendre à Cerba.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Une première question porte sur les difficultés que vous rencontrez, en tant que représentants des salariés, pour accéder à l'information, puisque, désormais, des holdings détiennent les cliniques. Très concrètement, pourriez-vous expliquer quelles informations vous ne pouvez plus obtenir en raison de la nouvelle structuration financière ?

Vous avez évoqué le recours à des centrales d'achat. Je souhaiterais que vous reveniez sur ce point et que vous précisiez le lien avec l'arrivée des fonds d'investissement et des fonds spéculatifs dans la structure et le financement des cliniques et des laboratoires. La commission d'enquête s'attache à comprendre ce que ces fonds changent concrètement par rapport à la situation antérieure.

Vous décrivez un grand détournement des cotisations sociales. En tant que législateurs, nous entendons en permanence qu'il faudrait réaliser des économies sur la sécurité sociale, réduire les coûts et lutter contre la fraude sociale. Mais vos témoignages attestent des économies qui pourraient être réalisées en évitant des doubles facturations et des prescriptions d'analyses médicales réalisées deux fois au lieu d'une.

M. Loïc Le Noc. Avant l'arrivée des fonds d'investissement, la configuration était relativement simple et reposait sur quelques praticiens qui avaient créé leur clinique pour exercer leur activité. À partir d'un certain effectif de salariés, la loi imposait l'organisation d'élections pour les instances de représentation du personnel, devenues le CSE depuis 2017. Parmi leurs prérogatives figurait la possibilité de demander une expertise des comptes, notamment en utilisant des cabinets spécialisés. Nous disposions ainsi d'une information riche, complète et directement exploitable.

Mais à partir du moment où la clinique (ou le laboratoire) n'est plus qu'un élément d'un ensemble beaucoup plus vaste, intégré dans une nébuleuse de sociétés, cette information se dérobe. La structuration via des holdings, des sociétés intermédiaires et des montages multiples rend la visibilité extrêmement faible. Il existe bien des dispositifs comme le comité de groupe, qui peut demander une expertise des comptes à l'échelle du groupe, mais la spécialité de ces acteurs

consiste précisément à créer des structures périphériques. Pour les sociétés commerciales immobilières, s'ajoute l'absence d'obligation de publication des comptes. Aujourd'hui, même lorsque nous désignons un expert, l'accès aux informations est régulièrement bloqué.

Un tel expert me l'expliquait encore récemment : malgré son mandat légal, on lui refuse l'accès aux données. On lui oppose le secret des affaires, on prétend ne pas savoir où sont les documents, on affirme qu'on ne souhaite pas les communiquer. Nous faisons face à un camouflage et un brouillard organisés.

Les centrales d'achat constituent un autre élément essentiel de ces mécanismes. Autrefois, les chirurgiens étaient démarchés par des commerciaux qui vantaient des prothèses plus performantes ou des dispositifs mieux adaptés et ils choisissaient le matériel qu'ils estimaient le meilleur pour leurs patients. Avec l'arrivée des centrales d'achat, cette liberté a disparu : le matériel est imposé par le groupe, qui centralise les achats, et on se retrouve à devoir utiliser des dispositifs qui ne sont pas nécessairement ceux que l'on aurait choisis, en toute indépendance.

Ces centrales d'achat font partie du mécanisme général, qui consiste à faire remonter des sommes toujours plus importantes vers les holdings, pour rembourser la dette. C'est dans ce contexte qu'il faut comprendre l'affirmation selon laquelle il est impératif de protéger les prescriptions de toute influence financière. Mais il est difficile de résister à la pression d'un directeur financier, qui a pour objectif de maintenir un taux d'occupation élevé (par exemple, 95 % à 98 % de lits remplis). Cette logique ignore la question des effectifs nécessaires pour assurer les soins et conduit à des scandales comme celui d'Orpéa.

Après ce scandale, nous avons espéré qu'un grand plan de qualification serait établi. Pourtant, les engagements pris dans les contrats pluriannuels d'objectifs et de moyens ne sont pas respectés. Les aides-soignants qualifiés manquent, alors même que la puissance publique finance des postes qui n'existent pas réellement.

Dans le même temps, les services de contrôle ont été affaiblis. Les contrôles sont rares, annoncés à l'avance et parfois contournés. Certains établissements savent qu'ils seront contrôlés un mardi ; le lundi, ils préviennent les aides-soignants de l'établissement voisin de devoir venir compléter les effectifs, à l'occasion du passage de l'ARS.

Tout converge vers une cause centrale : le remboursement de la dette créée par l'arrivée des fonds d'investissement et les montages en LBO. Les exigences de rendement dépassent ce que peut produire l'activité de soins. Des situations dramatiques en ont découlé : dans certains établissements, des patients ont subi des dialyses alors qu'ils n'en avaient pas besoin. Les caricatures de presse le résument crûment : les examens ne servent plus les patients, mais les dividendes. On a financiarisé notre santé et, aujourd'hui, nous le payons.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous constatons bien des phénomènes de surprescription, directement liés à la détention de la quasi-totalité des cliniques, des laboratoires d'analyses médicales et des centres de radiologie par

des fonds financiers. Cette situation s'accompagne d'une recherche de surprofit à 15 % ou 20 %, qui conduit mécaniquement à multiplier les actes. En outre, la sécurité sociale paye à des cliniques privées des postes qui n'existent pas réellement, comme des postes d'aides-soignants occupés par des personnes qui n'ont pas les diplômes requis, faute d'un contrôle effectif. Il existe bien une fraude patronale, et même une fraude financière, attachée à l'accaparement de la valeur par les fonds d'investissement.

Dans ce contexte, la situation de Cerba est emblématique. Le groupe porte aujourd'hui une dette de 4,9 Md€ issue du LBO pratiqué par EQT, alors même que les laboratoires repris fonctionnaient bien. Cette dette n'est pas remboursée par le fonds, mais par l'entreprise elle-même. Quelles craintes cette situation suscite-t-elle chez vous ? Comment un tel montant peut-il être remboursé d'ici 2029 ?

Par ailleurs, la question de l'encadrement des loyers, élément central des « pompes aspirantes », se pose clairement, tout comme celle des pratiques dans les maisons de retraite. Quel a été le destin de l'amendement au PLFSS que vous avez proposé ? Quelle a été la position du Gouvernement ? Enfin, avez-vous connaissance de situations comparables à celle d'Orpéa dans des établissements détenus par des fonds d'investissement ?

M. Loïc Le Noc. 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. 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 » : les porteurs de dette peuvent, du jour au lendemain, décider d'arrêter les financements.

S'agissant des maisons de retraite, des scandales comparables à celui d'Orpéa existent ailleurs, la presse régionale en révèle régulièrement. En dépit du peu de moyens laissés aux ARS, lorsque des contrôles mettent au jour des situations lamentables, la puissance publique finit par intervenir.

M. Fabien Hallet. Vous nous avez interrogés sur les amendements que nous avons portés. Nous nous sommes réjouis d'avoir pu parler, pour la première fois, de la financiarisation de la santé lors de l'examen du PLFSS pour 2026. De nombreux parlementaires se déclaraient prêts à les soutenir, mais redoutaient que les activités de soins ne diminuent dans leurs départements. Nous nous positionnerons à nouveau lors du PLFSS pour 2027.

Le Gouvernement ne s'était pas positionné et il ne le fera pas, sauf si des parlementaires portent effectivement ces amendements dans le prochain PLFSS.

M. Frédéric Fischbach. Nous ne sommes pas à l'abri d'un nouveau scandale de type Orpéa. Les grands groupes en ont pris conscience, en rationalisant leurs pratiques en interne, tout en recherchant d'autres sources de revenus. À ce titre, l'exemple des centrales d'achat, déjà évoqué, est particulièrement instructif.

Les élus n'ont pas nécessairement accès aux catalogues, ni à la différenciation des prix. Encore une fois, il ne s'agit pas de payer moins cher, mais de remonter le plus d'argent possible vers les financiers.

Le système de soins n'est pas protégé de la disparition d'un certain nombre d'acteurs trop endettés. L'impact serait loin d'être négligeable sur la continuité des activités, notamment pour des groupes comme Cerba, qui ne sont pas marginaux et assurent des analyses indispensables. La tarification à l'acte a engendré de nombreux effets négatifs, dont la fermeture d'établissements. La « poule aux œufs d'or » se trouve ainsi laissée à la seule disposition du secteur lucratif et des fonds de spéculation.

M. Pascal Decker. Je ne pourrais vous dire si la centrale d'achat a permis de diminuer les coûts chez Cerba. La dette est effectivement élevée, mais le chiffre d'affaires demeure conséquent, à l'image de l'activité. À mon sens, le groupe a aujourd'hui la capacité de faire face à cette dette, même si cela ne sera pas simple. À cet effet, Cerballiance développe son offre – notamment les « *bilans care* », des bilans sans ordonnance demandés directement par les patients – afin de générer une activité complémentaire dans le médical et d'assumer ses engagements financiers. Les autres groupes agissent de la même manière.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Je vous remercie de nous expliquer l'ensemble de ces mécanismes, qui relèvent d'une forme de capitalisme se dévorant lui-même. Vous avez fourni de nombreux exemples de la dégradation des soins et des prestations médicales, mais aussi de celle de vos conditions de travail.

N'y a-t-il pas eu également un recul concernant la couverture géographique, dans la mesure où ces acteurs recherchent exclusivement le profit, qu'ils privatisent les gains et socialisent les risques ? Dès lors, on peut légitimement se demander si, dans les zones rurales ou dans des territoires très populaires, le retrait de l'offre de soins ne s'accélère pas ?

Comment expliquez-vous le basculement du système, sur un plan structurel ?

Je rappelle enfin qu'un certain nombre de fonds se sont rassemblés pour négocier une fiscalité plus favorable auprès du Gouvernement, en particulier pour les *management packages*.

M. Frédéric Fischbach. Les entreprises lucratives adossées à des investisseurs doivent pouvoir continuer à investir. Bien entendu, les profits réalisés doivent être répartis de manière raisonnable entre l'investissement, ceux qui ont apporté de l'argent, mais aussi et surtout la première richesse de l'entreprise : les travailleurs et leur collectif de travail.

Le point de bascule est intervenu lorsque l'État a constaté qu'il n'avait plus les moyens, ou la volonté, d'investir dans la santé. À partir de ce moment, il a ouvert le secteur aux investisseurs privés, qu'il s'agisse de l'hôpital, du médico-social ou des laboratoires. Progressivement, la charge de la santé de la population a ainsi été transférée vers des investisseurs privés. Mais sans régulation, le système ne peut pas tenir. Il ne s'agit pas de tout arrêter ; mais lorsque l'on laisse la santé aux mains des

banquiers et des financiers, ils finissent par vendre à la découpe, multiplier les montages financiers et servir avant tout des intérêts bien identifiés.

M. Loïc Le Noc. Le véritable point de bascule a été provoqué par la prédominance de l'idéologie néolibérale, dans tous les secteurs : la santé est devenue un « marché » comme les autres. Nous sommes encore un certain nombre à lutter, à nous opposer et à considérer que la santé des gens ne peut pas être soumise aux aléas de la bourse. 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.

Vous avez ensuite évoqué l'accès aux soins. Il y a quelques années, les cliniques lucratives possédaient un grand nombre de maternités. Mais cette activité n'est pas aussi rémunératrice que d'autres spécialités. Progressivement, les cliniques ferment leurs maternités et il revient alors à l'hôpital public de prendre le relais, quand bien même il ne dispose pas des moyens pour faire face.

Dans le Centre-Val de Loire, un responsable a froidement indiqué au directeur de l'ARS que si celui-ci ne lui donnait pas les autorisations d'activité détenues par telle ou telle association, il fermerait le service de chirurgie de l'une de ses cliniques. La présence de tels grands groupes fait peser plusieurs risques, dont celui du monopole : dans certains départements, il n'existe plus un seul lit de chirurgie publique et les patients n'ont donc d'autre choix que celui de se rendre dans le secteur lucratif, où les dépassements d'honoraires sont extrêmement fréquents.

Le Haut Conseil pour l'avenir de l'assurance maladie (HCAAM) affirme ainsi que le montant total des dépassements, que certains appellent « compléments d'honoraires », s'établit à 4,3 Md€, à la charge des complémentaires santé et des patients.

Les spécialistes de la finance scrutent en permanence, avec des outils très performants, les secteurs qu'ils n'ont pas encore vidés de leur substance. Dans ce cadre, la sécurité sociale constitue un véritable eldorado pour ces fonds prédateurs. Ils achètent un groupe 500 M€, font croire qu'il vaut le triple, trouvent un acheteur et réalisent encore plus de profits.

Nous, organisations syndicales, associations d'usagers et puissance publique, avons été ébranlés par la violence de ce phénomène et de ses pratiques. Aujourd'hui, ces fonds sont en situation de monopole, disposent du pouvoir de négociation et menacent de fermer telle ou telle activité s'ils n'obtiennent pas satisfaction. Les directeurs d'ARS sont ainsi soumis à de fortes pressions, qui se conjuguent à celles des élus locaux, lesquels redoutent que des maternités ne ferment sur leurs territoires. Désormais, les plans de sauvegarde de l'emploi se multiplient dans les secteurs associatifs sanitaire, social et médico-social. Tout ce qui est rémunérateur a été capté par ceux qui ne sont là que pour faire du *business* et de la finance.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Pourriez-vous nous fournir des éléments, notamment cartographiques, pour illustrer la manière dont l'intervention de ces

fonds vautours est venue contracter l'implantation géographique des établissements ? Par ailleurs, pourriez-vous pointer les territoires qui connaissent des monopoles et nous indiquer qui les détient ?

M. Fabien Hallet. Nous pourrions effectivement vous transmettre des cartes. En résumé, Elsan est implanté dans la ruralité, Ramsay très présent dans les grandes villes (ou les métropoles) et Vivalto actif sur des bassins délaissés par les autres opérateurs.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Pensez-vous qu'ils se sont partagé le marché ?

M. Fabien Hallet. Ils vont même plus loin. Lorsqu'ils ne bénéficient pas de la dotation, des aides ou de l'Ondam qu'ils ciblaient, ils se permettent d'organiser une « fausse grève » des employeurs et de fermer des sites ou des laboratoires. Je rappelle que, selon notre rapport, « *Ramsay Santé permet à sa société Premia et d'autres investisseurs immobiliers d'extraire plus de 245 M€ par an sous forme de loyers, un flux de revenus provenant en grande partie des fonds publics français, qui représentent 4,2 fois le bénéfice net du groupe depuis 2020.* ». Nous vous transmettrons ce rapport à l'issue de cette audition.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie de ces échanges, qui ont permis à chacun de s'exprimer. Vous pouvez, le cas échéant, les compléter en adressant les documents que vous jugerez utiles au secrétariat de la commission d'enquête.

*

* *

17. Audition de MM. Henri Marcoux, président de Tikehau Investment Management et Xavier Musca, président du conseil de surveillance de Tikehau Capital (26 février 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous concluons cette journée de travaux par l'audition de représentants de Tikehau Capital, auxquels je souhaite la bienvenue en notre nom à tous. Nous accueillons ainsi monsieur Xavier Musca, président du conseil de surveillance de Tikehau Capital, ainsi que monsieur Henri Marcoux, président de Tikehau Investment Management, filiale du groupe Tikehau Capital spécialisée notamment dans la dette privée, les actifs réels et le *private equity*.

Tikehau Capital est un fonds d'investissement français, avec 52,8 milliards d'euros (Md€) d'actifs sous gestion au 31 décembre 2025, dont 7,9 Md€ de *private equity*. Tikehau compte 717 collaborateurs présents dans dix-sept pays. La société Tikehau capital gère plusieurs fonds notables, dont le fonds Aéronautique et défense. Ce fonds a servi de base à la prise de contrôle de LMB Aerospace, ce qui justifie en grande partie votre audition. Enfin, je rappelle que Tikehau est cotée sur Euronext depuis 2017.

Avant de vous céder la parole, je vous rappelle que l'article 6 de l'ordonnance du 17 novembre 1958 relative au fonctionnement des assemblées

parlementaires impose aux personnes auditionnées par une commission d'enquête de prêter serment de dire la vérité, toute la vérité, rien que la vérité.

(MM. Xavier Musca et Henri Marcoux prêtent serment.)

M. Xavier Musca, président du conseil de surveillance de Tikehau Capital. Je vous remercie de la possibilité que vous nous offrez de présenter rapidement Tikehau Capital. Compte tenu de l'objet de votre commission, vos questions se concentreront probablement sur le capital-investissement. Vous avez également fait allusion à nos investissements dans les domaines de la défense et de l'aéronautique, que je m'efforcerai donc de vous présenter aussi clairement et brièvement que possible.

Tikehau Capital a été créé en 2004 par deux entrepreneurs français et son ambition demeure de fournir des solutions de financement, en capital comme en dette, au bénéfice des petites et moyennes entreprises (PME) et des entreprises de taille intermédiaire (ETI).

Pour accomplir cette mission, il est indispensable de collecter de l'épargne. Cette épargne provient directement de ménages qui nous font confiance, mais aussi de grands investisseurs institutionnels tels que des assureurs, des mutuelles, des gestionnaires d'épargne et des gestionnaires de retraite. Un fonds comme le nôtre joue donc le rôle fondamental d'un pont entre l'épargne et l'investissement dans les PME et les ETI.

Tikehau Capital est aujourd'hui une entreprise qui compte environ 720 salariés, dont cinq cents en France, principalement à Paris (où se situe notre siège social), mais également à Évry, Lyon, Bordeaux, Aix-en-Provence et Toulouse. Tikehau est coté sur Euronext et publie, à ce titre, un rapport d'activité particulièrement détaillé, qui traduit notre volonté de transparence. Ainsi, 17 % du capital de Tikehau est librement échangeable sur le marché.

Le reste du capital est détenu par les fondateurs, le management et des investisseurs institutionnels, majoritairement français, notamment des mutuelles et des sociétés d'assurance. Tikehau est, par ailleurs, soumis au contrôle de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

L'entreprise repose sur deux grands pôles, dont la gestion pour compte de tiers. À ce titre, nous gérons 53 Md€ d'actifs. Le « vaisseau-amiral » de cette activité est Tikehau Investment Management, dont le président Henri Marcoux est à mes côtés. En complément de cette activité de gestion, Tikehau dispose d'un bilan propre et d'un capital de 3,1 Md€. Ce niveau de fonds propres constitue une garantie essentielle de solidité et de crédibilité pour les épargnants qui nous confient leurs économies. Ces fonds sont investis pour partie dans des stratégies propres, mais principalement dans Tikehau Investment Management.

Pour structurer mon propos, je souhaiterais répondre successivement à trois questions : la première concerne l'identité de nos investisseurs, la deuxième, la nature de nos activités de gestion pour compte de tiers et la troisième, le capital-investissement, qui constitue le cœur de vos investigations.

Nos investisseurs sont, à hauteur des deux tiers, des investisseurs institutionnels tels que des assureurs, des mutuelles et des gestionnaires de retraite. Pour un tiers, il s'agit de particuliers : nous sommes particulièrement fiers de la confiance que nous accordent soixante-dix mille ménages français, notamment dans le cadre d'investissements immobiliers. Il convient également de souligner que nos investisseurs sont de plus en plus internationaux. L'an dernier, nous avons collecté 8 Md€, un montant historique pour notre groupe, dont 80 % provenaient de l'étranger. Dans un pays qui manque souvent de capitaux pour financer son économie réelle, nous jouons, à notre échelle, un rôle utile en collectant une épargne souvent internationale pour l'investir dans le tissu économique national.

S'agissant de nos activités de gestion, elles se répartissent en quatre grands métiers.

Le premier concerne la gestion d'actifs liquides, pour environ 6 Md€, et consiste à investir dans des obligations ou des actions échangeables sur des marchés réglementés.

Le deuxième métier est celui de la dette privée. À la suite de la crise de 2008, le durcissement des règles prudentielles applicables aux banques a conduit à une situation dans laquelle de nombreuses PME et ETI ne trouvent plus les financements nécessaires à leur développement. Le rôle d'acteurs comme Tikehau consiste alors à apporter ces financements en prêtant directement aux entreprises à partir de fonds collectés.

À titre d'exemple, la Caisse des dépôts a lancé, en 2012, les fonds Novo, auxquels nous avons participé. Aujourd'hui, quatre-vingt entreprises françaises ont bénéficié de ces financements pour un montant total de 1,1 Md€. Un autre exemple est celui de Conforama : lorsque le groupe Steinhoff, actionnaire de Conforama, a fait faillite, Conforama, qui employait alors six mille salariés, s'est retrouvé privé de financements bancaires et nous avons alors apporté les moyens nécessaires. Cette activité de crédit représente environ la moitié des 53 Md€ que nous gérons.

La troisième activité concerne l'immobilier et les infrastructures. Nous détenons un peu d'immobilier résidentiel, mais l'essentiel de notre activité porte sur les « pieds d'immeuble », c'est-à-dire des boutiques. Nous en possédons environ 1 600 en France et sommes l'un des principaux investisseurs dans ce domaine.

Cette activité nous conduit à travailler étroitement avec les collectivités locales, notamment dans le cadre de projets de revitalisation des centres-villes, comme à Auxerre, Vichy ou Briançon.

La quatrième activité est celle du capital-investissement. Avant d'entrer dans le détail, je souhaite rappeler l'impact global de nos interventions, en dette comme en capital, sur les PME et les ETI. Nous finançons aujourd'hui environ 132 entreprises en France, qui réalisent un chiffre d'affaires cumulé de 50 Md€ et emploient cinquante-cinq mille personnes.

Le capital-investissement que nous pratiquons repose sur plusieurs principes. Il s'agit d'abord d'une activité prioritairement française et européenne : les deux tiers des entreprises dans lesquelles nous investissons sont françaises ; les

autres sont principalement situées en Italie, en Espagne et en Belgique. Nous privilégions, autant que possible, une position d'actionnaire majoritaire, car elle nous permet de travailler de manière transparente avec le management à l'élaboration de plans de développement et d'investissement.

Nous pratiquons un investissement de conviction. Nous avons choisi de nous concentrer sur deux grandes thématiques de long terme, que nous estimons créatrices de valeur : la durabilité et la souveraineté. Cette spécialisation a conduit à constituer des équipes composées non seulement de soixante-dix spécialistes de l'investissement, mais aussi de quarante experts issus de l'industrie.

Notre approche est également partenariale. Lorsque nous créons un fonds, nous cherchons à nouer un partenariat avec un grand industriel, qui investit à nos côtés et nous apporte son expertise sectorielle. Cette présence industrielle nous éclaire sur les tendances de marché et renforce la pertinence de nos choix d'investissement.

S'agissant de la durabilité, nous avons fait le choix de l'agriculture régénérative, qui vise à concilier développement agricole et respect de l'environnement. À titre d'exemple, nous sommes propriétaires d'une ferme de bourdons destinés à la pollinisation des plantes dans les serres. Nous investissons également dans la décarbonation, en soutenant des entreprises industrielles qui contribuent à réduire l'empreinte carbone des processus de production. : parmi elles figure la Compagnie des équipements techniques et industriels pour l'habitat (Cetih), entreprise de mille deux cents salariés spécialisée dans les portes et fenêtres isolantes, ainsi qu'Egis, ingénieuriste dont nous sommes l'actionnaire majoritaire aux côtés de la Caisse des dépôts et qui intervient dans les transports urbains décarbonés.

En matière de souveraineté, nous avons investi dans la cybersécurité, en partenariat avec Sopra Steria et Orange, notamment à travers la société Memory, spécialisée dans la gestion sécurisée des accès et des identités. Nous sommes également fortement engagés dans l'aéronautique et la défense, avec 2 Md€ d'actifs sous gestion. Cette activité s'est développée à partir de 2020, lorsque les grands donneurs d'ordre du secteur, tels qu'Airbus, Thales, Safran et Dassault, ont souhaité renforcer et restructurer leur chaîne d'approvisionnement, fragilisée par la crise de la covid-19. À la suite d'un appel d'offres, nous avons été choisis pour accompagner cette démarche, aux côtés de ces industriels et avec le soutien de l'État. Cela nous a permis de devenir actionnaires majoritaires de sociétés stratégiques comme Mecachrome, Aubert & Duval ou Satys.

Pour conclure, je souhaite revenir sur les termes de « prédation » et de « spéculation », qui figurent dans l'intitulé de votre commission d'enquête et dans lesquels nous ne nous reconnaissons pas.

Bien au contraire, notre philosophie est une philosophie de croissance : lorsque nous investissons dans une entreprise, nous cherchons à accompagner son développement à long terme, en renforçant sa gouvernance, en soutenant ses dirigeants, en améliorant ses outils de gestion et en apportant, lorsque cela est nécessaire, des capitaux supplémentaires. Nos grands partenaires français ne toléreraient pas de s'associer avec une structure dont le seul objectif serait une

rentabilité « survitaminée », qui ne reposerait pas sur des tendances lourdes. Nous avons investi 1,1 Md€ de capital additionnel dans les entreprises de notre portefeuille pour soutenir leur croissance, par exemple dans Figeac ou Egis.

Les résultats observés en 2025 témoignent de cette approche. Le chiffre d'affaires des entreprises de notre portefeuille a progressé de 8 %, leurs résultats bruts d'exploitation de 13 % et leurs effectifs ont augmenté de 2 800 salariés. À la mesure des moyens que nos investisseurs nous confient, nous contribuons ainsi à la réindustrialisation et au renforcement du tissu industriel français. Cette volonté est sincère et constitue, à nos yeux, la condition essentielle de notre succès à long terme. Nous essaierons de maintenir cette position.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie. Quelques premières questions afin de lancer le débat : quelles sont les caractéristiques qui vous distinguent de fonds français tels qu'Ardian, Eurazeo ou PAI Partners ? S'agit-il du mode de détermination de vos choix stratégiques dans des secteurs industriels particuliers ? De la structuration de vos filiales spécialisées par type d'investissement ?

Lors d'auditions antérieures, l'attention de la commission a été appelée sur certaines pratiques déviantes, telles que les rachats avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO) à répétition pour une même entreprise ou la technique des « fonds de continuation », lorsque les sociétés d'investissement ne parviennent pas à vendre leurs participations.

Quelle appréciation portez-vous sur ces pratiques qui semblent contredire la justification première des LBO, laquelle consiste à favoriser le redressement de certaines entreprises en leur procurant des investissements extra-bancaires souples et rapides ?

Enfin, pourriez-vous nous indiquer si, pour la prise de contrôle, au début de 2022, de LMB Aerospace par Tikehau, ce fonds a bénéficié de concours de l'État sous quelque forme que ce soit ? Si tel a été le cas, une restitution des aides financières comprises dans ces concours est-elle prévue ?

M. Xavier Musca. Je ne m'engagerai pas dans une comparaison entre ce que nous faisons et ce que font nos concurrents ou nos partenaires d'autres institutions.

Je voudrais en revanche apporter un éclairage sur le débat que vous avez ouvert à propos des LBO. Nous ne regardons pas le sujet sous cet angle, nous l'abordons à partir de l'approche sectorielle que je vous ai exposée. La question que nous nous posons en premier lieu est de savoir si une entreprise intervient dans des domaines comme la cybersécurité, l'aéro-défense ou l'agriculture régénérative. Si nous estimons qu'une entreprise positionnée dans ces secteurs dispose de perspectives de développement, nous envisagerons d'y investir.

Le LBO ne constitue pas une politique, mais, au mieux, un instrument. Nous analysons avant tout la situation de la société. Si elle a besoin de capital, il serait absurde, voire criminel, d'ajouter de la dette à une structure déjà fragile. C'est

précisément pour cette raison que j'ai évoqué les recapitalisations que nous réalisons.

Dans ces situations, nous apportons du capital supplémentaire : ainsi, nous avons investi 1,1 Md€ de capital additionnel dans nos participations. À l'inverse, il existe des cas où les entreprises présentent une forte capacité de génération de trésorerie : dans ces situations, un recours plus important à la dette peut être envisagé.

Le ratio d'endettement moyen de l'ensemble de notre portefeuille demeure très modéré, sans doute plus que chez la plupart de nos concurrents. Cette situation n'est toutefois pas homogène et dépend de chaque entreprise et de son besoin initial. Le fait même que nous soyons en mesure de réinjecter du capital démontre que nous ne nous reposons pas uniquement sur un levier financier pour créer de la valeur « factice », ni sur une optimisation purement financière et temporaire.

Notre approche est d'abord sectorielle, puis fondée sur une analyse au cas par cas. Le caractère public de cette audition ne me permet pas d'entrer dans des exemples trop précis, mais nous pourrions, le cas échéant, vous montrer comment nous distinguons les situations dans lesquelles le levier est pertinent de celles où il ne l'est pas.

Vous m'avez également interrogé sur les fonds publics et il ne doit pas y avoir de confusion à ce sujet. BPIFrance gère plusieurs milliards d'euros et investit dans des fonds, dont certains des nôtres. L'Agence des participations de l'État (APE) intervient également, notamment dans le fonds Défense que j'ai évoqué. Il s'agit d'investissements et non d'aides : nous prenons l'engagement vis-à-vis de BPIFrance et de l'APE de leur restituer les montants investis, avec, nous l'espérons, une performance positive. À ce titre, ils se trouvent exactement dans la même position que Dassault, Thales ou Safran dans ce fonds Défense. La meilleure preuve en est que plus de 60 millions d'euros (M€) ont déjà été reversés à l'APE et à BPIFrance, en leur qualité d'investisseurs.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. L'objet de la commission d'enquête porte effectivement sur la prédation exercée par certains fonds d'investissement sur des entreprises françaises. Par « prédation », nous entendons la recherche de taux de rentabilité particulièrement élevés, souvent compris entre 15 % et 20 %, et susceptibles de mettre en difficulté les entreprises concernées. Dans certains cas, ces pratiques peuvent également fragiliser la souveraineté économique de la France. C'est précisément pour cette raison que nos auditions visent à éclairer sur ces mécanismes, car des millions d'emplois sont en jeu. France Invest évoque ainsi 2,5 millions d'emplois en France dans des entreprises détenues par des fonds d'investissement, ce qui montre l'ampleur du sujet.

S'agissant de Tikehau, il nous paraissait important d'auditionner l'un des deux principaux fonds d'investissement français, aux côtés d'Ardian. Certains vont jusqu'à dire que vous ambitionnez d'être une sorte de Blackstone à la française, le « roi des investissements français »...

M. Xavier Musca. Le chemin est encore long... (*Sourires.*)

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Cette perception circule dans le débat. Par ailleurs, vous pouvez, d'une certaine manière, compter sur les pouvoirs publics, dans la mesure où BPIFrance investit fréquemment à vos côtés. Vous indiquez que ces investissements rapportent des dividendes à la France et aux contribuables, mais il n'en demeure pas moins que BPIFrance est souvent en co-investissement avec vous, ce qui interroge nécessairement la nature et les conséquences de vos choix d'investissement.

Celui qui nous interroge plus particulièrement est votre investissement dans LMB Aerospace. Vous affirmez que l'un de vos deux objectifs majeurs concerne la souveraineté française. Cette affirmation soulève des interrogations, notamment au regard du fonds Ace Aero Partners, qui a permis l'acquisition de LMB Aerospace.

Or cette entreprise a ensuite été revendue à un groupe américain. Cette opération a suscité de vives réactions au sein de la quasi-totalité des groupes parlementaires, ce qui démontre qu'il s'agit d'un véritable sujet.

Il est par ailleurs établi que l'entreprise a été acquise pour environ 200 M€ et revendue pour environ 400 M€, ce qui correspond à un doublement de la mise et constitue une opération très lucrative.

Or il ne s'agit pas de simples « ventilateurs », comme certains l'ont dit, mais bien d'activités hautement sensibles pour la défense nationale. Dès lors, pourquoi avoir revendu LMB Aerospace au bout de trois ans, soit un délai très court ? Cette revente est-elle liée à des taux de rentabilité qui n'étaient pas au rendez-vous ou à des performances financières globales insuffisantes, rendant opportune la réalisation rapide d'une plus-value ? Le fait qu'un groupe américain (Loar Group) ait racheté l'entreprise à un prix élevé interroge également sur l'intérêt porté au savoir-faire français.

M. Xavier Musca. La vente étant réalisée par le fonds, les bénéfices sont donc proportionnels à la part des investisseurs dans celui-ci. Je suis toujours gêné par une forme de « glissement sémantique » qui pourrait laisser penser que les montants obtenus le sont au simple bénéfice de Tikehau Capital. Cela n'est naturellement pas le cas et monsieur Marcoux pourra vous fournir un certain nombre d'éléments, notamment sur les valorisations.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Certes, mais cette vente s'est effectuée au détriment de la France.

M. Xavier Musca. Nous y reviendrons, madame la députée, si vous le permettez.

M. Henri Marcoux, président de Tikehau Investment Management. Je répondrai en premier lieu à votre question relative au prix, qui est un élément central. En 2021, la société a effectivement été achetée pour 200 M€.

La valorisation d'une entreprise repose d'abord sur son chiffre d'affaires, sa capacité à en générer, puis sur son résultat d'exploitation. S'agissant de LMB Aerospace, au moment de notre acquisition en 2021, l'entreprise réalisait environ

25 M€ de chiffre d'affaires, pour un résultat d'exploitation légèrement inférieur à 15 M€. 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.

Vous évoquez également le prix de cession. Entre 2021 et 2025, l'entreprise a connu une croissance significative de son chiffre d'affaires, notamment à l'export, les États-Unis représentant désormais 30 % de son activité, l'Europe plus de 30 % et l'Asie plus de 10 %. Cette croissance s'est traduite par une progression du résultat. La cession est intervenue sur la base du même multiple, l'acquéreur ayant également valorisé l'entreprise à treize années de résultat d'exploitation.

M. Xavier Musca. La progression de la valorisation est donc liée uniquement à l'accroissement du chiffre d'affaires. J'ajoute que les effectifs ont également crû, passant de soixante-cinq à quatre-vingt salariés.

M. Henri Marcoux. Je me permets d'apporter quelques précisions supplémentaires qui me semblent essentielles, afin de remettre en perspective l'ensemble des éléments qui ont été évoqués.

LMB Aerospace est une entreprise corrézienne, située à Malemort-sur-Corrèze et spécialisée dans la conception et la production de ventilateurs destinés au refroidissement d'équipements électroniques, principalement intégrés à l'intérieur de véhicules. LMB a développé un savoir-faire reconnu sur des produits de niche, simples dans leur conception mais extrêmement robustes. L'entreprise bénéficie notamment d'une grande rapidité de conception, qui répond aux attentes de certains clients recherchant des petites séries. Les produits de LMB sont des ventilateurs électriques utilisés pour la ventilation, la climatisation et le refroidissement : il ne s'agit pas d'équipements militaires ou de défense.

Comme monsieur Musca l'a indiqué, il y a quelques instants, LMB compte aujourd'hui plus de quatre-vingt salariés. Son chiffre d'affaires s'élève à environ 50 M€, dont plus de 75 % sont réalisés à l'international, avec une production intégralement localisée en France.

Il faut ici relativiser la dimension stratégique de LMB. L'entreprise ne dispose aujourd'hui d'aucune habilitation ni certification délivrée par la direction générale de l'armement (DGA) ou par le ministère des armées. Aucun salarié de LMB n'exerce d'activité classée « secret-défense ». Il ne s'agit pas non plus d'une entreprise de haute technologie, puisqu'elle n'emploie que quatre ingénieurs et ne détient pas de brevets spécifiques pour la fabrication de ses produits. L'ensemble desdits produits est largement substituable par ceux d'autres fournisseurs, qu'ils soient français, comme Safran, ou allemands.

Il est également important d'indiquer que LMB n'a jamais fourni d'équipements pour le porte-avions Charles de Gaulle. Elle ne fournit plus de produits ou de prestations de maintenance pour le char Leclerc ou les sous-marins nucléaires, depuis un peu plus de huit ans.

Pour comprendre l'histoire de LMB, il faut rappeler qu'à l'origine, l'entreprise était belge. Jusqu'en 2012, LMB a connu plusieurs actionnaires américains et a, notamment, été une filiale du groupe Honeywell. En 2012, l'entreprise a dû faire face à des difficultés financières. C'est alors le management, conduit par M. Thomas Bernard, qui a repris le capital avec l'appui d'un fonds d'investissement. Les dirigeants sont ainsi « sortis » du groupe Honeywell et ont engagé une phase de transformation importante. L'entreprise a ensuite connu plusieurs actionnaires financiers successifs.

Notre propre investissement est intervenu en 2021. L'actionnaire de l'époque, le fonds français Raise, avait décidé de mettre en vente LMB et nous nous sommes positionnés dans le cadre d'un processus concurrentiel. Pour réaliser cette acquisition, nous avons réuni un groupe d'investisseurs comprenant notamment Amundi, Idia Capital Investissement, Crédit mutuel Arkéa, ainsi que le management, au sein du fonds aéronautique précédemment décrit.

Entre 2021 et 2024, quels ont été les apports de nos équipes de capital-investissement, de nos experts opérationnels et de nos partenaires industriels au sein de LMB ? En premier lieu, nous avons mis en place une gouvernance renforcée afin d'améliorer la solidité de l'entreprise. Cela s'est traduit par le recrutement d'un directeur financier, d'un directeur de la qualité et d'un directeur des ressources humaines. Nous avons également renforcé et structuré les processus internes.

Parallèlement, nous avons engagé une nouvelle phase de croissance. Entre 2021 et 2025, LMB a connu une croissance moyenne de son chiffre d'affaires d'environ 17 % par an : celui-ci est passé d'environ 25 M€ à plus de 50 M€, notamment grâce à une croissance particulièrement marquée à l'international. Cette dynamique s'est accompagnée d'une augmentation significative des effectifs, passés de soixante-cinq à plus de quatre-vingt salariés, ainsi que d'une progression importante du résultat net.

Pourquoi avons-nous lancé, en 2024, un processus de cession à un industriel ? Le succès de LMB et la forte croissance de ses ventes ont conduit à une saturation des capacités de production du site de Malemort. Cette situation imposait d'envisager un nouveau plan industriel visant à accroître les capacités de production locales et à prévoir l'extension du site. Un tel projet nécessitait un cycle d'investissement plus long, peu compatible avec le schéma industriel et financier initial de notre intervention. Ces nouvelles capacités de production devaient s'inscrire dans un cadre industriel plus global, afin de permettre à LMB de poursuivre sa croissance.

J'ajoute un point important : le management de LMB nous a exprimé, à plusieurs reprises, le souhait de s'inscrire dans une dynamique industrielle et de se rapprocher d'un acteur industriel. Après avoir connu trois opérations successives avec des investisseurs financiers, cette aspiration était clairement formulée. Depuis 2021, nous avons, par ailleurs, reçu de nombreuses sollicitations d'industriels non français intéressés par le rachat de LMB. En 2024, nous avons donc décidé d'élargir formellement cette démarche afin d'évaluer l'intérêt d'autres acteurs. Nous avons

sollicité plus de onze industriels, dont sept européens. Malgré ces démarches actives, aucune offre n'a été reçue de la part d'un industriel français ou continental. En revanche, plusieurs offres émanaient d'industriels américains, dont celle du groupe que vous évoquez.

Cela nous conduit à présenter ce groupe. Loar Group est un équipementier américain spécialisé dans l'aéronautique et la défense. Son chiffre d'affaires dépasse cinq cents millions de dollars et il emploie plus de mille cinq cents personnes en Europe et en Amérique. Depuis 2012, Loar Group a réalisé plusieurs acquisitions tout en préservant l'autonomie des entreprises acquises, en valorisant leurs implantations locales et en procédant à des recrutements significatifs. Aujourd'hui, Loar Group propose une large gamme de composants pour l'aéronautique et la défense, tels que des accélérateurs, des airbags, des ceintures de sécurité, des systèmes de purification d'air, des capteurs de température, des disques de frein ou des solutions d'étanchéité. Ses clients sont mondiaux et incluent des acteurs français comme Airbus, Safran et Dassault.

Nous avons estimé que ce schéma industriel pouvait constituer une solution appropriée pour LMB. Avant de conclure, nous avons pris soin d'évaluer si Loar Group pouvait être un partenaire industriel adapté. Loar Group a démontré sa capacité à accompagner LMB sur les enjeux industriels auxquels elle était confrontée, notamment l'extension des capacités de production, des recrutements additionnels et le développement international.

Le projet présenté par Loar Group a reçu le soutien de l'équipe de direction de LMB, de l'ensemble des salariés et du comité social et économique (CSE), qui a rendu un avis favorable.

Le projet de Loar Group repose sur le développement de l'entreprise en France et en Europe, le maintien de son autonomie, l'accompagnement de ses projets d'extension et l'accès à de meilleures conditions d'achat grâce aux économies d'échelle permises par la taille du groupe. Loar Group s'est également déclaré prêt à formaliser l'ensemble de ses engagements dans le cadre d'échanges avec les pouvoirs publics français, ce qui a contribué à nous rassurer.

Une fois l'offre de Loar Group retenue sur la base des éléments précédemment présentés, les procédures réglementaires ont été engagées, notamment auprès du bureau du contrôle des investissements étrangers en France (IEF). Une notification a été déposée en mars 2025, puis une autorisation assortie de conditions a été délivrée en décembre, à l'issue de neuf mois d'instruction par les services de l'État. Cette décision a conclu à l'autorisation de la transaction, considérant qu'elle répondait aux enjeux industriels auxquels LMB devait faire face après sa phase de croissance soutenue.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. S'agissant de LMB et si je vous comprends bien, vous indiquez, en substance, que Safran pourrait parfaitement fabriquer les produits de LMB. Or monsieur Pailloux, délégué général pour l'armement, souligne lui-même qu'il est indispensable de sécuriser les stocks et les capacités d'approvisionnement en cas de rupture : il existe donc un véritable enjeu de disponibilité d'alternatives. Il précise qu'il faudrait entre douze et dix-huit mois

pour reconstituer une capacité équivalente en cas de rupture, ce qui montre que la substitution n'est ni immédiate, ni simple.

Par ailleurs, les chiffres dont nous disposons interrogent. Vous indiquez une revente en 2024. Or, si l'on retient un Ebitda d'environ 20 M€ et un prix de cession de 400 M€, on se situe autour de vingt fois l'Ebitda, si ces chiffres sont exacts. Ces ordres de grandeur interrogent nécessairement.

Nous percevons ainsi l'existence d'un signal, même faible, révélant l'importance stratégique de LMB pour un groupe américain. Vous affirmez vouloir vous inscrire dans le temps long, mais, en l'espèce, vous avez revendu LMB au bout de trois ans, sans attendre cinq à sept ans comme le font habituellement les fonds d'investissement.

Enfin, la presse économique spécialisée, notamment *La Tribune*, évoque l'existence d'au moins deux repreneurs français potentiels et indique que la banque-conseil aurait privilégié trop rapidement l'offre du groupe américain, qui aurait surpayé LMB Aerospace.

M. Xavier Musca. Je laisserai monsieur Marcoux répondre sur les chiffres et le processus de cession. Je suis tout à fait disposé à entendre les journalistes concernés venir apporter leur témoignage, s'ils le souhaitent. Peut-être pourriez-vous les convoquer ?

Je souhaite formuler plusieurs remarques. En premier lieu, le montant du chiffre d'affaires réalisé par Loar Group avec des entreprises françaises de la défense s'élève à 9 M€.

Ensuite, comme cela a été indiqué, Loar Group était déjà, avant l'acquisition de LMB, un fournisseur des mêmes entreprises que celles dont nous parlons aujourd'hui : dès lors, si l'on considère qu'il existe une menace pour la sécurité nationale, la question doit-elle se limiter à LMB ou doit-elle s'étendre à l'ensemble des fournisseurs de Dassault, de Safran et d'Airbus ? Cette interrogation est légitime.

Troisièmement, je n'étais pas présent lors de l'audition de monsieur Pailloux et j'ai toute confiance dans son jugement. Comme l'a expliqué monsieur Marcoux, Loar Group dispose d'un véritable savoir-faire. Le problème que poserait un arrêt brutal de la production ne résiderait pas dans l'impossibilité de trouver un substitut, mais dans le temps nécessaire pour assurer cette substitution. Dans une situation où, par exemple, Dassault souhaiterait maintenir le rythme de production de ses avions, une interruption brutale de la production par Loar Group créerait une difficulté transitoire, car la mise en place d'une solution alternative prendrait, comme vous l'avez rappelé, plusieurs mois.

Je ne connais pas les conditions exactes qui ont été imposées lors de la cession de LMB à Loar Group, celles-ci résultant d'un accord entre l'État et la société. Néanmoins, je peux concevoir que ces conditions incluent l'obligation de maintenir la production de LMB sur le sol français, celle de ne pas interrompre cette production sans délai de prévenance suffisant et celle de constituer des stocks, afin de permettre aux industriels français de disposer du matériel nécessaire.

La question centrale porte donc sur la substituabilité. Les matériels en question sont substituables, mais la difficulté concerne la rapidité de cette substitution. À titre d'ordre de grandeur, dans le domaine des ventilateurs, Safran représente un chiffre d'affaires d'environ 150 M€, tandis que LMB réalise environ 9 M€ auprès des producteurs français de l'armement... Cet élément mérite d'être pris en compte.

Je souhaite enfin formuler une réflexion plus générale. Il n'existe pas de monde parfaitement « pur », opposant des acteurs européens vertueux à des acteurs américains problématiques. Loar Group travaille déjà pour des entreprises françaises de défense. De notre côté, notre préoccupation consistait à assurer le développement économique d'une entreprise implantée dans une région qui n'est pas particulièrement dynamique. Sous réserve des garanties prises par l'État, le maintien et le développement de capacités de production en France, dans un contexte de réindustrialisation, ne nous semblaient pas devoir être négligés.

L'État aurait pu refuser l'opération s'il avait estimé qu'un risque réel pesait sur la souveraineté. Cela n'a manifestement pas été sa position. Il dispose, par ailleurs, d'une palette d'outils lui permettant d'imposer des obligations spécifiques afin de concilier l'attraction de capitaux étrangers sur notre territoire et la préservation de la sécurité nationale. On ne peut pas, à la fois, se réjouir de l'implantation d'usines taïwanaises pour fabriquer des matériaux électroniques à Dunkerque et, simultanément, s'inquiéter des investissements américains à Mallemort.

Ces questions de criticité et de substituabilité doivent être analysées de manière approfondie. En l'espèce, la DGA et le Trésor ont instruit le dossier pendant plusieurs mois, de mars à décembre 2025, et j'ai pleinement confiance dans le jugement qu'ils ont porté.

M. Henri Marcoux. S'agissant des éléments financiers, je redis que le multiple utilisé pour acquérir cette entreprise était de treize fois son résultat d'exploitation. Lors de la cession, nous avons également valorisé le résultat d'exploitation 2025, qui s'élevait à 32 M€, sur la base du même multiple de treize fois. Concernant l'article de *La Tribune*, nos équipes ont travaillé sérieusement sur ce dossier : plus de onze acquéreurs industriels potentiels ont été sollicités et aucune offre d'industriels européens n'a été reçue, alors que plusieurs industriels américains se sont positionnés.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). La manière dont vous présentez l'histoire appelle, de mon point de vue, plusieurs remarques.

Vous avez exposé les faits d'une façon que j'ose qualifier de « particulière ». Vous nous avez expliqué que l'un des premiers éléments que vous souhaitiez partager était le caractère relatif de l'enjeu stratégique que représenterait cette entreprise. Pourtant, à partir du moment où le dispositif de contrôle des investissements étrangers en France est déclenché, conjointement par la direction générale du Trésor et par la DGA, cela signifie nécessairement qu'il existe un élément sensible. Cette procédure ne se met pas en place par hasard et il me paraît difficile de balayer cet aspect d'un revers de main.

Un second point me trouble et il tient peut-être à une question de vocabulaire, mais aussi de fond. Vous indiquez que seuls des acteurs américains étaient prêts à reprendre cette entreprise, tandis que, de notre côté, avec des informations différentes, nous considérons que des acteurs français auraient pu se positionner pour reprendre l'activité et conserver ce que j'appellerai le « dernier étage de la fusée ».

Nous recherchons des « capitaines d'industrie », pour reprendre un terme ancien mais encore pertinent – y compris dans le système capitaliste. Mais vous n'êtes pas des capitaines d'industrie : vous opérez d'autres choix, des choix strictement financiers. Or ce n'est pas, selon nous, ce dont l'économie française a besoin aujourd'hui : elle a besoin d'acteurs ancrés dans l'économie réelle, capables de créer les conditions d'une production répondant aux besoins de la population, ce qui relève de l'intérêt général. N'étant pas des capitaines d'industrie mais des financiers, vous contribuez à fragiliser le tissu économique pour en tirer un maximum de profit, quelles que soient les conditions dans lesquelles ce profit s'obtient.

Vous percevez mon agacement, qui tient au fait que notre responsabilité consiste précisément à garantir que la France soit en mesure de répondre correctement à ses besoins, en particulier lorsqu'ils sont stratégiques.

En résumé, la relativisation du caractère stratégique est contredite par la procédure elle-même. Demeure entière la question de savoir pourquoi nos analyses diffèrent sur la capacité d'acteurs français à reprendre cette activité.

M. Xavier Musca. Permettez-moi tout d'abord un point de méthode : je refuse de répondre à des rumeurs. S'il est affirmé que des industriels français étaient prêts à reprendre cette entreprise, que l'on m'en donne les noms. Je n'ai pas à me justifier de ne pas avoir retenu un industriel français anonyme, dont les équipes de Tikehau m'indiquent qu'elles ne l'ont jamais rencontré, alors que certains articles de presse prétendent le contraire ! Il y a là un problème de procédure : si des noms existent, discutons-en. Pour ma part, je n'ai connaissance d'aucun.

Ensuite, raisonnons par l'absurde. Supposons que nous soyons, comme vous le suggérez, des acteurs indifférents à la souveraineté nationale et aux enjeux de défense. Pensez-vous réellement que nous prendrions des décisions contraires aux intérêts de groupes tels que Dassault, Safran, Thales ou Airbus, qui nous ont accordé leur confiance à deux reprises et dont nous espérons qu'ils continueront à le faire ? Vous nous prêtez l'absence de toute fibre nationale, j'en suis navré... mais ne nous soupçonnez pas de bêtise ! Pourquoi voudrions-nous agir à l'encontre des intérêts d'entreprises qui structurent la défense nationale française ?

S'agissant du contrôle des investissements étrangers et comme je l'ai déjà indiqué, il n'existe pas de réponse binaire. Dans certains cas, le Gouvernement interdit et des exemples récents en attestent, à l'instar d'Eutelsat. Dans d'autres cas, comme celui-ci, il autorise en assortissant sa décision de conditions. Je me permets d'ailleurs de souligner que le contrôle aujourd'hui exercé par la DGA au moyen d'une action de préférence n'existait pas en 2012, lorsque LMB appartenait au groupe Honeywell. Je trouve donc surprenant que l'on découvre soudainement un

caractère absolument stratégique à une entreprise, qui a longtemps vécu sous pavillon américain sans aucun contrôle public.

Je reconnais que le ton de mon propos a pu se tendre, mais il me semble nécessaire de raison garder. Nous aurions évidemment été ravis de céder cette entreprise à un industriel français, ne serait-ce que pour une raison très concrète : l'année 2025 a été marquée par de longs délais d'autorisation. Si un industriel français s'était positionné, cette question ne se serait pas posée. Nous ne serions probablement pas aujourd'hui devant vous, ce qui est un honneur... mais aussi, vous en conviendrez, par moments une contrainte.

Mme Émilie Bonnivard (DR). J'interviens en tant que membre de la commission des lois au sein de cette commission d'enquête, pour vous interroger sur un point qui a trait à la transparence de la vie publique, à l'intégrité du processus décisionnel de l'État et, plus particulièrement, au régime des IEF.

Comme chacun sait, le régime des IEF soumet à autorisation préalable du ministre chargé de l'économie toute acquisition d'entreprises exerçant dans un domaine sensible pour les intérêts nationaux. Ce dispositif a donné lieu à de nombreux rapports parlementaires, notamment à la suite de l'affaire Alstom.

Dans un processus de décision concurrentielle, l'obtention d'une autorisation IEF constitue un élément déterminant de crédibilité d'une offre : elle influe directement sur le prix final de cession et conditionne la réalisation effective de l'opération (et donc la plus-value du vendeur).

La presse a fait état de l'intérêt d'au moins deux repreneurs français. Vous évoquez des industriels, mais je souhaite élargir le champ en incluant des fonds d'investissement français ou européens qui ne seraient pas industriels. Vous avez indiqué vous être retirés de LMB parce que le cycle de croissance ne correspondait plus à votre horizon d'investissement ; mais il aurait pu correspondre à celui d'autres fonds. Avez-vous reçu ou sollicité des offres émanant de fonds français ou européens non industriels ?

Il est également avancé que la banque-conseil aurait rapidement privilégié l'offre du groupe américain, qui aurait surpayé LMB, ce qui aurait découragé des candidats français. Une telle opération suppose de votre part un haut niveau de confiance dans l'obtention de l'autorisation IEF par l'acquéreur étranger, au point d'écarter d'autres offres potentielles. Sans cette autorisation, la cession n'aurait pas été possible.

Dans le cadre de cette opération, votre fonds ou vos conseils, notamment la banque qui vous accompagnait, ont-ils engagé des échanges avec la présidence de la République, les services du Premier ministre, le ministère des armées, le ministère chargé de l'économie ou leurs cabinets respectifs, afin d'évoquer directement ou indirectement la délivrance de l'autorisation requise au titre du contrôle des IEF pour la cession de LMB ? Cette question est essentielle, d'autant que la procédure a duré neuf mois, alors que le délai théorique d'instruction est de soixante-quinze jours.

Enfin, les déclarations de Tikehau auprès de la Haute Autorité pour la transparence de la vie publique (HATVP) sur les activités de représentation d'intérêts apparaissent générales et laissent entendre que vous ne traitez pas de cessions ou d'acquisitions dépendant d'une décision de l'État. Il est difficile d'imaginer qu'une opération de cette ampleur, conditionnée à une autorisation souveraine, ait été menée sans aucune démarche de votre part auprès des pouvoirs publics.

M. Henri Marcoux. S'agissant de votre première question relative aux éventuels repreneurs et comme je l'ai indiqué précédemment, onze industriels ont été sollicités, ainsi que quatorze fonds de capital-investissement. Du côté des industriels, aucune offre n'a été formulée par des industriels européens. S'agissant des quatorze fonds de capital-investissement, un seul fonds s'est positionné, de manière partielle, pour racheter un peu moins de 50 % du capital, sans financement sécurisé. Compte tenu de notre devoir fiduciaire vis-à-vis de nos investisseurs, qui consiste à rechercher une solution robuste et pérenne, nous n'avons pas pu donner suite à cette offre, d'autant qu'elle ne répondait pas au sujet principal (c'est-à-dire l'adossement de l'entreprise à un acteur industriel).

S'agissant de votre seconde question, mes équipes et moi-même avons eu des contacts avec la DGA au sujet de la cession de LMB. Nous nous sommes assurés que LMB était en mesure de fournir l'ensemble des éléments nécessaires à l'instruction du dossier. Nous avons rencontré, à plusieurs reprises, les services de la DGA et répondu à l'ensemble de leurs demandes, y compris des demandes complémentaires apparues à la suite de publications dans la presse, que nous estimions erronées. Nous avons ainsi pleinement coopéré avec eux au fil des réunions.

En ce qui concerne la direction du Trésor, mes équipes et moi-même avons également eu des échanges, notamment sur la question des délais. Je rappelle que les accords préliminaires avec Loar Group ont été signés en février 2025 et comportaient une date-butoir fixée à fin juillet 2025. Nous avons donc interrogé les services du Trésor sur l'état d'avancement du dossier. En conséquence, nous avons dû renégocier à deux reprises avec Loar Group afin de prolonger ces accords, une première fois jusqu'à fin octobre, puis une seconde fois jusqu'à fin décembre 2025, afin de permettre aux pouvoirs publics de mener à bien l'ensemble des travaux d'instruction.

Mme Émilie Bonnivard (DR). Avez-vous été en contact avec la présidence de la République ou les services du Premier ministre ?

M. Henri Marcoux. Je peux vous indiquer que le président-directeur général de LMB, M. Thomas Bernard, nous a sollicités à plusieurs reprises, le CSE de l'entreprise exerçant une forte pression. Il a écrit à la présidence de la République et nous a communiqué une copie de cette lettre.

De notre côté, nous n'avons pas eu de contact avec la présidence de la République, ni avec les services du Premier ministre, au-delà de ce courrier évoquant les enjeux de délais.

Mme Émilie Bonnivard (DR). Il me semble que Tikehau devrait mentionner un certain nombre de ses activités auprès de la HATVP – ce qui n’est pas le cas actuellement – concernant des sujets stratégiques, dont les décisions sont conditionnées par une autorité souveraine. Je pense que vos fonds, vos conseils et vos cabinets avaient l’obligation de fournir à la HATVP des informations exhaustives sur l’ensemble de vos activités et de vos contacts.

M. Xavier Musca. Nous allons regarder ce sujet avec une grande attention, car notre intention n’est certainement pas d’éluder ce genre de problème. Il s’agissait d’une procédure obligatoire en matière d’IEF, qui s’est notamment traduite par la présentation du dossier de cession auprès de la DGA et du Trésor. Nous ne sollicitons pas l’État en dehors d’une procédure prévue par les textes, qui nous est imposée.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Depuis le début de nos auditions, un problème récurrent de manque de transparence apparaît de la part des fonds d’investissement, notamment lorsqu’il s’agit d’actifs stratégiques et, plus encore, de secteurs dépendant de la commande publique – d’autant plus lorsque des fonds sont en co-investissement avec BPIFrance. Il est donc légitime que nous exigions une transparence à la hauteur des enjeux et je me félicite, à ce titre, de l’existence de cette commission d’enquête, qui permet d’éclairer les pratiques et les investissements de ces acteurs, dont les vôtres.

J’en viens aux rapports de Tikehau, un des deux grands fonds français d’investissement, avec les pouvoirs publics. Dans combien d’opérations Tikehau a-t-il co-investi avec BPIFrance au cours des dix dernières années ? Combien de fonds gérés par Tikehau sont-ils abondés par BPIFrance ? Comment expliquez-vous la présence importante de BPIFrance dans vos investissements, ce qui traduit l’existence de relations étroites entre vos deux structures ?

Ma seconde question porte sur la présence remarquée d’anciens hauts responsables publics au sein de Tikehau. Votre fonds a ainsi recruté M. François Fillon, ancien Premier ministre (2017), M. Pierre de Bousquet de Florian, ancien directeur de cabinet du ministre de l’intérieur (2023), et, plus récemment, Mme Ombeline Gras, ancienne conseillère aux affaires globales à l’Élysée (2025). Monsieur Musca a, quant à lui, été secrétaire général de l’Élysée. Pourquoi ces recrutements interviennent-ils ? Quel est l’intérêt pour Tikehau de compter autant d’anciens grands commis de l’État ou responsables politiques en son sein ? Comment expliquer une telle densité de profils issus de la haute fonction publique dans un fonds d’investissement privé ?

M. Henri Marcoux. Vous m’avez d’abord interrogé sur les montants investis par BPIFrance au sein de Tikehau. BPIFrance exerce une activité dite de « fonds de fonds » : elle investit ainsi dans l’ensemble de l’écosystème des fonds français. Cette activité est publique, accessible sur le site internet de BPIFrance et parfaitement transparente ; elle représente 22 Md€ investis.

S’agissant plus précisément des montants investis par BPIFrance, par l’APE et par la Caisse des dépôts au sein de Tikehau, l’engagement net s’élève à environ 712 M€, à travers des fonds de capital-investissement et de dette privée. Ces

montants concernent notamment les fonds de transition énergétique et de décarbonation, le fonds d'agriculture régénérative, le fonds de cybersécurité ainsi que le fonds aéronautique-défense.

Votre deuxième question portait sur le co-investissement de BPIFrance. Il s'agit là d'une autre activité de BPIFrance, qui n'a pas vocation à être actionnaire majoritaire dans les entreprises qu'elle accompagne. En ce qui concerne les co-investissements réalisés avec Tikehau, ils sont au nombre de quinze et représentent un montant d'environ 530 M€. Ces co-investissements concernent des entreprises telles que Mecachrome, Crouzet, Satys, Nexteam, Ekimetrics, Egerie Software, ChapsVision, Preligens ou encore Addev.

Vous avez ensuite évoqué plusieurs personnes avec lesquelles nous avons travaillé. Monsieur François Fillon n'a jamais été salarié de Tikehau, il est intervenu dans le cadre d'un contrat de prestation de services entre 2017 et 2020. Cette collaboration s'inscrivait dans une période où nous travaillions activement à notre développement en Asie. En effet, nous opérons aujourd'hui dans dix-sept pays et l'un de nos enjeux majeurs consiste à faire connaître la marque « Tikehau » à l'international. Entre 2016 et 2018, nous avons ouvert des bureaux à Singapour, en Corée et au Japon. Durant cette période, l'ancien Premier ministre nous a aidés à accroître le rayonnement de la marque Tikehau, un élément important dans le métier de la gestion d'actifs.

Monsieur Xavier Musca nous a rejoints en 2025, à un moment où nous gérons déjà près de 50 Md€ d'actifs. Avant de nous rejoindre, il a dirigé pendant plus de treize ans un grand groupe français fortement impliqué dans le financement des entreprises, qui représente plus de 50 % de notre activité. Il a également été vice-président d'une grande banque italienne pendant dix ans, dans un pays où nous gérons plus de 3 Md€ d'encours. À ce titre, il apporte à Tikehau une expertise précieuse, notamment en matière de gestion des risques et de développement international.

Enfin, vous avez évoqué le recrutement de madame Ombeline Gras, intervenu l'an dernier, pour travailler sur des projets spécifiques au sein de notre organisation. Ce recrutement a été validé par la HATVP et madame Gras respecte strictement les restrictions qui lui ont été imposées, notamment l'interdiction de toute démarche auprès de certaines autorités ou collaborateurs du Président de la République.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Je souhaite revenir sur le dossier LMB.

En compagnie de BPIFrance, Tikehau est actionnaire de Crouzet, qui fabrique des produits mécatroniques pour l'aéronautique. Vous êtes également actionnaire d'Arésia, équipementier de Dassault et d'Airbus. Je m'interroge donc sur l'absence de tentative de création de synergies avec LMB. En l'absence de repreneur industriel et au regard de votre affichage d'un investissement de long terme, pourquoi ne pas avoir cherché à constituer un pôle électromécanique réunissant LMB, Crouzet et Arésia, capable de peser davantage dans l'industrie de

la défense nationale ? N'était-ce pas précisément le rôle d'un fonds se revendiquant engagé sur la durée dans la souveraineté française ?

M. Henri Marcoux. Nous avons effectivement essayé de procéder de cette manière, comme nous l'avions déjà fait : je rappelle ainsi que, depuis 2020, nous avons mené plus de huit opérations de rapprochement, afin de construire des champions français. Nous avons aussi tenté de le faire avec LMB. Cependant, compte tenu des caractéristiques des produits et de la part très importante du chiffre d'affaires réalisée à l'export vers les États-Unis, cette démarche n'a pas abouti.

Je précise ensuite que nous sommes actionnaires minoritaires d'Aresia, à hauteur de 16 % du capital, ce qui ne nous permettait pas d'engager les contacts nécessaires pour aller plus loin.

M. Xavier Musca. C'est bien dans cet esprit que nous travaillons avec les quatre grandes entreprises qui investissent à nos côtés. Elles nous demandent en effet de procéder à des rapprochements, ce qui constitue l'un des objectifs du fonds. Pour différentes raisons, ces démarches ne sont pas toujours aisées... à plus forte raison, lorsque nous ne sommes pas actionnaires majoritaires.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Ma seconde série de questions porte sur vos relations avec les pouvoirs publics et le fait que Tikehau compte, en son sein, d'anciens responsables ayant exercé des fonctions importantes dans l'administration ou auprès du pouvoir politique. Le recrutement de ces anciens grands commis de l'État ne constitue-t-il pas un moyen de disposer de personnes bénéficiant, du fait de leurs activités antérieures, d'une information plus large sur les opérations, les marchés et les mécanismes publics, facilitant ainsi la levée ultérieure de fonds ?

Je m'interroge sur les garanties que nous pouvons apporter aux citoyens. Comment s'assurer, monsieur Musca, que vous n'intervenez sur aucun dossier dont vous auriez eu connaissance lorsque vous exerciez des responsabilités à la direction générale du Trésor ou à l'Élysée ? Comment garantir qu'il n'existe aucun usage d'informations acquises antérieurement, présentant un intérêt particulier pour le fonds Tikehau ou susceptibles de lui bénéficier ?

M. Xavier Musca. Je perçois bien, en filigrane, l'idée selon laquelle je n'aurais pas été recruté pour mes mérites propres, mais uniquement en raison de mes fonctions antérieures et de l'influence que j'aurais pu exercer sur l'État... Je ne pourrai sans doute jamais me laver totalement de ce soupçon et j'en suis un peu désolé.

Je remarque simplement que j'ai quitté la direction générale du Trésor depuis dix-sept ans. Les règles applicables au contrôle des passages du public vers le privé se limitent généralement à une période de trois ans. On peut naturellement discuter de leur durée, mais les dossiers dont j'ai eu à connaître lorsque j'étais à la direction du Trésor ou à l'Élysée relèvent désormais d'une période comprise entre quatorze et dix-sept ans. Ils n'ont, pour beaucoup, plus cours aujourd'hui...

S'agissant de la levée de fonds, je crains que ma présence n'y contribue que très marginalement. Je le dis avec franchise : 80 % de nos capitaux sont levés à

l'étranger. Face à de grands réassureurs allemands ou américains, l'influence que je pourrais exercer est extrêmement limitée.

Je suis, par ailleurs, toujours un peu gêné par le sous-titre implicite de ce type de question, qui laisse entendre que les agents de la direction du Trésor manqueraient de sens de l'État ou de neutralité dans leurs décisions. Ce n'est pas l'administration que j'ai connue et je ne crois pas qu'elle ait fondamentalement changé depuis mon départ.

Je pense que l'apport principal que je peux offrir aujourd'hui à Tikehau tient davantage à l'expérience que j'ai acquise pendant treize ans au Crédit agricole, où j'ai dirigé la banque d'investissement et exercé des responsabilités en matière de gestion des risques, de crédit et de conformité.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Loin de moi toute mise en cause de la haute fonction publique : il n'y a, de ma part, aucun soupçon à votre endroit, ni à l'égard de l'ensemble des hauts fonctionnaires. Fort heureusement, pour ceux-ci comme pour les élus, il existe des règles de transparence, notamment celles de la HATVP, et il est normal qu'elles trouvent à s'appliquer.

Lorsqu'on observe, au sein d'un fonds d'investissement comme Tikehau, une densité importante d'anciens responsables éminents de l'État, il est néanmoins légitime, dans le cadre d'une audition de la commission d'enquête, de s'interroger sur les garanties mises en place pour prévenir tout conflit d'intérêts ou tout usage d'informations acquises dans l'exercice de fonctions publiques antérieures.

J'entends bien que dix-sept années se sont écoulées entre vos responsabilités à la direction générale du Trésor et vos fonctions actuelles. En revanche, pour des personnalités comme un ancien Premier ministre, l'intervalle temporel plus réduit rend la question plus prégnante. L'exercice des plus hautes fonctions exécutives confère nécessairement une connaissance fine des rouages de l'État : la présente commission d'enquête est donc fondée à s'interroger sur l'intérêt que cela peut représenter pour un fonds d'investissement.

M. Xavier Musca. Je vous remercie d'avoir complété votre intervention par ces éléments, qui me permettent de mieux comprendre et de mieux répondre à votre question.

Au sein de Tikehau, nous disposons de nos propres règles de déontologie. Tous les six mois, nous avons l'obligation de déclarer les potentiels conflits d'intérêts. Nous pourrions, le cas échéant, vous fournir davantage de précisions, y compris par écrit. À chaque opération, les personnes impliquées doivent indiquer si elles ont eu à connaître des situations particulières. Au-delà des règles applicables du côté de l'État, nous avons donc des processus internes stricts. Ces règles valent également pour prévenir tout conflit d'intérêts lié à des relations antérieures avec des entreprises privées ; nous y veillons avec rigueur.

M. Henri Marcoux. Cette politique interne stricte de prévention des conflits d'intérêts est détaillée dans le code d'éthique du groupe, ainsi que le code du groupe en matière de lutte contre les pots-de-vin, la corruption et le trafic d'influence. Les risques de conflits d'intérêts sont contrôlés à travers un certain

nombre d'outils informatiques de conformité centralisés, dans lesquels l'ensemble des salariés doit communiquer des informations personnelles, réaliser des déclarations périodiques et des demandes d'autorisation, sur une base au moins semi-annuelle.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour vos réponses et ces échanges, qui ont permis de nous éclairer. Vous pourrez les compléter en répondant par écrit au questionnaire qui vous a été envoyé, il y a quelques jours, et en adressant les documents que vous jugerez utiles au secrétariat de la commission d'enquête.

*

* *

18. Audition de M. Philippe Vincent, président de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) (26 mars 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. La quinzaine d'auditions auxquelles nous avons procédé depuis janvier a mis en lumière le rôle croissant des fonds d'investissement dans le financement de notre économie et de nos entreprises, dans un contexte où les banques sont soumises à des réglementations prudentielles plus exigeantes. L'arrivée d'un fonds d'investissement dans le capital d'une entreprise se traduit, en général, par l'injection de capitaux propres ou par le recours à la dette, avec la pratique des rachats avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO).

Les fonctions des commissaires aux comptes au sein de toute société comportent une mission de contrôle et d'alerte susceptible de les amener à apprécier les conditions d'intervention des fonds d'investissement. Nous aimerions donc que leur représentant puisse faire profiter notre commission de leur expertise.

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

(M. Philippe Vincent prête serment.)

M. Philippe Vincent, président de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes. La Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) est une association, dont l'article L. 821-12 du code de commerce dispose qu'elle est « [un] établissement d'utilité publique doté de la personnalité morale, placée auprès du garde des sceaux, ministre de la justice, [qui] représente la profession de commissaire aux comptes auprès des pouvoirs publics. Elle concourt au bon exercice de la profession, à sa surveillance ainsi qu'à la défense de l'honneur et de l'indépendance de ses membres. ». Elle regroupe près de 11 850 professionnels inscrits à titre personnel et 7 000 sociétés de commissaires aux comptes (CAC). La Compagnie nationale ne détient aucun mandat : ce sont les commissaires aux comptes eux-mêmes (ou les sociétés de commissaires aux comptes) qui les détiennent. Sur les 11 850 professionnels inscrits à la CNCC, environ 8 000 signent des mandats, pour un total de près de 210 000 mandats, soit

en moyenne vingt-six mandats par signataire – un chiffre à rapporter au nombre d'entreprises inscrites au registre du commerce et des sociétés et au nombre d'associations, puisqu'il y a aussi des mandats associatifs. En termes de couverture de l'économie, l'activité représente environ 4 800 milliards d'euros de chiffres d'affaires audités et 13,7 millions de salariés.

La principale mission du commissaire aux comptes est la certification des comptes annuels, individuels ou consolidés : elle représente 90 % de l'activité. Au fil du temps, s'y sont greffées d'autres missions connexes. Compte tenu de notre indépendance par rapport à l'entreprise ou aux entités que nous auditons et de notre présence régulière en leur sein, le législateur a jugé intéressant de nous confier quelques missions supplémentaires, dont la révélation de faits délictueux ou la déclaration de faits de blanchiment, notamment à Tracfin. Malgré ces obligations collatérales, l'essentiel de notre mission reste la certification des comptes. Si, par définition, celle-ci est annuelle, elle est aussi, d'une certaine manière, permanente, car le législateur nous a également attribué des responsabilités particulières d'alerte dans le cadre de l'identification de problématiques de continuité d'exploitation.

La loi relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite loi « Pacte », a sensiblement modifié le périmètre d'intervention des commissaires aux comptes, en relevant significativement les seuils de désignation obligatoire. Nous avons suivi les effets de la loi chaque année, mais nos mandats couvrant six exercices, c'est le délai qu'il nous a fallu pour en apprécier pleinement les conséquences directes. Le nombre de mandats au bénéfice de petites entreprises, dits « PE », est passé d'environ 260 000 en 2018 à 99 000 en 2023, puis 94 000 aujourd'hui. Notre champ d'intervention s'est donc considérablement réduit sur ces sociétés – un constat d'autant plus important qu'on le met en relation avec la nature des sociétés qui se présentent à la barre du tribunal de commerce : selon les années, entre 93 % et 97 % d'entre elles sont des entités qui n'ont plus de commissaire aux comptes.

L'essentiel des entreprises en difficulté échappe aux bénéfices de la présence d'un commissaire aux comptes. Je ne dispose pas d'études scientifiques qui établiraient un lien de causalité : il est clair que nous sommes un élément de prévention, désormais absent dans un certain nombre d'entreprises, mais je n'irai pas jusqu'à dire que l'augmentation des défaillances d'entreprises est liée à cette absence, même si nous ne pouvons que déplorer celle-ci compte tenu du constat que je viens de dresser. Chaque année, nous menons une étude auprès de nos confrères et consœurs de la CNCC dans le cadre plus spécifique du suivi des difficultés des entreprises. Elle a montré que, cette année encore, près de 50 % des professionnels ont eu des échanges concernant des difficultés liées à l'exploitation des entreprises qu'ils certifient. C'est un sujet qui nous préoccupe énormément, à propos duquel nous souhaitons rester un acteur très impliqué et qui est au cœur de l'activité de nos confrères et consœurs.

M. le président Emmanuel Mandon. Quelles sont les difficultés particulières ou les principaux défis auxquels font face les commissaires aux comptes lors de l'audit de sociétés détenues ou financées par des fonds d'investissement, en particulier internationaux ?

M. Philippe Vincent. Contrairement à ce que l'on pourrait penser, les difficultés ne sont pas différentes selon qu'un fonds d'investissement est présent ou non. Je rappelle que notre principale mission est de certifier les comptes et, dans ce cadre, d'apprécier le risque touchant la continuité d'exploitation et, éventuellement, de signaler les faits délictueux dont nous pourrions avoir connaissance. Or ces questions se posent dans les mêmes termes qu'un fonds d'investissement soit entré au capital ou non : la nature de notre mission reste la même et la pratique montre qu'il n'y a pas davantage de sujets d'alerte en présence d'un fonds d'investissement – un endettement excessif peut être le fait de décisions du chef d'entreprise lui-même, on le voit couramment, tout comme l'abus de biens sociaux.

En revanche, nous avons des points de sensibilité particuliers en présence d'un fonds d'investissement, en particulier la constitution même des pratiques de financement.

Lorsqu'il s'agit de la continuité d'exploitation, les commissaires aux comptes s'intéressent à différents indicateurs qui peuvent laisser penser qu'il faut aller plus loin, creuser et, le cas échéant, « challenger » le dirigeant de l'entreprise ou son conseil d'administration. Qu'il y ait ou non un fonds d'investissement, nous nous posons les mêmes questions, mais celles-ci peuvent être plus prégnantes en présence d'un tel fonds : si l'entité, sans présenter nécessairement des difficultés structurelles liées à son activité propre, supporte indirectement les effets de l'endettement contracté pour son acquisition, notamment dans le cadre d'une holding, nous allons nous demander s'il existe des tensions persistantes sur la trésorerie, un niveau de *management fees* versés à la holding qui excède les prestations effectivement fournies, un versement à la holding d'acomptes sur les dividendes indépendant du cycle d'exploitation de l'entité ou une distribution récurrente et substantielle d'acomptes sur les dividendes déconnectée de la performance de l'entreprise. Lorsque le niveau d'investissement est insuffisant pour assurer le renouvellement et la modernisation de l'outil de production, nous interpellons le dirigeant. Nous nous interrogeons aussi lorsque la mise en œuvre de plans de réduction significative des coûts, sans lien direct avec la conjoncture économique ou la performance opérationnelle, est poussée par l'entité elle-même. La présence d'un fonds d'investissement peut nous amener à viser plus particulièrement les cas de figure que je viens de citer, sans pour autant, je le redis, que ces questions soient spécifiques, car de telles situations peuvent résulter des seuls choix du chef d'entreprise.

Dans le cadre de l'évaluation préliminaire de nos travaux, nous nous interrogeons systématiquement sur l'origine des fonds et le bénéficiaire effectif : s'il est connu pour avoir des comportements « prédateurs », pour reprendre votre terminologie, cela peut avoir une influence sur notre sensibilité et notre degré d'attention à certains comportements, mais ces questions sont les mêmes qu'il s'agisse d'un fonds d'investissement ou d'une entreprise étrangers.

Si nous avons besoin d'accéder à des informations sur l'entité, nous sommes tributaires des droits national, européen et international : ce n'est pas parce que l'entreprise dans laquelle le fonds (ou l'entreprise étrangère) prend des parts (ou dont il ou elle prend le contrôle) est française que le commissaire des comptes en

France a davantage le droit d'accéder aux comptes de la société-mère. Il peut demander un certain nombre d'éléments, éventuellement des lettres de soutien qu'on lui donnera ou non, mais il n'a pas de droit particulier de demander des clarifications sur la réalité des coûts facturés à une société française via des *management fees*, par exemple.

On parle de « fonds prédateurs », mais je vois aussi des entreprises étrangères prédatrices. En tant que commissaires aux comptes, nous ne faisons pas de distinction : dans les deux cas, le « risque » est le même et les limites de l'exercice ne sont pas différentes.

Je pense que vos précédentes auditions ont largement éclairé le fait que le terme « fonds spéculatif » recouvre un ensemble très large de comportements et de types de fonds au sein de l'économie. Les fonds de retournement représentent une part infime de l'activité des fonds dans notre pays et nous n'interagissons pas avec eux : ils interviennent souvent à la barre du tribunal de commerce et, comme je l'ai expliqué, nous ne sommes pas CAC de la plupart des entreprises qui s'y présentent.

Je voudrais en revanche souligner les aspects positifs des fonds d'investissement.

La pratique actuelle des fonds spéculatifs n'a plus rien à voir avec ce que nous avons pu connaître au début des années 2000 : des fonds extrêmement agressifs et destructeurs, qui s'immisçaient dans la gestion des entreprises par des montées successives au capital, avec pour seul objectif un retournement rapide en les démantelant. Je l'ai vécu, à titre personnel, avec de grands groupes industriels français, qui s'en sont heureusement sortis après avoir passé de très mauvais moments. Ce n'est plus d'actualité. Très régulièrement, ce sont les fonds eux-mêmes qui nous sollicitent : lorsqu'ils entrent au capital d'une entreprise et constatent qu'il n'y a pas de commissaire aux comptes dans les filiales, leur première action est souvent d'en désigner pour avoir de la visibilité, du confort et la certitude que les comptes seront correctement tenus. Et les durées de détention en portefeuille, qui allaient auparavant de deux à cinq ans, tendent à s'allonger.

Ensuite, ces fonds travaillent beaucoup au renforcement de la gouvernance, notamment dans les petites et moyennes entreprises (PME) et les entreprises de taille intermédiaire (ETI). Or la gouvernance des entreprises est bien l'un de nos sujets de préoccupation : elle est plus robuste dans certains pays voisins (Allemagne) et aux États-Unis, où existe une culture de la gouvernance indépendante (y compris dans les ETI et les PME). Les fonds, de plus en plus professionnels, apportent cet élément positif aux entreprises dans lesquelles ils investissent.

Ils leur apportent aussi une culture, très anglo-saxonne, du *reporting*. Nous observons qu'établir des plans et des prévisions de trésorerie réguliers ne fait pas encore partie de la culture commune des dirigeants de nos PME et ETI. C'est d'ailleurs ce que nous leur demandons lorsque nous entrons dans des procédures d'alerte. Force est de constater qu'en termes de rigueur de gestion et de *reporting* sur des éléments de base, notamment la trésorerie à très court terme, l'apport des

fonds spéculatifs est souvent extrêmement bénéfique pour la bonne gestion de l'entreprise.

M. le président Emmanuel Mandon. En matière de qualité de l'information financière publiée par les sociétés cibles, quels mécanismes de contrôle la CNCC juge-t-elle essentiels pour assurer la transparence financière dans les entreprises françaises rachetées par des fonds ? Selon vous, les commissaires aux comptes disposent-ils de moyens suffisants pour détecter d'éventuelles pratiques d'optimisation fiscale ou de contournement réglementaire par les fonds d'investissement, comme nous avons pu en pointer dans un certain nombre de dossiers ayant malheureusement fait l'actualité ?

M. Philippe Vincent. Le législateur a prévu de nombreuses mesures nous permettant d'alerter ou d'intervenir, le cas échéant. L'optimisation fiscale et l'abus de biens sociaux sont des notions clairement définies : même si mandat ne nous est pas donné de rechercher tous les délits potentiellement commis à ce titre, nous pouvons alerter le procureur de la République sur un certain nombre d'éléments et nous le faisons effectivement dès lors qu'ils sont clairement identifiés.

J'insiste sur le fait que notre mission n'est pas de nous immiscer dans la gestion de l'entreprise : cela nous est même interdit, précisément pour garantir notre indépendance par rapport à l'arrêté des comptes. Par exemple, nous n'avons pas à nous prononcer sur le choix d'une entreprise qui privilégierait l'endettement pour assurer sa croissance au détriment d'une augmentation de son capital. En revanche, la loi nous permet de signaler des abus manifestes et il ne faut pas croire que nous en signalons davantage dans les entreprises détenues par des fonds. Si nous constatons, par exemple, des *management fees* excessifs (ou facturés sans réelle motivation) ou la mise en œuvre de schémas fiscaux complexes, nous pouvons les déclarer à Tracfin.

Nous disposons de tous les moyens nécessaires, mais il y a des questions de temporalité : la procédure d'alerte n'arrive qu'en bout de chaîne, lorsque les conséquences de mauvaises décisions de gestion se font jour.

Si l'endettement contracté par l'entreprise lui devient trop lourd à porter parce que les taux d'intérêt ont remonté (ou que l'activité n'est pas au rendez-vous) et que cela commence à mettre cette entreprise en péril, alors nous intervenons selon un cadencement prévu par la loi. Nous interrogeons d'abord le chef d'entreprise ; l'absence de réponse peut nous conduire à solliciter le conseil d'administration ; s'il ne nous répond pas non plus, nous pouvons demander la convocation de l'assemblée générale. À chaque étape, le délai est d'environ quinze jours : c'est assez long. Nous avons néanmoins obtenu une modification très significative : nous pouvons désormais informer *ab initio* le président du tribunal de commerce du fait que nous soupçonnons une situation compliquée dans une entreprise. Mais nous ne pouvons intervenir qu'après avoir constaté factuellement que la situation commence à devenir critique, jamais en amont des décisions de gestion.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Cette commission n'a pas pour objet de faire le procès des fonds d'investissement mais d'enquêter, spécifiquement, sur ces fonds, que ce soient des fonds de LBO ou de retournement.

S'agissant des fonds de LBO, nous avons eu connaissance des cas d'EQT et d'Apollo, dont les pratiques mettent manifestement en difficulté des entreprises : je pense, s'agissant d'EQT, à Colisée ou Cerba ; on peut aussi penser au comportement du fonds Apollo vis-à-vis de Kem One. On se retrouve avec des entreprises qui sont, à l'évidence, plus en difficulté qu'avant. Je pense également au cas de Lapeyre après son rachat par le fonds de retournement Mutares, sur lequel je reviendrai.

Nous aurions pu créer une commission d'enquête portant sur les entreprises étrangères qui rachètent des entreprises françaises, comme l'a fait Wanhua avec Vencorex. Mais le champ d'investigation de cette commission est plus précis et elle n'a pas pour objet de s'intéresser à l'ensemble des reprises d'entreprise.

De nombreux articles parus dans la presse et des travaux de recherche menés par des sociologues ou des économistes conduisent à penser qu'il y a un problème avec des fonds d'investissement qui ont des pratiques spécifiques. Dans le cas des LBO, utilisés par EQT ou Apollo, il s'agit de faire supporter l'endettement par les entreprises, alors même que c'est le fonds d'investissement qui a contracté une dette pour les reprendre. Les remontées excessives par l'intermédiaire de frais de conseil ou de *management fees* sont également propres à certains fonds de retournement : on a connu le cas de Greybull, on a désormais celui de Mutares.

Notre devoir de parlementaire consiste donc à faire la lumière sur ce qui est en train de se passer : un certain nombre de boîtes sont en difficulté du fait des pratiques de ces fonds.

Vous dites que l'on ne constate plus les pratiques qui avaient cours dans les années 2000, parce que les fonds d'investissement seraient plus professionnels ou, en tout cas, parce qu'ils auraient adopté des méthodes moins cavalières. Pourriez-vous alors nous décrire ces pratiques des années 2000 ?

M. Philippe Vincent. Les pratiques auxquelles j'ai fait référence sont celles que vous venez de décrire. Elles consistent à rentrer dans le capital d'une entreprise où on a identifié les moyens d'obtenir un fort effet de levier à très court terme et à peu de frais, généralement par une politique de « vente à la casse » ou de découpage. Cela permet un retournement rapide ou, dans le cas des LBO, utilisés à l'époque par beaucoup de fonds américains, d'assécher l'entreprise rachetée grâce aux *management fees*.

Ces derniers constituaient d'ailleurs, à l'époque, l'un des sujets principaux de discussions sans fin avec les commissaires aux comptes. S'y ajoutait la différence très forte de culture économique. Cela donnait l'impression que nous étions ceux qui mettaient des bâtons dans les roues en permanence, alors que nous posions simplement les bonnes questions.

Ce sont des choses que l'on voit beaucoup moins. Je ne dis pas que cela n'existe pas et qu'on ne rencontre jamais de tels cas de figure ; mais désormais, ce n'est plus quelque chose que nous voyons fréquemment, alors que cette pratique était presque générale au début des années 2000.

Nous avons la chance d'avoir, en France, un certain nombre de fonds qui se sont structurés et l'économie des fonds d'investissement est désormais profuse. Les fonds attendent de la rentabilité, ils n'ont pas une vocation philanthropique, mais ils s'inscrivent dans une perspective d'accompagnement et de développement gagnante pour tout le monde – c'est-à-dire pour l'entreprise, le fonds et ses investisseurs, vis-à-vis desquels celui-ci doit rester crédible.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pour mieux comprendre le rôle des commissaires aux comptes et les limites de leurs prérogatives, prenons l'exemple de Mutares – un cas que nous avons déjà bien exploré – à qui Saint-Gobain a vendu Lapeyre. À quel moment le commissaire aux comptes est-il intervenu lors de la cession et qu'a-t-il fait ensuite face à des pratiques qui mettent manifestement en danger la pérennité de l'entreprise ?

M. Philippe Vincent. Vous comprendrez que je ne peux évidemment pas répondre sur un cas particulier. Mais je peux essayer d'en tirer un enseignement général.

Lors d'une cession, les commissaires aux comptes, qu'ils s'occupent de la filiale cédée ou du groupe, n'ont pas à se prononcer sur le choix de céder ni sur les conditions de cession (prix, acquéreur, etc.). Ce sont des sujets de marché et de juste valeur, sur lesquels nous n'avons pas à émettre un avis.

En revanche, nous pouvons nous prononcer ensuite si la valeur de cession n'est pas correctement comptabilisée dans les comptes de la cédante. Nous pouvons aussi nous interroger quand les conditions de cession paraissent suspectes, notamment si la vente a été conclue à un prix qui semble très éloigné du prix de marché généralement constaté et qui laisse imaginer des relations potentiellement frauduleuses.

Nous pouvons éventuellement alerter la cédante dans certains cas, par exemple si elle entre en relations d'affaires avec une entreprise d'un pays comme l'Iran, alors qu'elle a des activités aux États-Unis, en l'invitant à réfléchir au fait que cela peut avoir des conséquences.

Une fois la société cédée (par exemple, à un fonds d'investissement), son commissaire aux comptes évalue les conséquences de l'arrivée du nouvel entrant au capital ou comme financeur de l'entité : fait-elle peser un risque réputationnel dans l'immédiat ? Pour cela, on va se demander qui est derrière le fonds et s'il s'agit de gens qui ont habituellement des pratiques non respectueuses du droit.

Lorsque nous considérons que l'arrivée de ce fonds risque de mettre l'entreprise dans une situation difficile, cela a une influence sur les travaux que nous allons mener et sur l'attention que nous allons accorder à la vie de l'entreprise par-delà le simple arrêté des comptes.

Si nous constatons que la trésorerie se tend très vite et que les taux d'intérêt pratiqués pour les prêts à l'intérieur du groupe sont disproportionnés, voire usuraires, on en revient à l'obligation de déclarer des faits délictueux.

Tant que nous n'avons pas d'indices particuliers de ce type ou que le plan d'affaires proposé ne paraît pas extravagant, on laisse l'entreprise vivre sa vie. Vous

avez cité l'exemple de Colisée : si le propre d'un plan d'affaires est d'être ambitieux, il faut aussi distinguer l'ambition de la déraison. Une entreprise doit être ambitieuse, mais certains plans peuvent être déraisonnables.

On peut aussi être confrontés un plan de retournement ambitieux, mais que des conditions très particulières, comme la pandémie de covid-19, sont susceptibles de mettre à mal. C'est à ce moment que le commissaire aux comptes doit engager un dialogue avec l'entreprise afin de mesurer ce qui se passe, d'en évaluer les conséquences potentielles et de jauger la crédibilité des propositions. C'est là un art difficile : lorsqu'on les analyse dans le détail, on peut estimer qu'elles restent raisonnables et laisser encore du temps au chef d'entreprise, parce qu'on a reçu des éléments factuels qui laissent penser qu'il est possible de continuer ; mais il vient un moment où l'on n'y croit plus, pour diverses raisons.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Que se passe-t-il lorsque vous constatez des pratiques qui mettent en difficulté la pérennité de l'exploitation ? Il peut s'agir d'une remontée massive de *management fees* ou de frais de conseil ou bien de la vente des murs de tous les magasins, reloués ensuite à l'entreprise à des loyers exorbitants. Sans citer des cas précis, on sait que ces trois pratiques existent...

Vous bornez-vous à constater ? Y a-t-il des cas où vous êtes allés plus loin ? Comment cela se passe-t-il en pratique ?

M. Philippe Vincent. On rencontre très souvent le schéma relatif aux loyers que vous avez décrit, indépendamment de l'implication de fonds d'investissement. Les prix de location, notamment dans le cadre de holdings patrimoniales, font l'objet d'une grande attention et d'échanges réguliers avec les dirigeants des entreprises. Lorsqu'ils sont très en dehors de la fourchette raisonnable des prix de marché, nous leur demandons de corriger les loyers. Nous leur indiquons qu'à défaut nous ferons une observation dans notre rapport, voire que nous nous réservons le droit de révéler les faits au procureur. Dans 90 % des cas, les loyers sont révisés et on en revient aux conditions de marché.

Cela fait partie des choses que nous regardons attentivement, car des dérives peuvent facilement se manifester, et nous sommes équipés pour le faire : nous disposons de référentiels de prix pour nous assurer que les conditions de marché sont respectées. Disons d'ailleurs les choses telles qu'elles sont : c'est une méthode courante pour identifier un abus de bien social.

Se pose ensuite la question du temps que nous mettons pour observer les faits. Même si notre mission est permanente dans son esprit, nous ne sommes pas présents physiquement tous les jours dans l'entreprise : nous auditions les comptes de manière annuelle. Dès lors que nous avons connaissance de changements, nous mettons en œuvre les procédures que j'ai évoquées. Cela peut arriver assez tard, car les conditions de loyer peuvent être renégociées dès l'entrée du fonds ou la cession, sans que nous en ayons connaissance puisque ces affaires sont traitées sous seing privé. Aussi pouvons-nous ne les découvrir qu'à l'occasion de notre venue annuelle pour certifier les comptes. Du fait de ce délai, les faits peuvent être constatés avec un peu de retard.

La procédure d'alerte a pour objet de faire relever la tête au dirigeant qui est noyé dans sa gestion du quotidien ou qui refuse d'accepter l'évidence – à savoir, que la situation menace grandement la continuité d'exploitation. Si nous relevons des indices qui laissent penser que cette continuité est compromise, nous entrons alors dans le processus décrit précédemment. Nous écrivons au dirigeant. Il a quinze jours pour répondre. Si la réponse nous satisfait, la procédure s'arrête. Si tel n'est pas le cas, nous demandons une convocation du conseil d'administration, qui dispose à nouveau de quinze jours pour répondre à nos questions. Enfin, si la réponse ne nous satisfait pas ou s'il ne répond pas, nous avons le droit de convoquer une assemblée générale pour exposer les faits.

Cette dernière reste néanmoins souveraine : nous l'alertons sur la base d'éléments objectifs qui nous semblent poser problème, en relevant que la direction générale ou le conseil d'administration n'a pas pris les mesures nécessaires ; mais si l'assemblée générale décide de passer outre, notre intervention s'achève.

Je souligne un point particulier de la procédure d'alerte : dès que nous prenons contact avec le dirigeant, ce que nous appelons la « phase zéro », nous disposons de la faculté d'informer le président du tribunal de commerce que nous avons des doutes. Nous sommes ensuite obligés de le faire dans le cas où la réponse du conseil d'administration n'est pas satisfaisante, libre à lui de prendre alors langue avec le dirigeant d'entreprise.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Premièrement : une procédure d'alerte peut-elle être enclenchée en cas de remontées excessives de *management fees* ou de frais de conseil ou bien si un endettement excessif est lié à un LBO ?

Deuxièmement : pouvez-vous fournir une estimation de la fréquence de ces procédures : dix par an, cent par an ?

Troisièmement : sachant que les pratiques que j'ai citées sont caractéristiques des fonds d'investissement, à quel moment les salariés sont-ils informés ?

M. Philippe Vincent. Le comité social et économique (CSE) est informé au même titre que le président du tribunal de commerce, normalement de manière simultanée. La loi a prévu que cette information intervienne suffisamment tôt, mais pas trop : il ne s'agit pas de faire peur, mais d'alerter au bon moment.

La procédure d'alerte peut s'arrêter à n'importe quel moment au cours de ses différentes phases. En outre, elle n'est, par définition, pas publique : nous ne disposons donc pas de données précises sur le nombre de procédures engagées, mais on sait qu'il y en a plusieurs milliers chaque année.

Nous réalisons une étude annuelle, au sein de la profession, sur les enjeux de pérennité des entreprises : on sait qu'à peu près 50 % des collègues qui répondent disent avoir engagé avec le chef d'entreprise des discussions sur la continuité d'exploitation. Elles peuvent même avoir lieu avant la phase zéro, lorsqu'on l'avertit qu'on va peut-être envoyer une lettre en recommandé avec accusé de réception à moins d'être éclairé auparavant sur des choses préoccupantes.

Je ne peux pas répondre à votre question sur le point de savoir si des procédures d'alerte ont été lancées dans des cas de LBO ou d'entrée de fonds au capital, car je ne dispose pas de ces données.

Un niveau élevé de *management fees* n'est pas un indice suffisant, en soi, si l'entreprise peut l'absorber et s'il ne menace pas directement la continuité d'exploitation. Il peut être perçu comme excessif, tout en restant légal s'il respecte un certain nombre de critères. Dans ce cas, le commissaire aux comptes ne pourra pas révéler des faits délictueux. Cependant, si cet élément fait partie d'un faisceau d'indices laissant penser que l'entreprise va au-devant de difficultés, on doit enclencher une procédure d'alerte.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je comprends qu'il peut y avoir des procédures d'alerte en cas de remontée massive de *management fees* ou de frais de conseil ou d'un endettement excessifs.

J'aimerais comprendre l'étape suivante. Si vous vous en tenez à dire qu'il faut discuter au sein du conseil d'administration du montant trop élevé de *management fees* exigés par un fonds d'investissement, ce dernier va continuer s'il s'y retrouve. Quel est le degré de pression ou l'étape supplémentaire qui pourrait lui faire craindre que le président du tribunal de commerce soit informé ?

M. Philippe Vincent. L'information du tribunal de commerce intervient heureusement assez tôt. C'est nous qui avons demandé au législateur la possibilité de prendre contact avec le président dès la phase zéro. Auparavant, nous n'avions pas le droit de le faire et, avant 2016, nous ne pouvions même pas le faire avant la phase deux. Ces évolutions sont récentes et bienvenues.

L'idée est de prendre langue avec le président du tribunal de commerce le plus rapidement possible, dès que nous nous forçons la conviction que l'entreprise est en danger et que les gens à qui nous avons affaire ne voudront pas nous écouter. C'est parfois une question de jours.

Au sein des compagnies régionales des commissaires aux comptes, nous entretenons un dialogue régulier avec les présidents des juridictions du ressort dans le but de continuer d'améliorer nos pratiques : sommes-nous allés assez vite ? Parmi les entreprises arrivées à la barre du tribunal, y en a-t-il auprès desquelles nous aurions dû intervenir plus tôt ?

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Qu'est-ce qui peut amener un fonds d'investissement à craindre l'information du président du tribunal de commerce ? En quoi celle-ci peut-elle le contraindre à faire évoluer ses pratiques ?

M. Philippe Vincent. Je ne suis pas sûr que cela les contraigne à changer leurs pratiques. Il faudrait que vous interrogiez les présidents de tribunaux de commerce au sujet des pouvoirs dont ils disposent pour infléchir les comportements des chefs d'entreprise, plus particulièrement ceux des dirigeants issus de fonds d'investissement. Notre propre pouvoir consiste à informer... et il s'arrête là.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Face à des pratiques mettant en cause la pérennité de l'entreprise, vous avez la possibilité de lancer une procédure d'alerte pouvant aller jusqu'à l'information du président du tribunal du commerce.

Face à des faits délictueux, la situation est différente : le procureur est saisi et l'on entre dans le cadre d'une procédure judiciaire.

À quel stade des *management fees* ou des frais de conseil excessifs peuvent-ils être considérés comme étant délictueux ? Cela est-il déjà arrivé ?

M. Philippe Vincent. N'ayant pas réalisé d'étude précise sur le nombre et la nature des cas traités, je ne dispose pas de statistiques sur le sujet.

J'oubliais un point essentiel : nous disposons tout de même d'un pouvoir de « sanction » lié à la nature de l'opinion que nous allons émettre. Si un fonds entre le 2 janvier au capital d'une société et décide de changer le niveau des *management fees*, cela ne conduira pas forcément à une procédure d'alerte un an après. Mais s'il a un doute, le commissaire aux comptes peut qualifier son opinion : il peut émettre des observations en soulignant que, sans que la situation soit catastrophique, l'évolution des conditions de financement interpelle ou modifie le profil de résultat. Il peut aussi émettre une réserve, voire refuser de certifier. Ce pouvoir, qui s'exerce de façon assez tardive, est la seule chose qui nous permet de « faire bouger » les dirigeants quels qu'ils soient, y compris les représentants de fonds de *private equity*. Si nous considérons qu'ils sont allés trop loin ou qu'une ligne du compte de résultat nécessite l'attention des lecteurs, nous pouvons jouer sur l'opinion.

Certains ne changent pas beaucoup leur façon de faire à la suite de ces observations ou qualifications, mais celles-ci permettent au lecteur d'être informé de certaines évolutions. Notre pouvoir s'arrête là.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Confirmez-vous que des remontées excessives de *management fees* ou de frais de conseil ont pu conduire un commissaire à émettre une information sur de potentielles pratiques délictueuses ?

M. Philippe Vincent. Je n'ai pas de cas à l'esprit, mais de telles situations sont possibles.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous dites pouvoir jouer sur l'opinion : laquelle ? Qui est au courant de vos alertes ?

M. Philippe Vincent. Notre opinion est publique par essence puisqu'elle est associée au rapport, lequel doit faire l'objet d'une publicité. Il est assez peu fréquent, aujourd'hui, que les sociétés soient réfractaires à la publication de leurs comptes et de l'opinion qui les accompagne.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quelle contrainte un refus de certifier les comptes fait-il peser sur le dirigeant d'entreprise ? Doit-il modifier ses pratiques pour obtenir la certification, par exemple en modérant ses exigences concernant les frais de conseil ?

M. Philippe Vincent. Il n'y a pas de contrainte directe : le dirigeant en tire les conséquences qu'il souhaite en tirer. C'est la raison pour laquelle le pouvoir du commissaire aux comptes s'arrête à l'émission de son rapport.

Les conséquences, ensuite, sont diffuses. Un rapport qualifié ou un refus de certifier posent souvent problème à la société pour lever ensuite de la dette, surtout si elle a fait du LBO. Dans presque tous les cas, les banques n'accordent des prêts

qu'à condition que les comptes soient arrêtés et certifiés sans réserve par un commissaire aux comptes. On les « tient » un petit peu par ce biais-là. C'est aussi compliqué pour la société d'aller voir ensuite ses clients et ses fournisseurs, c'est une question de confiance.

Je n'ai pas le pouvoir de dire à un dirigeant que s'il ne change pas sa pratique, il ira en prison ! Ce n'est pas comme ça que cela marche. Mais l'émission d'un rapport qualifié peut avoir des conséquences indirectes fâcheuses pour lui.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Une entreprise peut-elle rester sans comptes certifiés pendant un an ou deux ?

M. Philippe Vincent. Techniquement, c'est faisable. Si l'entreprise n'est pas endettée et pas soumise à des clauses particulières dans ses relations avec ses fournisseurs et ses clients, rien ne l'empêche – même si cela a des conséquences sur l'approbation des comptes en assemblée générale.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Votre éclairage est très précieux et me conduit à penser que nous devrions investiguer plus avant certains cas, comme celui de Lapeyre. Face à des pratiques qui mettent clairement l'entreprise en danger, nous nous interrogeons : à quel moment les commissaires aux comptes ont-ils pu intervenir et qu'ont-ils pu faire ?

M. Philippe Vincent. Dans ce cas de figure, l'intervention du commissaire aux comptes est assez tardive. Il n'a pas le droit d'émettre un avis sur les conditions de la cession, qui relèvent de la gestion et ne regardent que l'entreprise cédante. Le temps que le nouvel entrant mette en place un certain nombre de mécanismes de gestion, le commissaire peut n'en mesurer les conséquences que très tardivement, malheureusement. C'est la limite de notre exercice.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Si toute la trésorerie récupérée au moment de la cession d'une entreprise est presque entièrement dilapidée en frais de conseil et *management fees* et que tous les murs sont vendus, cela se voit tout de même très rapidement, n'est-ce pas ?

M. Philippe Vincent. Cela peut s'observer rapidement... ou pas. Il se peut que nous n'intervenions pas pendant neuf, dix ou douze mois, tout simplement parce que nous ne sommes pas au courant de telles actions. Lorsqu'un actionnaire décide de vendre les murs de l'ensemble de ses enseignes, il n'en fait pas forcément la publicité. Et en tant que commissaire aux comptes, je n'épluche pas tous les jours les revues notariales : si l'entreprise ne m'informe pas de l'évolution intervenue, je peux ne découvrir celle-ci qu'au moment de l'audit des comptes annuels, au bout d'un an. Entre-temps, il peut s'être passé beaucoup de choses sous seing privé.

Si, au moment de l'audit des comptes, je découvre des conditions de loyer à la limite de la fourchette (mais restant acceptables), je demande que l'on me présente le plan de trésorerie et que l'on m'explique, avec un plan de croissance, comment l'activité sera désormais rentabilisée. Dans ce cas, on me présente généralement un plan d'affaires (*business plan*) faisant état du développement d'activités dans tel ou tel domaine. Or ce document, lui aussi, est un élément de gestion : à moi de décider s'il me convainc et si je laisse une chance à l'entreprise.

Si celle-ci est étranglée, je suis censé entrer immédiatement dans le processus décrit auparavant. Mais si elle dispose encore de liquidités et que les perspectives de croissance semblent raisonnables, je peux lui laisser une année de plus pour faire ses preuves. Voilà le type de raisonnement que nous avons.

Il est toujours facile de réécrire l'histoire après coup, *a fortiori* lorsqu'elle tourne mal. Mais sur le moment, il y a parfois doute : il se peut qu'un choix n'ait pas été le bon, mais le commissaire aux comptes n'est pas obligé de tirer la sonnette d'alarme tout de suite. Cela explique qu'il puisse y avoir un peu d'inertie dans sa réaction et que l'on se demande parfois, avec du recul, pourquoi il n'a pas alerté plus vite.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je comprends mieux comment une entreprise comme TeamTex a pu être mise en danger de façon aussi manifeste : les choses se sont passées en six mois. J'imagine que, dans ce cas-là, vous ne pouvez rien faire.

M. Philippe Vincent. Si personne ne nous informe et que nous n'avons aucun indicateur, effectivement.

Nous nous efforçons d'être au fait de l'actualité de nos clients et, généralement, nous épluchons chaque jour l'ensemble des articles de presse et des publications les mentionnant. Mais la masse d'informations est telle que, si un dirigeant réalise des actes sous seing privé sans nous en informer, nous pouvons passer totalement à côté et ne les voir qu'au moment de l'audit annuel. En six mois, nous n'avons pas les moyens de réagir.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Si un commissaire aux comptes refuse de certifier les comptes d'une entreprise, un autre peut-il le remplacer ?

M. Philippe Vincent. La réponse est négative, pour plusieurs raisons. La première est liée à l'intangibilité de la durée de notre mandat, qui est de six ans, et à des conditions de démission drastiques : en pratique, nous ne pouvons quasiment pas démissionner, surtout pas pour un désaccord. C'est un gage de protection de notre mission d'intérêt général face à un dirigeant qui voudrait nous évincer parce que nous le gênons et cela vaut pour tous, y compris les fonds d'investissement.

Deuxièmement, notre code de déontologie est l'un des plus exigeants parmi les professions du droit ; nos collègues nous le disent très souvent. De surcroît, nous avons des normes d'exercice, élaborées par notre régulateur, qui ont force de loi.

Même si un dirigeant réussissait à changer de commissaire aux comptes, le second devrait appliquer les mêmes normes que le premier et, logiquement, aboutir aux mêmes conclusions. C'est souvent ce qui se passe en pratique : les cas manifestes de non-respect des réglementations, comptables ou autres, ne conduisent généralement pas à des opinions différentes. Depuis que le co-commissariat existe (il est obligatoire pour les sociétés émettant des comptes consolidés), je n'ai jamais vu des opinions divergentes être émises, même si cela est possible en droit.

Du fait de l'ensemble de ces éléments, il est pratiquement impossible que se produise le cas de figure que vous évoquez.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous dites que vous informez le CSE en même temps que le président du tribunal de commerce, possiblement dès la phase un. Le CSE lui-même peut-il vous saisir, par exemple s'il s'inquiète des pratiques d'un fonds d'investissement ?

M. Philippe Vincent. Le CSE peut nous inviter à nous présenter devant lui et nous pouvons répondre, dans la limite du possible, à un certain nombre de questions.

Mais nous ne sommes pas délivrés du secret professionnel devant lui : le fait que ce ne soit possible que devant des organes de justice constitue une protection pour la qualité de notre mission. Il n'y a pas plus de raison d'être délivré du secret professionnel devant un CSE que devant une banque, par exemple.

Le CSE peut néanmoins déclencher sa propre procédure d'alerte, indépendamment de celle du commissaire aux comptes, et exiger du dirigeant un certain nombre d'informations. Il peut aussi être accompagné par des experts comme Secafi.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous dites que les CSE peuvent vous inviter à répondre à des questions...

M. Philippe Vincent. Ils le font assez fréquemment. Nous ne sommes pas tenus de répondre à leur invitation mais, en pratique, nous le faisons et nous nous efforçons de répondre aux questions qui n'ont trait qu'à des informations à caractère public. Nous essayons d'aider mais, je le rappelle, nous ne sommes pas délivrés du secret professionnel devant le CSE.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie. De nombreuses précisions nous ont été apportées et nous avons été bien éclairés.

En plus du questionnaire très complet auquel vous répondrez, j'espère, dans les meilleurs délais, vous avez la possibilité de compléter nos échanges par les éléments d'information que vous jugerez nécessaire de nous apporter.

M. Philippe Vincent. Je vous confirme que nous répondrons par écrit à l'ensemble de vos questions.

*

* *

19. Audition de Mme Florence Tulier-Polge, présidente, M. François Legrand, vice-président, et M. Sébastien Velez, directeur général du Conseil national des administrateurs judiciaires et mandataires judiciaires (CNAJMJ) (26 mars 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous poursuivons nos travaux avec l'audition des représentants du Conseil national des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires (CNAJMJ).

Dans les procédures de redressement judiciaire, l'attention portée aux conditions de financement des entreprises en redressement est évidemment une question essentielle.

La recherche de solutions de financement parfois urgentes peut conduire à recourir, en dehors du système bancaire, à des fonds et à des sociétés d'investissement dont les modalités d'intervention sont très diverses et les choix stratégiques parfois vivement critiqués. Il revient aux administrateurs judiciaires de présenter les propositions de reprise, impliquant éventuellement la participation de fonds d'investissement. C'est pourquoi votre expérience est essentielle à la bonne compréhension des mécanismes qui retiennent l'attention de notre commission.

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

(Mme Florence Tulier-Polge, MM. Sébastien Velez et François Legrand prêtent serment.)

Mme Florence Tulier-Polge, présidente du Conseil national des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires. J'espère vous apporter des éclairages utiles depuis le positionnement institutionnel qui est celui du Conseil national. Cela étant, la mécanique propre à certains modes d'exploitation et de reprise d'entreprise devra sans doute faire l'objet d'échanges dédiés avec des praticiens spécialisés, plutôt qu'avec des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires (AJMJ).

Les AJMJ sont deux professions juridiques réglementées mais d'exercice libéral, sans charge ministérielle. Nous intervenons, pour l'essentiel, auprès d'entreprises en difficulté, le plus souvent sur mandat de justice et à titre exclusif, et exerçons des rôles bien distincts : les quelque 330 mandataires représentent l'intérêt collectif des créanciers dans les procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire et ils sont les représentants légaux de l'entreprise en liquidation judiciaire ; quant aux 170 administrateurs judiciaires, ils assistent les dirigeants d'entreprises en difficulté afin de relancer l'activité ou, le cas échéant, d'organiser leur cession totale ou partielle.

La distinction entre ces deux professions, instaurée par la loi du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises, dite loi « Badinter », est une spécificité française, destinée à assurer la défense d'intérêts non convergents : d'un côté, ceux des créanciers, et, de l'autre, ceux de l'entreprise. C'est la raison pour laquelle les deux fonctions sont exclusives l'une de l'autre : tant les examens d'accès à ces professions que leur statut législatif et réglementaire sont distincts. Les 270 études dans lesquelles nous exerçons emploient près de trois mille salariés au total.

Le Conseil national, établissement d'utilité publique créé par la loi en 1990, est investi de trois grandes missions. La première consiste à représenter les professionnels auprès des pouvoirs publics, tout particulièrement auprès des ministères de la justice et de l'économie.

La deuxième est d'organiser et de réguler la vie des deux professions. Il s'agit d'organiser les examens d'accès et la formation continue des professionnels,

d'effectuer un contrôle triennal de chaque étude et de transmettre des avis à la Commission nationale d'inscription et de discipline des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires (Cnid), seule dotée du pouvoir de sanction. Il appartient également au Conseil national, le cas échéant, de résoudre à l'amiable les conflits entre les professionnels par la médiation.

Enfin, sa troisième mission consiste à élaborer une plateforme de dématérialisation des procédures collectives. Ce chantier nous a été confié en 2023 par le ministère de la justice, afin de satisfaire aux dispositions d'une directive européenne de 2019 qui prévoit la mise en place, par tous les États membres, d'un tel outil. Nous conduisons actuellement ce travail en collaboration avec les services du ministère.,

Le Conseil national est composé de seize membres, huit administrateurs judiciaires et huit mandataires judiciaires, élus pour quatre ans. Sa présidence est exercée alternativement, pour une durée de deux ans par un administrateur judiciaire (c'est actuellement le cas) et par un mandataire judiciaire.

En tant qu'acteur institutionnel du monde du *restructuring*, le Conseil national a de nombreux partenaires, nationaux et internationaux. Sans que la liste soit exhaustive, on peut citer le Conseil national des greffiers des tribunaux de commerce, la Conférence générale des juges consulaires de France, l'Association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés (AGS), les syndicats de la profession, l'Association pour le retournement des entreprises (ARE), les différentes associations venant en aide aux entrepreneurs en difficulté, tant françaises comme Aide psychologique aux entrepreneurs en souffrance aiguë (Apesa), 60 000 rebonds ou Second Souffle, qu'étrangères comme *Verband Insolvenzverwalter und Sachwalter Deutschlands* (VID) ou Insol Europe.

J'en viens à quelques données chiffrées. Le Conseil national n'est pas le moins bien placé sur ce terrain, car nous avons créé, il y a une vingtaine d'années, un observatoire des données économiques qui publie des états mensuels, trimestriels et annuels sur les entreprises défaillantes, dont les pouvoirs publics, notamment le Parlement, sont destinataires.

Les données de l'observatoire proviennent directement des études des AJMJ. Elles couvrent à la fois les procédures collectives (sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires) et les procédures de prévention confidentielles que sont le mandat *ad hoc* et la conciliation. Ces informations offrent une vision exhaustive de la situation des entreprises en difficulté qu'aucune autre source n'est en mesure de fournir aux partenaires publics.

À ce stade, il peut être utile d'apporter quelques précisions sémantiques et juridiques. Les « procédures collectives », dont le fait générateur est l'état de cessation des paiements de l'entreprise, sont classées en trois catégories en fonction de la gravité de la situation : les procédures de sauvegarde, les procédures de redressement judiciaire et les procédures de liquidation judiciaire.

Cette architecture est propre au droit français et reflète une philosophie qui en est caractéristique : plutôt que de liquider systématiquement les entreprises

défaillantes, comme c'est davantage le cas dans les pays anglo-saxons, elle privilégie le maintien de l'activité économique et la préservation de l'emploi. Les entreprises en difficulté bénéficient ainsi d'un cadre juridique protecteur pour se restructurer avant d'envisager, en dernier recours, leur liquidation judiciaire (et donc leur disparition).

Les procédures collectives sont toujours ouvertes par une décision de justice, rendue soit par le tribunal de commerce pour les commerçants, les artisans et les sociétés commerciales, soit par le tribunal judiciaire pour les autres structures – par exemple, les associations, les sociétés civiles immobilières ou les professions libérales. Depuis le 1^{er} janvier 2025, douze tribunaux des activités économiques (TAE), qui rassemblent les compétences des tribunaux de commerce et des tribunaux judiciaires, font l'objet d'une expérimentation.

Outre les procédures collectives, il existe deux catégories de procédures amiables ou de prévention : le mandat *ad hoc* et la conciliation. Elles sont lancées par le chef d'entreprise avant l'état de cessation des paiements ou, pour la conciliation, dans les quarante-cinq jours qui le suivent. Elles sont soumises à l'autorité du président du tribunal, qui ouvre ces procédures et désigne un intervenant : soit un mandataire *ad hoc*, soit un conciliateur.

Ces procédures amiables, qui sont une invention française, permettent d'ouvrir des négociations entre le débiteur et ses créanciers (ou ses grands partenaires), avant la judiciarisation des relations ou pour y mettre un terme. Concrètement, elles permettent de trouver une solution gagnante pour chacune des parties. Leur objectif est d'assurer la poursuite de l'activité sans passer par une procédure de redressement judiciaire.

Pour ce qui concerne leur rémunération, les administrateurs et les mandataires judiciaires sont soumis à un tarif réglementé pour les procédures collectives de sauvegarde, de redressement et de liquidation. S'agissant des procédures amiables, leur rémunération s'effectue par le biais d'une convention d'honoraires négociée avec le dirigeant d'entreprise, qui sera contrôlée, à la fin de la procédure, par le président du tribunal concerné.

Nos professionnels traitent, en moyenne, cinquante mille à cinquante-cinq mille procédures collectives chaque année. Néanmoins, depuis quelques années, le volume de procédures s'est considérablement écarté de cette tendance. Lors de la crise de la covid-19 en 2020-2021 et du fait des aides versées aux entreprises, le nombre de procédures collectives a fortement chuté, pour s'établir à vingt-huit mille. À l'inverse, depuis 2023, on assiste à une augmentation très importante des défaillances, avec un pic jamais atteint en 2024 et encore dépassé en 2025 : on a ainsi dénombré 68 057 défaillances en 2025, soit une augmentation de 3,5 % par rapport à 2024. Parmi celles-ci, on compte quarante-cinq mille liquidations judiciaires directes, qui concernent des entreprises n'ayant pas fait l'objet d'un redressement judiciaire ou d'une procédure de sauvegarde, plus de vingt-et-un mille redressements et plus de mille cinq cents sauvegardes. Autre chiffre important : 95 % des structures défaillantes sont de très petites entreprises, qui emploient moins de dix salariés et réalisent moins de cinq millions d'euros de

chiffre d'affaires. Par ailleurs, l'âge moyen des entreprises concernées est d'environ dix ans.

Il ressort de l'analyse des données de l'observatoire pour 2025 que certains secteurs d'activité, parfois même certaines régions, ont été plus fortement frappés par l'augmentation des défaillances. Une hausse vertigineuse a ainsi été constatée en Aquitaine, dans le secteur viticole du Bordelais. On note également une augmentation très sensible dans le domaine de la santé, notamment parmi les cabinets d'infirmiers, les crèches et les centres de santé, lesquels s'étaient multipliés ces dernières années.

Notre bilan annuel s'accompagne désormais d'une analyse universitaire, fruit d'un partenariat entre le Conseil national et le Centre national de la recherche scientifique (CNRS), qui ont créé ensemble un centre d'analyse des données des défaillances d'entreprises. Une équipe d'universitaires élabore, à partir de ces chiffres, des analyses concernant certains secteurs ou certaines régions.

L'observatoire recueille également des données chiffrées sur le nombre d'emplois impactés par une procédure collective et qui sont donc menacés. L'objectif de ces procédures est de préserver le plus grand nombre d'emplois possible. En 2025, près de 203 000 emplois ont été concernés par une procédure collective, essentiellement dans les plus petites entreprises.

S'il est encore trop tôt pour se prononcer sur la tendance pour 2026, le nombre de défaillances est resté très élevé en janvier et en février et le contexte international n'est, malheureusement, pas propice à une amélioration de la situation.

Enfin, les professionnels cherchent à développer les procédures de prévention. Confidentielles et mises en œuvre avant l'état de cessation des paiements, elles affichent un taux de réussite d'environ 70 %. Alors qu'on dénombrait quatre mille à quatre mille cinq cents procédures de prévention chaque année avant 2018, leur nombre a fortement progressé, ce dont nous nous réjouissons, pour atteindre neuf mille cinq cents en 2025.

Vos questions écrites abordent, bien logiquement, la manière dont les AJMJ appréhendent l'intervention des fonds d'investissement dans la reprise ou la restructuration d'entreprises. Le Conseil national ne dispose d'aucune donnée chiffrée sur l'intervention des fonds dans les dossiers – et encore moins sur leur éventuel caractère « spéculatif » ou « prédateur ». En revanche, je peux vous indiquer que, sur les 68 057 entreprises concernées par des défaillances en 2025, 79 comptaient plus de deux cents salariés, taille susceptible d'intéresser des fonds d'investissement.

L'article L. 642-1 du code de commerce fixe les objectifs de la cession de l'entreprise, qui sont « *d'assurer le maintien d'activités susceptibles d'exploitation autonome, de tout ou partie des emplois qui y sont attachés et d'apurer le passif* », cet apurement consistant à désintéresser les créanciers. Lorsqu'un plan de cession est présenté, l'administrateur judiciaire livre dans son rapport une analyse comparative des offres et de la qualité des repreneurs. Il donne son avis sur le sérieux des offres présentées, afin que le tribunal puisse statuer en toute

connaissance de cause. La loi précise la liste des documents qui doivent être produits par les candidats. Ils permettent à l'administrateur d'établir son rapport et au tribunal de se prononcer sur les offres proposées.

Le mandataire judiciaire donne également son avis. Les syndicats et les organisations représentatives du personnel sont, de même, consultés, ont accès au rapport de l'administrateur et peuvent formuler leur avis. Mais, au bout du compte, c'est le tribunal qui statue seul sur ces offres, soit en choisissant celle qui lui paraît la plus sérieuse, soit en les rejetant si elles ne lui paraissent pas remplir les trois critères fixés à l'article L. 642-1 du code de commerce. Par exemple, l'offre d'un candidat dont le seul facteur de retournement reposerait sur la vente de l'actif immobilier de l'entreprise cible, afin de dégager la trésorerie nécessaire à la poursuite de l'activité, ne recevrait pas un avis favorable de l'administrateur et du mandataire judiciaires et serait rejetée par le tribunal, car elle ne répondrait pas aux critères fixés par la loi.

Pour ce qui concerne la durée de sa mission, l'administrateur judiciaire intervient jusqu'à la signature de l'acte de cession, conformément à la loi. Une fois qu'il a présenté le dossier comportant les offres et que la décision du tribunal a été rendue, il doit signer les actes de cession conformes au jugement du tribunal avec le cessionnaire retenu. Sa mission prend fin à ce moment-là. Par conséquent, il ne lui appartient pas de vérifier que les éventuels engagements pris sont respectés après la signature.

Les fonds de retournement ne détiennent pas d'avantage comparatif sur les autres repreneurs potentiels dans le cadre d'une procédure amiable. En effet, le rôle, dans la prévention, du mandataire *ad hoc* ou du conciliateur, sous le contrôle du président du tribunal, est d'assurer la transparence des informations et l'équité entre les éventuels candidats repreneurs (ou entre les créanciers lorsqu'il s'agit de restructurer des dettes). Cela permet de garantir que les propositions sont faites dans un cadre totalement sécurisé. Le mandataire *ad hoc* ou le conciliateur assure ainsi l'équilibre des rapports de force dans la négociation entre des partenaires qui ont des intérêts plus sectorisés.

Sur le terrain du droit, nous sensibilisons les professionnels à la réglementation applicable aux investissements étrangers en France. Très attentifs à ce sujet, nous organisons d'ailleurs, le 16 avril prochain, un *webinaire* avec la direction générale du Trésor et les différents professionnels : les échanges porteront sur l'évolution de la réglementation et sur les pratiques à adopter dans le cadre de nos missions.

Je précise que les AJMJ, en tant que professionnels réglementés, sont assujettis aux obligations de déclaration auprès de Tracfin, au titre de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. Nous nous acquittons collectivement de cette obligation avec une rigueur reconnue, entre autres, par Tracfin.

S'agissant de nos conditions d'intervention et de nos éventuelles relations avec les fonds d'investissement, il faut d'abord rappeler que nous sommes des professionnels indépendants. C'est d'ailleurs ce qui fait l'originalité de nos

professions par rapport aux autres législations européennes et extra-européennes et ce qui fonde le monopole d'intervention que la loi et le règlement nous confèrent.

Dans un dossier donné, les AJMJ ne peuvent être « du côté » de quiconque, notamment parce que leur rémunération ne provient d'aucune partie prenante extérieure, mais des fonds de l'entreprise en difficulté. À cet égard, notre situation est totalement différente – ce qui est, à mon sens, préférable – de celle des professionnels de l'insolvabilité d'autres pays, notamment anglo-saxons, qui sont désignés et rémunérés par les créanciers, dont ils défendent *de facto* les intérêts.

Nos règles professionnelles nous interdisent, évidemment et heureusement, de détenir des intérêts dans les entreprises dont nous avons la charge et, plus généralement, dans toute entreprise commerciale.

Enfin, il n'existe aucune forme de passerelle entre nos professions et les fonds d'investissement. Si un ancien professionnel souhaite rejoindre un fonds d'investissement, il est libre de le faire à condition qu'il ne figure plus sur la liste AJMJ. À ma connaissance, aucun professionnel n'a sollicité son retrait de cette liste pour travailler dans un fonds d'investissement.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour cet exposé liminaire. Ma première série de questions concerne les motivations des fonds d'investissement. Peut-on établir les critères qui les amènent à s'intéresser à des entreprises en difficulté ? Est-ce le caractère potentiellement stratégique de l'activité, l'origine des difficultés financières rencontrées par l'entreprise ou encore la consistance de l'actif subsistant ?

Mme Florence Tulier-Polge. Le Conseil national ne dispose pas de données précises sur ce sujet. Les critères qui déterminent l'intérêt des fonds d'investissement pour les entreprises varient considérablement selon les dossiers et les caractéristiques propres à chacune. Il ne m'est donc pas possible, du point de vue du Conseil national, d'apporter une réponse plus étayée à votre question.

M. le président Emmanuel Mandon. Comment concevez-vous le rôle de filtre qui vous est dévolu dans l'examen des offres concurrentes ? Comment évaluez-vous la consistance et le sérieux des garanties qui vous sont présentées par les fonds d'investissement, notamment en ce qui concerne la sauvegarde de l'emploi ? Dans cette perspective, les opérations de retournement ou de rachat avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO) sont souvent perçues comme allant à l'encontre du but recherché. Pouvez-vous nous donner votre opinion sur ce sujet ?

Mme Florence Tulier-Polge. Nous n'effectuons aucune différence de traitement parmi les propositions qui nous sont soumises, notamment dans le cadre des plans de cession, entre celles qui émanent de fonds d'investissement et celles qui proviennent de tout autre type de repreneur. Nous appliquons strictement les critères légaux, quel que soit le profil du candidat.

Vous m'interrogez également sur les rachats avec effet de levier, qui iraient à l'encontre du but recherché.

Lorsqu'une entreprise fait l'objet d'un redressement judiciaire ou d'une procédure de sauvegarde, nous analysons les causes de ses difficultés. Cette analyse

fait l'objet d'un rapport, le bilan économique, social et environnemental, qui est transmis au tribunal dans des délais relativement rapides : il comprend des informations sur l'origine des difficultés et porte un premier diagnostic sur la situation de l'entreprise. Si nous observons que ces difficultés sont liées à des éléments particuliers, nous en informons naturellement les juges. Il peut s'agir, le cas échéant, d'un LBO antérieur, mais ce sujet ne fait pas l'objet de recherches spécifiques de notre part : il relève de notre mission générale.

Dans mon activité d'administrateur judiciaire, je n'ai pas d'exemple en mémoire où un LBO aurait été proposé dans le cadre d'un plan de cession.

M. François Legrand, vice-président du Conseil national des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires. S'il est vrai que l'administrateur judiciaire n'intervient pas auprès du cessionnaire après la reprise, le tribunal peut néanmoins instaurer des garde-fous pour l'avenir. Le code de commerce permet notamment d'imposer des clauses d'inaliénabilité : on peut interdire à un repreneur, qui peut être un fonds, de céder les actifs qu'il a acquis pendant un délai déterminé ; il doit alors s'engager à les conserver. De même, une juridiction peut exiger le maintien de l'emploi pour une durée définie. Ces obligations, qui font l'objet de débats en audience devant les juridictions, figurent ensuite dans le jugement et doivent être respectées. C'est uniquement par ce biais que le tribunal peut intervenir pour l'avenir.

J'en viens à votre question sur l'intérêt des LBO pour les entreprises en difficulté. En pratique, nous rencontrons souvent ce cas de figure pour des structures de type start-up, qui ont massivement investi en recherche et développement mais n'ont plus de *cash* pour développer leurs projets : leur fonctionnement est donc arrêté par manque de liquidités. La reprise, par un fonds, d'un projet dans lequel des capitaux importants ont déjà été engagés présente alors un réel intérêt.

Ces fonds interviennent également dans la restructuration d'entreprises de plus grande envergure, mais, sur le terrain, on remarque qu'ils se positionnent moins fréquemment sur des sociétés matures.

M. le président Emmanuel Mandon. Je voudrais revenir sur les cas où vous avez connaissance d'irrégularités dans la gestion d'une entreprise, lorsqu'un fonds d'investissement intervient. Quelles sont vos obligations légales d'alerte ou de dénonciation auprès des autorités judiciaires ? Avez-vous déjà été personnellement confrontés à ce type de situation ? Estimez-vous que la législation, sur ce point, pourrait être améliorée ?

Mme Florence Tulier-Polge. Les administrateurs et les mandataires judiciaires ont l'obligation de dénoncer au parquet les éventuelles irrégularités constatées dans les dossiers. Nous sommes également tenus d'effectuer une déclaration de soupçon auprès de Tracfin si nous détectons des irrégularités. Cette détection repose sur le diagnostic que nous réalisons dès que l'entreprise nous est confiée : c'est l'administrateur judiciaire qui s'en charge. Quant au mandataire judiciaire, il reçoit également le débiteur et sollicite un certain nombre de documents qu'il est, comme nous, en droit d'obtenir.

Selon leur gravité, les irrégularités peuvent donner lieu à des poursuites par le parquet, mais aussi, au cours de la procédure, à des demandes de sanctions par le mandataire judiciaire. Je rappelle que l'administrateur judiciaire n'a pas le pouvoir de solliciter des sanctions, mais que le mandataire peut le faire. En fonction des fautes constatées, ce dernier peut requérir des mesures d'interdiction de gérer, voire demander que les dirigeants fautifs remboursent une partie de la dette de l'entreprise.

Une évolution de la législation n'a pas fait l'objet d'un débat au sein du Conseil national et nous n'avons pas été interrogés par notre autorité de tutelle sur ce point. C'est toutefois une question qui nous préoccupe : j'ai récemment assisté à une conférence sur le sujet des sanctions, réunissant d'éminents juristes et magistrats, et les échanges ont essentiellement porté sur la notion de sanction et la manière de traiter ces décisions devant une cour d'appel. Ce sujet pourrait effectivement être analysé par le Conseil national : ce n'est pas encore inscrit à notre calendrier, mais c'est une piste que nous pourrions suivre.

M. le président Emmanuel Mandon. J'en viens au rôle des liquidateurs. Dans l'exercice de vos fonctions de mandataire judiciaire, vous êtes amenés à évaluer les modalités d'intervention des fonds d'investissement dans les entreprises mises en liquidation. Cette évaluation fait-elle l'objet de réflexions au sein de vos instances professionnelles ? Par ailleurs, eu égard aux missions de protection de l'emploi et des créanciers que la loi vous confère, estimez-vous nécessaire de faire évoluer la législation ?

M. François Legrand. Le liquidateur judiciaire intervient au moment où il faut arrêter l'activité. Notre mission, à ce stade, suit plusieurs axes.

Il s'agit, dans un premier temps, d'accompagner les personnes qui composent l'entreprise, en procédant au licenciement du personnel ou, si possible, en favorisant une reprise. Il faut ainsi rappeler que la plupart des reprises dans les dossiers importants (ceux qui intéressent les fonds d'investissement) se font dans le cadre d'un redressement judiciaire plutôt que celui d'une liquidation judiciaire, même si les textes permettent également la cession dans ce second cas. Lorsqu'une telle option est envisagée, il s'agit d'une liquidation avec poursuite d'activité, dans laquelle l'administrateur judiciaire a également un rôle à jouer. Le mandataire judiciaire accompagne donc les salariés pour qu'ils perçoivent les sommes auxquelles ils ont droit et les aide dans leur retour à l'emploi.

Ensuite, notre objectif est de réaliser au mieux les actifs de l'entreprise, d'une part pour les réinjecter dans l'économie, d'autre part pour permettre le règlement des créanciers dans les meilleures conditions.

Vous nous interrogez sur les relations que nous pouvons entretenir avec les fonds d'investissement dans le cadre liquidatif. Il est très rare qu'ils se positionnent comme cessionnaires d'une entreprise en liquidation judiciaire : pour ma part, c'est une situation que je n'ai jamais rencontrée. En revanche, il arrive assez fréquemment que ces fonds soient actionnaires des entités dont nous sommes les liquidateurs. Dans ce cas, ils interviennent en qualité de créanciers dans le cadre de la procédure.

Je souhaite par ailleurs revenir sur les sanctions, qui relèvent également du rôle du liquidateur. Comme la présidente a pu vous l'indiquer, les textes actuels nous offrent deux possibilités : les sanctions personnelles et les sanctions pécuniaires.

Les sanctions personnelles sont l'interdiction de gérer et la faillite personnelle. Cette dernière, qui emporte l'interdiction de gérer, peut se doubler d'une interdiction de se présenter à certaines élections. L'objectif est d'écarter de l'économie, pour un temps donné, un dirigeant jugé inapte à la gestion d'une entreprise.

Viennent ensuite les sanctions pécuniaires, qui visent à condamner le maître de l'affaire à contribuer au passif. C'est ce qu'on appelle l'« action en responsabilité pour insuffisance d'actif » : des fautes de gestion ayant été commises dans le cadre de l'exploitation de l'entité, le dirigeant est condamné à payer.

S'agissant plus spécifiquement des fonds d'investissement, le code de commerce prévoit une autre procédure qui n'est pas une sanction, mais une « action en extension ». Le liquidateur d'une entreprise peut solliciter l'extension de la liquidation judiciaire à une autre entité *in bonis* – par exemple, une société holding. Pour ce faire, il doit démontrer l'existence de flux financiers anormaux entre les deux entités, par exemple entre une holding et une société fille. 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 qualifier l'anormalité, nous devons démontrer un abus, voire un intérêt personnel. Il s'agit donc d'un cadre assez complexe et restrictif.

Par ailleurs, le mouvement de dépénalisation du droit des affaires qui a cours depuis plusieurs années a retiré aux mandataires certaines armes juridiques pour poursuivre les maîtres de l'affaire ayant commis des faits jugés répréhensibles. La seule initiative à notre disposition est l'action en responsabilité pour insuffisance d'actif. Pour le reste, les actions pénales relèvent du procureur de la République.

En matière de procédures collectives, il existe une action spécifique : la banqueroute. Elle permet de qualifier pénalement des faits commis après la date de cessation des paiements. Dans ce cas également, nous ne pouvons pas être à l'initiative de l'action : elle relève du parquet.

Nous pouvons également nous appuyer sur les actions de droit commun que vous connaissez, en particulier, pour le sujet qui nous concerne, l'abus de biens sociaux. Si la jurisprudence en a une appréciation assez large, il faut néanmoins parvenir à démontrer l'abus ou l'intérêt personnel, ce qui n'est jamais évident.

Enfin, s'agissant des fonds d'investissement, nous sommes souvent confrontés à des entités qui disposent de capitaux étrangers. Il est alors particulièrement difficile de poursuivre certaines d'entre elles dans certains États.

Mme Florence Tulier-Polge. Lorsqu'une entreprise en sauvegarde ou en redressement judiciaire fait partie d'un groupe, qu'elle soit détenue par une holding ou par un ou plusieurs fonds d'investissement, nous disposons de moyens

d'investigation. Dès le début de la procédure, nous lançons des recherches sur le groupe afin d'en identifier toutes les composantes. Nous demandons au dirigeant des informations très précises sur son actionnariat pour pouvoir analyser la situation de l'entreprise et, bien sûr, rechercher tout élément permettant d'éclairer l'origine de ses difficultés.

En tant qu'administrateurs ou mandataires judiciaires, nous pouvons solliciter des moyens d'investigation accrus en demandant au tribunal de désigner un expert chargé de déterminer l'origine des difficultés et d'effectuer des recherches si nous détectons, dans les documents et l'historique qui nous sont transmis, des points peu clairs, insuffisamment explicités ou ne correspondant pas à ce qui apparaît dans la comptabilité. Pour des entreprises d'une certaine taille, nous ne nous en privons pas si c'est nécessaire. Cela peut permettre, dès le début de la procédure, d'être un peu plus au clair sur ce qui a pu se passer. Comme l'a dit mon confrère, certaines situations peuvent être extrêmement complexes : détention de capital en « feuilleté », le cas échéant par des entreprises étrangères, etc.

Pour ce qui concerne les repreneurs, nous ne pouvons pas enquêter trop largement, parce que les délais sont souvent relativement courts : l'entreprise est en effet dans une situation si dégradée que chaque jour qui passe l'aggrave. Nous avons moins de moyens d'investigation au sujet des repreneurs étrangers, mais nous pouvons demander énormément de documents. Les tribunaux de commerce sont extrêmement rigoureux quant aux informations qui doivent être apportées par les repreneurs. Lorsque le juge-commissaire estime que les informations fournies ne sont pas suffisantes, il peut organiser une pré-audition, une sorte d'enquête, pour obtenir des précisions de la part des candidats.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je reviens à l'objet de nos travaux, les fonds d'investissement ayant des pratiques de prédation qui mettent en danger la pérennité d'entreprises. Nous nous intéressons plus particulièrement à trois types de fonds : ceux qui pratiquent des LBO reposant sur un endettement excessif, remboursé en puisant dans les ressources mêmes de l'entreprise ; les fonds de retournement comme Mutares ou Greybull ; certains fonds spécifiques, que je ne sais pas classer et qui peuvent utiliser des obligations convertibles en actions avec bons de souscription d'actions (Ocabsa), comme Alpha Blue Ocean – un fonds connu pour avoir investi dans Europlasma, lié à un grand nombre d'entreprises de l'armement.

Parmi ces trois types de fonds d'investissement, un bon nombre développe des pratiques de prédation. Nous constatons des exemples récurrents de telles pratiques depuis au moins trente ans, qui expliquent les difficultés que rencontrent actuellement certaines entreprises et les faillites que d'autres ont subies (comme NovAsco, qui est un cas typique). Nous nous interrogeons donc sur la justice commerciale et l'encadrement des opérations au moment de la cession et au-delà.

Si je comprends bien, vous ne pouvez pas vérifier que le fonds respecte ses engagements une fois qu'il a repris l'entreprise. Qui peut procéder à ces vérifications et prononcer des sanctions ? Je pense évidemment à Greybull et à la

faillite de NovAsco : avant d'en arriver à cette extrémité, qui aurait pu sanctionner l'absence de mise en œuvre des engagements du fonds ?

Par ailleurs, les engagements initiaux peuvent-ils inclure la rémunération des dirigeants, les frais de conseil et les *management fees*, que le fonds Mutares a pour habitude de facturer de façon excessive ?

S'agissant plus particulièrement des fonds de retournement comme Mutares (ou même des fonds d'investissement qui pratiquent des LBO excessifs), vous arrive-t-il d'identifier à l'avance des comportements prédateurs suspects ? Si oui, lesquels et sur la base de quels indices ? Quand Mutares a repris Lapeyre, par exemple, ses pratiques étaient déjà connues. Il avait déjà mis en danger un certain nombre d'entreprises, notamment en Allemagne, et des poursuites avaient même eu lieu. Comment la reprise de Lapeyre par Mutares a-t-elle pu faire l'objet d'un avis positif ? Qu'il s'agisse de Lapeyre et TeamTex (pour Mutares) ou de NovAsco (pour Greybull), ce qui s'est passé était-il évitable ? Vos prérogatives, en tant que mandataires et administrateurs judiciaires, auraient-elles pu vous permettre de l'empêcher ?

Enfin, vous avez parlé d'un « mouvement de dépenalisation ». À quand remonte-t-il et quelles décisions l'ont favorisé ? Quels leviers avez-vous perdus en conséquence ?

M. François Legrand. Sous la présidence de M. Nicolas Sarkozy a eu lieu un mouvement de dépenalisation du droit des affaires, qui n'a d'ailleurs pas touché que les procédures collectives. La possibilité de solliciter l'extension de la liquidation judiciaire à une autre entité *in bonis* pour confusion de patrimoines a été maintenue. En revanche, l'extension pour certaines fautes a été supprimée du code de commerce, alors qu'elle nous permettait d'aller chercher un patrimoine – dans l'intérêt des créanciers que nous représentons, mais également de l'entreprise, pour la sauvegarder – auprès d'une entité qui avait profité d'elle par le biais de fautes. D'autres modifications encore ont concerné le droit général des affaires.

Mme Florence Tulier-Polge. Je reviens sur la vérification des engagements des repreneurs. Quand des offres sont présentées dans le cadre d'un plan de cession, un certain nombre de garanties sont demandées aux repreneurs quant à la viabilité de leur projet et, surtout, quant au maintien de l'activité à plus ou moins long terme. C'est évidemment une des conditions du plan et de la viabilité de l'offre. Tout comme l'administrateur judiciaire, le tribunal doit vérifier, avant de prendre sa décision, que les offres permettront à l'entreprise de poursuivre son activité à moyen terme et de maintenir l'emploi.

Les engagements pris sont divers, ils dépendent de chaque dossier : ces engagements sont adaptés en fonction de l'entreprise, de la qualité du repreneur, qui n'est pas nécessairement un fonds d'investissement, et de celle du projet qu'il présente.

Il est rare de voir des engagements sur le très long terme : dans le monde et le contexte économique actuels, il est difficile, pour n'importe quel candidat, de prendre des engagements sur une durée longue. Les engagements peuvent être de

maintenir le personnel pendant deux, trois ou quatre ans, d'apporter des fonds ou d'investir. Nous demandons des garanties au candidat repreneur : il doit démontrer qu'il a des moyens disponibles et qu'il ne fait pas une promesse « en l'air » pour enjoliver son offre.

Ces engagements sont principalement vérifiés par le mandataire judiciaire, en tant que mandataire liquidateur. Quand un plan de cession est approuvé, le tribunal prononce en effet la liquidation judiciaire de l'entreprise pour permettre au mandataire judiciaire, qui devient le liquidateur, de terminer la procédure : il recouvre le prix de cession et le distribue aux créanciers selon leur rang ; il recouvre en outre tous les actifs, certains pouvant ne pas figurer dans l'offre de reprise, afin de désintéresser les créanciers. En revanche, le mandataire judiciaire, qui reste en place, n'a pas pour mission de vérifier que les engagements pris dans le cadre du plan de reprise sont tenus : ce n'est pas prévu. On pourrait imaginer qu'il y procède le temps que dure sa mission, mais cela paraît difficile en pratique. En effet, l'objectif est que la procédure de liquidation judiciaire soit la plus courte possible, pour que les créanciers puissent être désintéressés rapidement et que les actifs puissent être réintroduits dans l'économie. Un des critères de réussite de ces procédures est donc qu'elles soient rapides et il est difficile d'imaginer que la mission du mandataire dure plusieurs années après l'approbation du plan, pour vérifier d'éventuels engagements du repreneur.

La réponse à votre question est donc négative : il n'y a pas de mécanisme de vérification des engagements au-delà de la durée de désignation de l'administrateur judiciaire, dont la mission se termine avec les actes de cession, et de celle du mandataire judiciaire, qui reste en fonction jusqu'à ce que l'actif soit entièrement recouvré et distribué aux créanciers.

M. François Legrand. Le tribunal peut prononcer l'inaliénabilité de certains biens (un immeuble, des matériels, un fonds de commerce, etc.) et le mandataire inscrit alors cette inaliénabilité sur les registres pertinents : celui du greffe du tribunal de commerce s'il s'agit d'un fonds de commerce (ou d'une branche d'activité), celui du service de la publicité foncière s'il s'agit d'un immeuble. En conséquence, une cession ne pourrait pas être publiée et elle ne pourrait donc pas avoir lieu. C'est un moyen de vérifier que l'engagement est tenu.

En revanche, il n'y a pas de moyens similaires et coercitifs pour d'autres engagements, comme celui de ne pas procéder à des licenciements pendant une certaine durée. Il n'existe pas de dispositif de publicité pour rendre une telle mesure opposable aux tiers.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Si je comprends bien, on peut demander des engagements, mais on n'a pas les moyens de vérifier qu'ils sont tenus ni de sanctionner leur absence de mise en œuvre – ou, en tout cas, cela dépend des engagements.

Dans l'affaire Mutares-Lapeyre, madame Hélène Bourbouloux était administratrice, puis elle est devenue contrôleuse de la fiducie. Est-ce exact ?

M. François Legrand. Je n'ai pas connaissance du dossier. Néanmoins, elle n'a pas pu devenir contrôleuse : ce sont les créanciers qui peuvent demander au tribunal d'être désignés contrôleurs, ce qui leur donne accès à certaines informations. Le contrôleur est également convoqué aux différentes audiences. Je ne peux en dire davantage.

Mme Florence Tulier-Polge. Le Conseil national n'a pas connaissance des dossiers, pas plus que les lecteurs de la presse. Notre institution n'est pas directement impliquée dans les dossiers suivis par les différents professionnels.

Vous avez cité des fonds comme Mutares : le Conseil national n'a aucune relation avec eux, il n'a rien à voir avec ces fonds. S'agissant de leur caractère prédateur ou non, nous n'avons pas d'opinion, ce n'est pas le rôle de notre institution d'avoir de telles opinions sur des investisseurs ou d'autres acteurs.

Vous avez demandé si nous pouvions identifier à l'avance le caractère « prédateur » d'un candidat. Individuellement, quand nous sommes chargés du dossier d'une entreprise, l'appréciation de la qualité des candidats fait évidemment partie de notre mission. Si nous constatons que l'un d'eux, un fonds ou tout autre type d'entreprise, a déjà été impliqué dans des procédures, nous en informons le tribunal et exerçons une vigilance particulière à son égard – le tribunal aussi. L'offre doit détailler tous les éléments permettant d'apprécier si elle est sérieuse ou non et la « personnalité » du candidat a évidemment un impact sur les avis de l'administrateur et du mandataire judiciaires, ainsi que sur la décision du tribunal.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pouvez-vous me réexpliquer très concrètement comment les engagements sont définis et comment leur mise en œuvre peut ensuite être vérifiée, voire faire l'objet de sanctions ? Une fois que le tribunal de commerce s'est prononcé en faveur d'un repreneur, quel moyen a-t-il – ou par qui passe-t-il – pour vérifier qu'il tient ses engagements... ou le sanctionner, s'il ne les tient pas ?

Mme Florence Tulier-Polge. Les engagements, même s'ils sont essentiellement financiers, dépendent de chaque cas. Il est donc très difficile de vous répondre : cela dépend du dossier. Une entreprise peut, par exemple, avoir un important besoin de trésorerie pour se redresser. Fort de cette analyse et après avoir évalué le besoin de financement pour les trois années à venir, le repreneur s'engage, dans son offre, à débloquer la trésorerie suffisante, soit par un apport de fonds qu'il détient, soit par du crédit bancaire. Ce n'est pas le tribunal qui lui impose cet engagement. En revanche, il est demandé au repreneur de démontrer qu'il détient bien ces moyens.

Si un repreneur indique qu'il fera face aux besoins de trésorerie par des crédits de court terme de 500 000 euros, il doit fournir une attestation de sa banque dans laquelle elle s'engage à lui accorder cette facilité de caisse pendant un, deux ou trois ans. Ces documents doivent impérativement être annexés à l'offre. Si un repreneur s'engage à apporter 1 million d'euros, mais ne dit pas comment il y pourvoira et qu'il ne peut pas apporter de garantie par des attestations bancaires, il est évident que son offre n'apparaîtra pas sérieuse et le tribunal la rejettera très probablement.

Les engagements dépendant des dossiers, ils sont liés au profil de l'entreprise, aux difficultés qu'elle rencontre et à ses besoins. Il est donc très difficile de répondre de manière générale, mais il est certain que les engagements doivent être définis, couverts et garantis dans l'offre.

Il n'existe pas, actuellement, de moyen de vérifier que le banquier qui s'était engagé à accorder des crédits de court terme tient ses propres engagements – étant rappelé que la plupart des engagements contenus dans les offres sont de nature financière.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Supposons que le repreneur s'engage à maintenir l'emploi pendant un, deux ou trois ans. Le tribunal de commerce a-t-il les moyens de vérifier que cet engagement est respecté et, le cas échéant, de sanctionner le repreneur ?

M. François Legrand. Oui. L'article L. 642-11 du code de commerce indique ainsi que « *le cessionnaire rend compte au liquidateur de l'application des dispositions prévues par le plan de cession. Si le cessionnaire n'exécute pas ses engagements, le tribunal peut, à la demande du ministère public d'une part, du liquidateur, d'un créancier, de tout intéressé ou d'office, après avoir recueilli l'avis du ministère public, d'autre part, prononcer la résolution du plan sans préjudice de dommages et intérêts.* » C'est une sanction.

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, mais, je le répète, le cessionnaire doit rendre compte au liquidateur et les différents organes de la procédure ont les moyens de saisir le tribunal pour qu'il prononce la résolution du plan si les engagements n'ont pas été tenus.

M. le président Emmanuel Mandon. Peut-on vous demander quelques éléments de synthèse sur les difficultés de votre mission ? Pouvez-vous également nous dire, dans un propos ramassé et conclusif, quelle est votre appréciation de l'état du droit ?

Mme Florence Tulier-Polge. Chaque entreprise en difficulté est unique, elle a des difficultés et une histoire particulières. C'est ce qui fait l'intérêt de notre métier : chaque nouveau dossier, que nous n'avons pas choisi et que nous n'attendions pas, est une surprise – une nouvelle affaire, une nouvelle expérience, de nouvelles hypothèses et de nouvelles relations avec un dirigeant, des actionnaires et des candidats à une reprise.

En tant qu'institution, nous sommes très sensibles aux questions du contrôle, de la vérification et de l'exhaustivité des informations que les confrères doivent recueillir auprès des différents repreneurs lors de la présentation d'un plan de cession. Ce point est vérifié lors du contrôle triennal des études qui est organisé par la profession. Nous vérifions la façon dont les plans de cession sont préparés, l'exhaustivité des documents rassemblés ainsi que la qualité des avis et des commentaires adressés au tribunal. Nous sommes également très vigilants quant à

l'obligation de déclarer des soupçons s'il y a le moindre doute sur la qualité des repreneurs, voire sur leur caractère prédateur. Je pense que la plupart des professionnels y sont très sensibles.

M. François Legrand. L'organisation de notre profession, dont nous avons rappelé les bases, vise à assurer notre indépendance totale et l'absence de conflits d'intérêts. Ces règles sont strictement respectées par les professionnels et le Conseil national y veille grandement.

La spécificité de notre métier est que nous sommes des mandataires des juridictions. Il est important de le souligner, car il transparaît de vos questions écrites que vous pourriez avoir des interrogations sur l'indépendance des professionnels que nous sommes. Sachez que notre Conseil national est là pour s'assurer, auprès de tous, de cette indépendance. Ceux qui ne la respectent pas sont susceptibles d'être traduits devant une commission disciplinaire, composée de membres totalement indépendants (Cnid).

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie de vous être prêtés à cet exercice, ainsi que pour les réponses que vous nous avez apportées.

L'économie doit reposer, autant que faire se peut, sur l'idée de confiance et je suis persuadé que vous y contribuez grandement.

Vous pourrez compléter nos échanges en répondant aux questions écrites qui vous ont été adressées et nous envoyer tous les documents que vous jugeriez utiles.

*

* *

20. Audition de M. Dominik Zwerger, associé, fondateur de Prudentia Capital (26 mars 2026)

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

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

Je vous rappelle que l'article 6 de l'ordonnance du 17 novembre 1958 relative au fonctionnement des assemblées parlementaires, impose aux personnes

auditionnées par une commission d'enquête de prêter serment de dire la vérité, toute la vérité, rien que la vérité.

(M. Dominik Zwerger prête serment.)

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

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

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

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

Nous avons structuré et revendu une société qui s'appelle Synergy Cad, leader français dans le domaine des semi-conducteurs, qui s'appuie sur deux

cents emplois de haute technologie et qui se situe à Carros, à quinze minutes de l'aéroport de Nice. Ce groupe a également été définitivement sauvé.

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

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

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

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

Cela n'a donc rien de spéculatif.

S'agissant du marché des apports de fonds propres aux PME et aux ETI en général, la France bénéficie de l'écosystème le plus développé d'Europe pour le financement des entreprises en bonne santé. Nous pouvons nous féliciter de cette vraie réussite, produit de la volonté des gouvernements successifs et de celle de BPIFrance de soutenir le capital-investissement. Vingt ans ont été nécessaires pour atteindre ce résultat. Actuellement, France Invest représente 470 sociétés de gestion situées en France : elles font du capital-innovation, du capital-développement, du capital-transmission et de l'infrastructure. Je copréside la commission Situations

complexes de France Invest, qui compte une petite dizaine de membres, soit moins de 2 % des sociétés de gestion en France. Comme l’a rappelé la présidente de France Invest, les fonds pour aider les entreprises en difficulté sont très peu présents : nous représentons moins de 0,2 % des montants investis et 0,5 % des entreprises accompagnées.

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

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

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

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

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

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

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

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

J'ai la conviction que cela ne prendrait pas dix ans de réindustrialiser la France, mais il faut faire des choix. Nous avons délaissé l'industrie, notamment celle en difficulté, au cours des dix dernières années. Nous n'en avons pas fait assez pour l'investissement en capital et nous en avons fait encore moins pour le

financement bancaire. Selon les règles actuelles, une banque ne peut pas financer une entreprise en difficulté, puisqu'elle doit immédiatement provisionner l'intégralité de chaque crédit accordé. Il y a lieu de développer de vraies relations entre les banques et les entreprises pour que ces dernières aient accès au crédit une fois sauvées. L'ensemble des banques françaises étaient dans le « tour de table » du zoo d'Amnéville et elles ont consenti des abandons de créances significatifs.

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

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

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

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

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

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

Nous avons travaillé pendant trois ans et demi pour sauver une entreprise qui évoluait dans le secteur de la menuiserie industrielle, mais nous n'avons pas réussi, pour de nombreuses raisons. Nous avons probablement commis des erreurs

d'analyse au départ. Je venais du monde de l'investissement dans les entreprises classiques, métier fort différent de l'investissement dans les sociétés connaissant une situation complexe.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. En France ?

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

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Que peut faire BPIFrance ?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Un fonds qui réalise une dizaine d'opérations pourra rembourser l'argent investi, à moins de multiplier les échecs. Nous l'avons prouvé avec notre premier fonds et d'autres sociétés de gestion membres de la commission Situations

complexes y réussissent également. Il faut donc réaliser avec les fonds qui investissent dans les entreprises en difficulté ce que l'on a fait avec le capital-transmission dans les années quatre-vingt-dix, au cours desquelles beaucoup de fonds français se sont constitués.

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

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

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

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

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

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

Lorsque j'étais rapporteur du Ciri, je considérais que cette instance avait pour mission de favoriser la négociation et de remettre autour d'une table des parties qui refusent parfois de se parler. J'ai toujours estimé que donner de l'argent à cette instance aurait été une très mauvaise idée, car elle aurait été obligée d'en mettre

dans chaque dossier : les banques, lorsque vous négociez avec elles, estiment toujours que vous n’y croyez pas si vous ne mettez pas la main à la poche.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

*

* *

21. Audition de M. Benoît Bazin, président-directeur général de Saint-Gobain (26 mars 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Je souhaite la bienvenue à M. Benoît Bazin, président-directeur général de Saint-Gobain, et à M. Dominique Azam, directeur des affaires institutionnelles du groupe.

Monsieur Bazin, vous exercez ces responsabilités depuis juin 2024. Auparavant, en qualité de directeur général délégué, vous étiez responsable des cessions d'actifs présentés comme « non stratégiques », dont l'entreprise Lapeyre faisait partie. Cette enseigne a été cédée au fonds d'investissement Mutares, que nous avons auditionné il y a peu. Nous avons également entendu des représentants des salariés de Lapeyre. Il est donc juste que nous vous demandions de présenter votre point de vue sur une transaction qui a suscité de nombreuses interrogations.

L'entreprise Lapeyre, cédée en 2021, connaît depuis lors des difficultés chroniques. Sous la responsabilité de Mutares, elle a dû se séparer de plusieurs actifs, notamment une usine de PVC située dans le Nord et une dizaine de magasins, et elle a réduit ses effectifs de 20 % au moins. Nous nous interrogeons en conséquence sur les raisons qui ont poussé Saint-Gobain à passer avec cet

investisseur plutôt qu'avec un autre un accord prévoyant le versement d'une importante dotation destinée à relancer l'entreprise et à conserver l'emploi.

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

(M. Benoit Bazin prête serment.)

M. Benoit Bazin, président-directeur général de Saint-Gobain. Je me propose d'abord de vous présenter le groupe Saint-Gobain, dont nous avons fêté les trois cent soixante ans l'an dernier, et la stratégie que nous poursuivons depuis plusieurs années. Entré dans le groupe il y a vingt-sept ans, j'ai été nommé directeur général délégué chargé de la transformation en 2019, directeur général en 2021 et président-directeur général en juin 2024. Saint-Gobain, présent dans quatre-vingt pays, réalise aujourd'hui 47 milliards d'euros (Md€) de chiffre d'affaires. Il compte un peu plus de 160 000 salariés et détient 1 100 usines dans le monde et un peu plus de trois mille points de vente, en Europe pour l'essentiel. Ce groupe qui, il y a deux ou trois décennies encore, exerçait de multiples activités différentes dans le papier, le bois, le verre ou l'emballage, s'est progressivement recentré pour se positionner comme leader mondial de la construction durable. J'ai mis cette orientation en œuvre à partir de 2019 et, depuis six ans, Saint-Gobain a modifié son agencement.

Comme beaucoup de grands groupes industriels ou internationaux, nous étions organisés, depuis des décennies, en lignes de produits mondiales (isolation, plaques de plâtre, plafonds, vitrage, distribution), toutes branches principalement dirigées par des Français. L'aboutissement de notre réflexion stratégique a été que nos marchés de la construction étant locaux, il était plus pertinent de nous organiser par pays, d'autant que notre structure d'ensemble était assez compliquée.

C'est la première grande transformation du groupe, que j'ai menée à bien à partir de 2019 à la demande du conseil d'administration.

Désormais, des directeurs généraux ou des directrices générales de pays sont chargés de la totalité de l'offre et, de ce fait, plus proches de leurs clients et des marchés locaux. Notre richesse est que, dans 90 % des cas, ces dirigeantes et dirigeants sont issus du pays considéré : une Polonaise en Pologne, un Mexicain au Mexique, un Français en France... De surcroît, comme on ne construit pas de la même manière au Vietnam, au Canada, en Afrique du Sud ou en France, nous adaptons notre offre et les directrices ou directeurs généraux de pays sont capables de proposer des solutions et des systèmes adéquats. Cela semble évident, mais ce n'est pas le cas de la plupart des stratégies *corporate*. Une plaque de plâtre, une cloison, une pièce de vitrage ne tiennent pas debout seules : elles font partie d'un ensemble (une façade, une performance énergétique, une performance acoustique, une salle de classe, etc.). Il était donc pertinent de se rapprocher de nos clients et de constituer des équipes par pays capables de développer des systèmes intégrant une plus grande valeur ajoutée.

La deuxième transformation a été l'évolution du périmètre d'activité de Saint-Gobain. Depuis 2019, nous avons renouvelé environ 40 % de la composition du chiffre d'affaires du groupe. Par rapport au périmètre de 2018, 10 Md€ de chiffre d'affaires ont été cédés et 7 Md€ acquis, à chaque fois pour nous concentrer sur le leadership de la construction durable et nous mettre en phase avec ce que Saint-Gobain sait bien faire. Nous sommes un groupe de *business-to-business* (BtoB), autrement dit en relation avec les professionnels du bâtiment. Une architecte siège au conseil administration du groupe et nous sommes en rapport avec les grands donneurs d'ordre, tel l'hôpital de Nantes qui a été fabriqué à partir de produits de Saint-Gobain. Nous sommes aussi allés chercher croissance et rentabilité dans le monde entier : en 2018 encore, 70 % des ventes du groupe se faisaient en Europe de l'Ouest ; aujourd'hui, la proportion est de 50 % et le groupe a beaucoup grossi en Amérique du Nord, en Asie et dans les pays émergents d'Amérique latine.

C'est que les métiers de la construction sont tirés par la démographie. En Europe, où l'on est bien davantage dans une logique de rénovation, les marchés de la construction et de la rénovation ne vont pas bien. Les chiffres, qui sont publics, montrent des volumes en Europe encore inférieurs de 15 % à 20 % à ce qu'ils étaient en 2019, avant la pandémie – l'année 2019 étant une année « normale », non une année de « bulle » comme il y en a eu en 2005 et 2006 en Espagne – quand le marché indien est en croissance de 80 %, le marché chinois de 40 % et le marché des États-Unis de 20 %. Il y a donc de très fortes disparités mondiales en matière de construction au sens large. C'est plutôt la construction neuve qui domine dans les pays de forte croissance et d'urbanisation tels que l'Inde, qui est notre troisième marché, le premier étant le marché français et le deuxième celui des États-Unis. Nous sommes donc allés chercher cette croissance internationale pour y trouver des perspectives et des débouchés, puisque le groupe était, jusqu'à présent, très majoritairement établi en Europe de l'Ouest, où l'on ne peut dire que se trouvent 70 % du PIB mondial. Étant donné cette évolution géographique très marquée, il nous fallait aller chercher la croissance là où elle était et nous avons eu raison de le faire.

L'évolution de notre périmètre s'est faite, je l'ai indiqué, par des acquisitions et des cessions. Nous avons procédé à plus d'une centaine d'acquisitions, quelquefois dans de nouveaux métiers. Nous avons ainsi accéléré la présence du groupe dans la chimie de la construction, qui englobe colle à carrelage, enduits de façade isolants, solutions d'étanchéité, solutions techniques de sol et adjuvants pour décarboner le béton et le ciment.

Dans ce cadre, nous avons acheté le groupe Chryso, société basée en France et qui, après être demeurée vingt ans propriété d'un fonds d'investissement, fait maintenant partie du groupe Saint-Gobain, où elle est la tête pensante de ce métier que nous avons développé dans près de quatre-vingt pays. Nous avons ainsi procédé à quelque deux cents cessions et acquisitions essentielles dans l'évolution de la trajectoire stratégique du groupe qui, au passage, a amélioré sa croissance et sa rentabilité, laquelle, pendant dix ans, était très en retrait par rapport à celle de la plupart de ses concurrents, ce qui faisait peser un risque sur sa performance et son évolution futures.

Telle a été notre évolution stratégique : une mobilisation sans relâche sur le leadership mondial de la construction durable, une évolution organisationnelle répondant à cette stratégie et la confortant, une évolution du périmètre géographique accélérée par des acquisitions et des cessions et beaucoup d'investissements.

Quelques mots au sujet de la France, premier pays pour Saint-Gobain, qui y réalise 23 % de son chiffre d'affaires corrigé des variations de taux de change. La France est aussi le deuxième pays du groupe en termes de résultats, après les États-Unis et avant l'Inde. Nous y employons trente-trois mille salariés, y détenons quatre-vingt-neuf usines et y pratiquons la distribution de matériaux en BtoB avec les enseignes Point.P et La Plateforme du bâtiment, destinées aux professionnels. Au sein du groupe, en France, vingt-et-un mille personnes travaillent dans la distribution de matériaux dans deux mille points de vente, douze mille personnes dans les activités industrielles conduites dans nos usines. La France est aussi notre premier pays de dépenses en recherche et développement (R&D) : nous y dépensons 60 % des 600 millions d'euros (M€) annuels que nous consacrons à la R&D dans plusieurs centres. Le premier est le centre historique du groupe à Aubervilliers, où nous avons investi près de 50 M€ en 2024 pour doubler sa taille. Saint-Gobain compte mille chercheurs en France. En matière d'investissement industriel et d'investissement dans nos points de négoce de matériaux, nous avons investi un peu plus de 1,6 Md€ au cours des cinq dernières années. Nous investissons donc de manière considérable en France – plus de 300 M€ par an.

Enfin, les salariés de Saint-Gobain sont son premier actionnaire. Nous avons défini un plan d'épargne salariale, il y a trente-huit ans. Nous en lançons en ce moment la trente-neuvième édition. Il s'applique à présent dans cinquante-sept pays, et 75 % de nos salariés français sont actionnaires du groupe par le biais de l'épargne salariale. Voilà qui rappelle l'importance de la France dans le panorama et les équilibres de Saint-Gobain.

Comme il convient dans les groupes internationaux, nous avons assuré la visibilité de notre trajectoire par des plans stratégiques successifs. Le premier, défini en 2019 pour trois ans, a été accompli en deux ans, un deuxième a suivi qui couvrirait cinq années et nous avons lancé en octobre dernier le plan stratégique Lead and Grow, qui court jusqu'en 2030. Il reprend la stratégie de leadership sur la construction durable, de solutions plutôt que de produits vendus isolément et d'élargissement des applications aux bâtiments commerciaux – hôtels, hôpitaux, écoles, *data centers* et marchés d'infrastructures tels que les aéroports, les tunnels ou les ponts – pour aller au-delà du résidentiel, neuf ou de rénovation. Sur les marchés commerciaux et d'infrastructures, nous réalisons déjà quelque 15 Md€ de chiffre d'affaires.

Nous déclinons ainsi notre devise « *Making the world a better home* », la raison d'être du groupe Saint-Gobain en 2026.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour cette présentation utile à la compréhension du cadre de transformation du groupe.

Sur quelles informations et données objectives Saint-Gobain s'est-il fondé pour apprécier la capacité de Mutares à assurer le redressement, voire le

développement, des activités de Lapeyre ? Les modalités de l'exécution de l'accord depuis la cession vous paraissent-elles conforter votre appréciation initialement positive de Mutares ? Si oui, pourquoi ? Enfin, peut-être ne pouviez-vous ignorer que le modèle opérationnel de ce fonds était celui du retournement, impliquant une forte réduction des coûts, coûts salariaux compris. Compte tenu de vos anciennes responsabilités au sein du comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri), comprenez-vous que l'option que vous avez retenue puisse porter à des interrogations critiques, étant donné la dimension sociale de cette affaire ?

M. Benoit Bazin. La cession de Lapeyre était un choix stratégique. Saint-Gobain, je l'ai dit, a une activité industrielle : nous fabriquons des produits de toiture, des plafonds, des façades dans des bâtiments commerciaux et des aéroports, des solutions de sol, nous participons à la réalisation d'infrastructures. Notre savoir-faire n'est pas dans le *business-to-consumer* (BtoC), la vente aux particuliers, et c'est la raison de la cession de Lapeyre : il faut savoir reconnaître que l'on sait bien développer certaines activités et moins bien d'autres, parce qu'elles ne sont pas au cœur de notre dispositif. Nous n'avions pas d'autres activités de vente de détail dans le monde que Lapeyre, car l'ADN de Saint-Gobain, c'est le BtoB. Nous sommes en relation avec des constructeurs automobiles ou de grands constructeurs tels que Vinci ou Eiffage et, sur un autre plan, avec les artisans clients de Point.P, de Cedeo et de La Plateforme du bâtiment, toutes enseignes entièrement destinées au BtoB. Il faut garder à l'esprit les raisons de ce choix stratégique, fondé sur la perception que l'activité de Lapeyre n'étant pas le cœur du savoir-faire de Saint-Gobain, le groupe ne pourrait apporter à cette entreprise des perspectives de développement ou des savoir-faire d'évolution.

Une fois la décision prise, un processus très long et très structuré a été mené avec plusieurs conseils : la banque BNP-Paribas pour les paramètres financiers, des conseils stratégiques tels que le Boston Consulting Group pour apprécier les trajectoires de Lapeyre chez Saint-Gobain et hors Saint-Gobain, des conseillers comptables pour valider la pertinence des *business plans* présentés. Ce processus très ouvert a été engagé à la fin de 2019 par un appel à candidatures, comme cela se fait traditionnellement. Une cinquantaine de candidats ont été contactés, dont vingt-cinq ont signé un accord de confidentialité signifiant leur souhait de prendre connaissance des données. Neuf de ces vingt-cinq candidats nous ont adressé une lettre d'intention non engageante, des réunions ont été organisées avec six d'entre eux, suivant le processus naturel de cession ou d'acquisition d'une entreprise, et quatre candidats ont proposé des projets sérieux. Nous avons alors organisé un très grand nombre de réunions avec eux pour évaluer leur connaissance du secteur, leur surface financière, leur expérience de management, les atouts qu'ils pouvaient apporter à Lapeyre et leur connaissance de l'entreprise, leur ouvrant les dossiers et leur faisant visiter les usines : vingt-trois réunions d'analyse et d'échange ont été organisées avec ces candidats et leurs conseils respectifs.

À l'issue de ce considérable travail de fond, deux finalistes ont été sélectionnés, les fonds d'investissement Mutares et Verdoso. Une troisième phase s'est alors engagée avec ces deux candidats, encore une fois en équipe. Le conseil d'administration de Saint-Gobain a naturellement été tenu au courant et il importe

de souligner qu'en février 2020 (de mémoire), nous avons demandé la nomination d'un mandataire *ad hoc* au tribunal de commerce, l'intervention d'un tiers semblant judicieuse pour éviter que, Lapeyre étant une filiale de Saint-Gobain, on puisse penser que la société subirait des pressions du groupe en tel ou tel sens. Une des mandataires *ad hoc* les plus réputées et expérimentées de France a été nommée et, à la fin de ce processus quadripartite long de plusieurs mois, le tribunal de commerce a homologué l'accord de cession à Mutares.

La décision a été prise, je le redis, au terme de très nombreuses réunions de travail et après analyse de la surface financière de ce fonds. À l'époque, Mutares gérait un portefeuille de participations de plus d'un milliard d'euros de chiffre d'affaires. C'était une société cotée en Allemagne et qui, avec une quinzaine de participations en France, démontrait une certaine expérience depuis longtemps, une assez grande surface financière – bien plus large que celle de l'autre candidat – et l'expérience du secteur. Ce fonds proposait aussi une équipe de management crédible incluant M. Marc Ténart, qui a dirigé Lapeyre au cours des premières années suivant la cession ; il avait autrefois été manager de Conforama et de Castorama, des univers BtoC sur lesquels Saint-Gobain n'avait pas d'expertise managériale. C'est cet ensemble de paramètres (surface financière, expérience industrielle, expérience managériale, crédibilité du *business plan*) que nous avons en considération pour retenir la candidature de Mutares. On peut présenter des *business plans* promettant une croissance annuelle de 5 %, 10 %, voire 15 % ; le plan de Mutares, qui prévoyait une croissance de quelque 3,5 % par an, était le plus raisonnable.

Nous étions alors en 2020-2021, avec l'espoir d'une reprise économique post-covid. J'ai évoqué l'état du marché du bâtiment et de la rénovation en France depuis cinq ans. Les professionnels du bâtiment n'ont jamais connu depuis 1993, sinon auparavant, une crise aussi profonde ; le logement a d'ailleurs été l'un des sujets évoqués lors des élections récentes. L'activité dans le bâtiment n'a jamais été aussi faible depuis cinquante ans et l'impact économique et démographique de cette situation pourrait être l'objet d'un autre débat. Mais, à cette époque de reprise, le fonds Mutares prévoyait des croissances annuelles de 3,5 % quand les perspectives avancées par d'autres candidats étaient irréalistes.

L'analyse de l'ensemble des paramètres, étudiés au cours de multiples réunions, nous a permis d'apprécier le sérieux des candidats. Peu avant le choix de Mutares, qui a dû intervenir en octobre 2020, deux nouvelles candidatures se sont manifestées. L'une était portée, minoritairement, par certains salariés de Lapeyre. À l'époque, le groupe Lapeyre était organisé en Lapeyre Industrie pour les usines, d'une part, et Lapeyre Magasins, d'autre part. De mémoire, quelques salariés de certaines usines s'étaient associés à un fonds qui n'avait aucune surface financière. Nous n'avons jugé cette offre sérieuse ni pour ce qui était de l'expérience managériale, ni s'agissant de la surface financière : la suite nous a donné raison puisque ce fonds a, depuis lors, été radié du registre du commerce.

Un quatrième repreneur potentiel, le groupe algérien Cevital, s'est aussi fait connaître, très tardivement, avec une approche un peu plus opportune. Ce groupe avait déjà repris des entreprises de grande taille en difficulté, notamment le groupe

Fagor-Brandt, dont vous savez ce qu'il est advenu. Nous avons eu avec Cevital de nombreuses réunions et lui avons communiqué tous les éléments le plus rapidement et le plus profondément possible pour lui permettre de faire, éventuellement, une meilleure offre. Cevital a été « rebranché » sur le processus de cession à partir de l'été 2020, mais nous avons considéré qu'il n'apportait pas une réponse sérieuse et crédible.

Ainsi s'est déroulé le processus de sélection, long de presque un an, mené avec tous les repreneurs intéressés par la reprise de Lapeyre pour évaluer leur sérieux, analyser leurs plans, leurs compétences managériales, leur expérience du secteur et ce qu'ils pouvaient apporter à Lapeyre. Des réunions séparées ont eu lieu entre les repreneurs et la mandataire *ad hoc* afin d'avoir un avis tiers, complètement indépendant. À la suite de ces réunions, la mandataire *ad hoc* a demandé au groupe Saint-Gobain, qui l'a accepté, d'ajouter de la trésorerie à ce que Mutares avait initialement demandé, et à Mutares d'ajouter 20 M€ de fonds propres à son offre, quand les autres repreneurs potentiels étaient à zéro, un seul autre proposant d'apporter 10 M€.

Que Mutares apporte plus de fonds propres a rendu son offre beaucoup plus équilibrée sur le plan financier.

Au-delà de la sélection du repreneur, nous avons souhaité que le mandat *ad hoc* encadre de façon extrêmement rigoureuse l'utilisation, par le repreneur, de la trésorerie laissée dans Lapeyre par Saint-Gobain. J'ai eu à connaître, lors de mon passage au Ciri, d'entreprises dont les repreneurs plus ou moins sérieux ont avant tout utilisé la trésorerie d'une société reprise pour financer d'autres entreprises en difficulté qu'ils détenaient... ou pour d'autres usages. Nous avons donc fait valider par le tribunal de commerce et par la mandataire *ad hoc* l'encadrement strict de l'usage des fonds que nous laissions (pas moins de 270 M€, auxquels s'ajoutaient les 20 M€ apportés par Mutares), qui ne devaient servir à rien d'autre qu'au redressement de Lapeyre. Deux fiducies ont été créées à cette fin.

La première était une fiducie immobilière, pour garantir qu'au cas où Mutares vendrait des magasins, le produit de ces ventes ne servirait pas un autre usage que d'abonder la trésorerie d'investissement et d'exploitation de Lapeyre. La seconde était une fiducie monétaire. La trésorerie laissée par Saint-Gobain a été compartimentée : un premier compartiment était destiné aux dépenses d'exploitation, un deuxième aux investissements dans les usines ou les magasins, un troisième aux éventuelles restructurations d'effectifs. À ce sujet, Saint-Gobain, à la demande des salariés, avait obtenu l'accord du repreneur, validé par le tribunal de commerce, qu'aucune réduction d'emplois ne se ferait pendant une période d'au moins dix-huit mois après la cession. Si réduction d'emplois ultérieure il y avait, Saint-Gobain avait fléchi les sommes correspondantes – en prenant pour référence le coût des engagements que prend le groupe lorsqu'il lui faut malheureusement procéder à des réductions d'effectifs, qui ne sont pas forcément ceux d'un repreneur. Certaines mesures de restructuration pouvant être significatives, quelque 55 M€ ont été laissés dans ce compartiment.

Je signale ce fait parce que, dans le jugement d'homologation du processus de cession rendu par le tribunal de commerce, document public, on lit que le tribunal a estimé « exemplaires » l'accord, le travail en profondeur multipartite, l'engagement des fiducies et le montant de la trésorerie laissée dans le groupe, qu'il s'agisse de la sécurisation juridique, du sérieux de la sélection des repreneurs ou de la procédure en elle-même. Nous pourrions vous communiquer ce document, daté du 1^{er} juin 2021.

Tel est le travail qui a été fait. Nous avons eu la responsabilité, pendant de très longues années, d'investir pour le groupe Lapeyre, y compris lorsqu'il était en perte – il accusait 66 M€ de perte pour 600 M€ de chiffre d'affaires – et nous l'avons fait. Ensuite, au moment de la cession, nous avons laissé une trésorerie très importante et nous sommes assurés que son usage était parfaitement encadré. Je signale aussi que la rémunération des travaux de conseil du fonds Mutares au groupe Lapeyre était encadrée, de mémoire à hauteur de 2 M€ par an, et qu'il était interdit à Mutares de faire remonter des dividendes avant fin 2024, sauf si le groupe Lapeyre était redevenu rentable. Vous le voyez, nous avons inscrit noir sur blanc tous les paramètres imaginables d'utilisation des fonds, de dépenses de conseil, de remontées de dividendes, tout cela devant se faire sous le contrôle de la mandataire *ad hoc* jusqu'au 31 décembre 2024, trois ans et demi après la cession.

Ayant pris connaissance de la teneur de l'audition, par votre commission, de certains salariés du groupe Lapeyre (19 février 2026), je souhaite clarifier deux points qui me semblent avoir donné lieu à confusion. D'une part, il a été dit que Saint-Gobain aurait bénéficié d'un avantage fiscal lors de la cession de la société Lapeyre.

La moins-value constatée alors était une moins-value sur titres, qui n'est pas déductible fiscalement, non plus que la trésorerie laissée dans les caisses de la société. Le groupe Saint-Gobain a supporté le coût économique des pertes et du redressement de Lapeyre pendant toute la période de détention et n'a bénéficié d'aucun avantage fiscal lors de la cession.

D'autre part, je comprends que la structure du groupe Saint-Gobain puisse provoquer quelque confusion. Comme tous les groupes internationaux, Saint-Gobain compte des sociétés intermédiaires, au nombre desquelles la holding Partidis qui détient les titres des sociétés de négoce de matériaux du groupe dans le monde. Nombre de ces sociétés étant bénéficiaires, Partidis l'est également. Les 415 M€ mentionnés ne sont pas issus du groupe Lapeyre, qui était en perte, mais des résultats des sociétés bénéficiaires que détient la holding : filiales à l'étranger et Point.P en France.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vais reprendre la chronologie des faits. En 1996, Saint-Gobain rachète Lapeyre. Ce fleuron compte alors des usines et des magasins de matériaux et de bricolage et emploie 7 500 salariés. Dès les années 2000, une série d'erreurs de gestion manifestes est commise et, en dix ans, de 2006 à 2016, le chiffre d'affaires est divisé par deux, le nombre de salariés chute et le bénéfice d'exploitation constaté en 2006 se transforme en un important déficit. Incidemment, c'est l'époque où vous êtes à la tête du pôle « Distribution Bâtiment »

de Saint-Gobain. On peut estimer que la gestion de Lapeyre par Saint-Gobain se traduit par des échecs commercial, financier et social, si bien qu'en 2019 vous décidez de revendre la société. À ce moment, vous êtes directeur général délégué de Saint-Gobain.

Plusieurs repreneurs se manifestent, dont Mutares, déjà connu pour être un fonds de retournement, voire un fonds « vautre », puisque, à l'époque, Mutares a repris treize entreprises françaises dont cinq sont mises en redressement, voire en liquidation, et les huit autres sont déficitaires. La nature de Mutares était déjà parfaitement connue.

Le plan de Mutares prévoit la fermeture de quatre usines et de plusieurs magasins et un important *lease-back*, autrement dit la vente des murs, dont on savait qu'elle mettrait Lapeyre en difficulté puisqu'elle aurait pour conséquence des frais de location considérables. Dans ce contexte, douze comités sociaux et économiques (CSE) donnent un avis négatif, ainsi que quatre cabinets de conseil, dont Altinea, et certains vous alertent sur le risque d'un plan de redressement judiciaire généralisé en cas de cession de Lapeyre à Mutares. Des alternatives existent pourtant, comme Cevital ou la reprise de Lapeyre par cinq cents de ses salariés. Vous expliquez qu'ils n'avaient pas l'assise financière nécessaire, mais Saint-Gobain laissant une trésorerie assez importante, j'ai du mal à entendre cet argument.

Le résultat de la cession de Lapeyre à Mutares, ce sont des déficits et une entreprise qui s'enfonce dans la crise. Mutares a largement « pompé » la trésorerie de Lapeyre par des frais de conseil considérables, en dépit des conditions fixées lors de la reprise. Parce que vous aviez encadré l'encaissement mais pas la facturation, Mutares a facturé jusqu'à 20 M€ au lieu des 14 M€ indiqués, consenti une très forte rémunération aux dirigeants placés à la tête de l'entreprise, imposé des *management fees* et attendu la fin de 2024 pour pouvoir largement pomper la fiducie sociale et finir, dès 2025, de vendre la presque totalité des murs.

Cette cession a été, pour Lapeyre, une catastrophe, tout à fait prévisible par un haut dirigeant tel que vous.

Pourquoi Saint-Gobain et vous-même avez-vous choisi de vendre Lapeyre à Mutares en dépit de l'avis négatif de douze CSE et de quatre cabinets de conseil ? De nombreux salariés de Lapeyre souhaitent des réponses de votre part.

M. Benoît Bazin. Il faut avoir à l'esprit que, comme je l'ai dit, le savoir-faire de Saint-Gobain n'est pas le BtoC. Lapeyre avait d'ailleurs des filiales en Allemagne, en Suisse, en Belgique, en Italie, en Argentine ou en Chine qui perdaient de l'argent, pour certaines avant l'entrée dans le groupe Saint-Gobain. D'autre part, au cours de cette période assez longue, l'environnement concurrentiel dans la distribution BtoC a considérablement changé. Lorsque Lapeyre a été fondé, c'était le seul menuisier de portes et de fenêtres en France. Aujourd'hui, nous connaissons tous de grandes enseignes (Kingfisher-Castorama, Leroy Merlin, Ikea, etc.) qui sont dix ou vingt fois plus grosses que Lapeyre et dont certaines n'existaient pas en France en 1996. D'ailleurs, le groupe Saint-Gobain n'a pas fait l'acquisition du groupe Poliet pour Lapeyre, mais pour ses entreprises industrielles telles Weber, une marque de chimie de la construction qui réalise aujourd'hui 6,5 Md€ de chiffre

d'affaires contre 300 M€ en 1996. Les trajectoires de ces deux entreprises sont différentes, précisément parce que Weber était dans le cœur du savoir-faire de Saint-Gobain contrairement à Lapeyre, qui a dû en outre affronter un environnement de distribution complètement modifié. Aujourd'hui, près de 80 % des fenêtres vendues en France sont fabriquées en Pologne où, je le précise, 20 % du vitrage utilisé provient désormais de Chine ; il n'y avait rien de tel il y a quinze mois.

On peut se demander ce qu'il serait advenu si Lapeyre n'avait pas été dans le giron du groupe Saint-Gobain, qui a beaucoup investi dans ses usines et dans ses magasins et pris de nombreuses initiatives pour trouver un chemin. Nous avons lancé Aquamondo, enseigne d'aménagement de la salle de bains, mais arrêté assez vite, les pertes étant importantes. KparK a fait partie du groupe Lapeyre avant d'être vendu, car cette société fait de la vente en porte-à-porte, ce qui n'entre pas dans les savoir-faire de Saint-Gobain ; elle poursuit très bien sa vie.

De plus, le panorama industriel de la fabrication de fenêtres a aussi considérablement changé, et les portes arrivent maintenant en presque totalité de pays de production à bas coût. Voilà pour l'histoire. Je pourrais revenir sur des sujets à propos desquels Saint-Gobain a bien fait, d'autres où il a subi des échecs que j'ai analysés pour savoir si nous allions offrir à Lapeyre des perspectives différentes. Ainsi, M. Marc Ténart avait passé toute sa vie professionnelle entre Castorama, Brico Dépôt et Conforama ; Saint-Gobain n'a pas ce savoir-faire managérial. Cela a fait partie du diagnostic de concurrence et du diagnostic stratégique et du savoir-faire de Saint-Gobain.

Avant la cession de Lapeyre au fonds Mutares, soixante-dix réunions ont eu lieu avec les CSE. Saint-Gobain a pour tradition un dialogue social intense, chez Lapeyre comme dans l'ensemble des usines et des sociétés du groupe en France, en Europe et dans le monde. Le tribunal de commerce et la mandataire *ad hoc* ont même tenu des réunions bilatérales avec les salariés hors notre présence. La décision étant prise de céder Lapeyre, nous avons estimé que, compte tenu de la trésorerie que nous laissions (et dont le montant permettait de couvrir plusieurs années d'investissement et plus de quatre ans de pertes) et du savoir-faire managérial de monsieur Ténart, la crédibilité de Mutares était bien meilleure que celle des autres repreneurs qui, je le redis, n'en avaient aucune, ni sur le plan managérial ni sur le plan financier. Vous avez évoqué l'offre de reprise par des salariés de Lapeyre, mais il existait une très forte dissension entre certains salariés des usines et d'autres salariés.

Au-delà des compétences managériales et financières, cette offre était très loin de faire l'unanimité parmi eux.

Tout le processus était sous le contrôle du tribunal de commerce et tout ce qui s'est passé depuis la cession de Lapeyre par Saint-Gobain, en juin 2021, a été suivi et piloté par la mandataire *ad hoc*. Ce qui a été fait jusqu'au moment de la cession a été exemplaire et le tribunal de commerce l'a souligné ; la suite relève de la responsabilité de la mandataire *ad hoc* et du repreneur. Ayant décidé qu'il était temps de céder Lapeyre, Saint-Gobain avait pour responsabilité : de faire que la cession ait lieu dans les meilleures conditions financières ; de s'assurer que, si des

magasins étaient vendus, le produit de la vente arrive dans la fiduciaire immobilière afin qu'il soit utilisé pour la société ; d'encadrer, comme je l'ai indiqué, les frais de conseil et les remontées de dividendes. Tout cela a été fait avec le plus grand sérieux.

Prenons garde aussi d'oublier ce qui s'est passé depuis 2021 et dont le groupe Saint-Gobain subit lui-même les conséquences : crise en Ukraine, hyperinflation, chute profonde du marché du bâtiment (et donc de la rénovation) en France, perte de pouvoir d'achat et, depuis quatre semaines, d'autres sujets géopolitiques extrêmement préoccupants. L'univers économique, géopolitique et concurrentiel n'a cessé de changer et ces mouvements ont un impact en France sur des enseignes comme Lapeyre.

Je ne suis pas un expert du BtoC et j'ignore ce qui s'est passé chez Lapeyre depuis que la cession a été conclue : cela est de la responsabilité du repreneur et de la mandataire *ad hoc*. Ce que je puis vous dire, fort de mon expérience au Ciri, c'est que nous avons fait tout ce qui était de notre devoir et dans nos moyens financiers, juridiques, humains, managériaux et d'analyse pour obtenir les meilleures conditions de cession possibles. Le *business plan* du repreneur a été analysé sous toutes ses coutures, mois par mois, ainsi que les prévisions de trésorerie pour les années suivant la cession : c'était notre responsabilité et nous l'avons exercée au mieux, en prenant, de plus, l'avis de tiers – des conseils et, surtout, le tribunal de commerce et la mandataire *ad hoc*. Enfin, au-delà de la trésorerie que nous avons laissée, nous avons converti en capital un peu moins de 800 M€, le montant des prêts d'actionnaire consentis pendant toute la période de détention de Lapeyre par Saint-Gobain.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Le dialogue social dont vous parlez était manifestement très « musclé », pour dire le moins, puisqu'il a conduit les CSE à saisir les tribunaux pour obtenir les informations qui leur manquaient.

Vous nous dites que les repreneurs autres que Mutares n'étaient pas crédibles. Mais quelle était la crédibilité, à l'époque, de ce fonds qui a déjà repris treize entreprises françaises, dont cinq ont, depuis lors, été mises en redressement judiciaire ou en liquidation et dont les huit autres sont déficitaires ? Pourquoi n'avez-vous pas tenu compte du refus, par les salariés, de la reprise par Mutares, eux qui avaient parfaitement compris que ce fonds vautour les mettrait en difficulté très rapidement ? D'ailleurs, le taux de croissance de la société reprise n'a jamais été de 3,5 %, ce que vous auriez dû imaginer puisque Lapeyre n'a jamais atteint ce taux de croissance pendant la durée de sa détention par Saint-Gobain. Pourquoi avez-vous accepté une offre de Mutares alors qu'elle n'était manifestement pas crédible et qu'elle était sous-tendue par un *lease-back*, quand celle des salariés ne tablait pas sur la vente des murs pour financer la reprise, parce qu'ils savaient que cela mettrait vite l'entreprise en difficulté ?

M. Benoît Bazin. Pour avoir étudié ce dossier extraordinairement complexe pendant des centaines d'heures, je puis vous assurer que tous ces sujets ont été décortiqués avec le plus grand sérieux et la plus grande conscience industrielle et commerciale que l'on puisse imaginer.

Vous avez évoqué un moment de l'histoire du groupe, je vais le faire à mon tour. Quand Saint-Gobain acquiert le groupe Poliet-Lapeyre (1996), Lapeyre n'a aucun salarié : ils sont tous avec des mandataires, qui les payent différemment. Sans entrer dans le détail de ce que l'on peut imaginer, je dis seulement que nous avons choisi de les transférer dans le groupe Saint-Gobain dont ils sont devenus salariés, avec tout ce que cela signifie, par exemple l'accès au plan d'épargne du groupe. Peut-être – probablement ? – était-ce une erreur, mais le fait est que nous n'en sommes pas restés à des magasins en franchise, nous avons salarié tous ceux qui travaillaient là. C'est un engagement social de Saint-Gobain d'avoir, dans cent vingt-cinq magasins, des salariés plutôt que des mandataires payant les gens qu'ils emploient de dix manières différentes et au lance-pierre, et, dans le groupe lui-même, des salariés directs, d'une part, et des employés de franchisés, d'autre part. On peut discuter de savoir si cela a été un succès, mais Saint-Gobain a fait du mieux qu'il pouvait dans la gestion de Lapeyre.

D'autre part, je maintiens que le groupe a fait le maximum en matière de dialogue social. Les salariés demandaient au tribunal les détails d'un contrat privé entre le groupe Mutares et le groupe Saint-Gobain : ni l'une ni l'autre des parties à ce contrat ne souhaitait les communiquer. Fournir ces documents est une possibilité du dialogue social, mais pas une obligation, et les communications de ce type n'ont rien d'une pratique courante. Quand nous avons racheté la société Chryso après qu'elle avait quitté le groupe Lafarge, lequel a disparu depuis lors, nous avons consulté les salariés de cette entreprise : ils n'ont pas demandé l'accès au contrat entre le fonds Cinven et le groupe Saint-Gobain.

J'en viens à la crédibilité de Mutares. Ce fonds détenait un certain nombre de sociétés *in bonis* à l'étranger. Il avait la surface financière importante d'un groupe coté. S'agissant du *business plan*, je vous laisse apprécier le sérieux des autres offres, avec des taux de croissance annoncés dont je considérerais qu'ils auraient été très difficiles à atteindre : 6,1 % pour le fonds Verdoso, voire 6,5 % pour le fonds Cevital.

Au sujet de ce dernier groupe, j'ai estimé que ce que nous avons vu, pour le groupe Brandt, en matière de développement en Algérie et en France pourrait se produire pour le groupe Lapeyre : j'ai jugé que les usines Lapeyre étaient en France pour servir les salariés en France. Nous avons considéré que le groupe Cevital n'avait pas la crédibilité requise, faute de surface financière. À l'époque, le groupe Cevital avait annoncé, de longue date, le projet de créer mille emplois à Charleville-Mézières : aucun emploi n'y a été créé. Lorsque je me livre à des analyses de ce type, j'étudie aussi la concordance entre ce qui est annoncé et ce qui est réalisé. En l'espèce, les engagements pris dans le cadre d'un autre projet n'avaient pas été tenus et la surface financière n'était pas crédible, l'offre de Cevital reposant sur une envolée du chiffre d'affaires.

Ce n'était pas le cas de l'offre présentée par Mutares, qui tablait sur une croissance de 3,5 %. Je ne connais pas les chiffres qui ont été réalisés et je n'ai pas en tête les vingt ans de performance dans le groupe Saint-Gobain, mais je pense que si certaines années ont été difficiles, nous avons fait mieux que 3,5 % d'autres années. Le business plan de Mutares était donc crédible.

En revanche, celui des salariés ne l'était pas. Il n'y avait ni expérience managériale, ni manager et, je le redis, le fonds qui devait les accompagner, qui n'avait pas de surface financière, a été radié du registre du commerce en 2024. Nous avons poussé l'analyse et si d'autres fonds s'étaient agrégés au repreneur choisi par les salariés, nous aurions étudié leur offre. Mais le projet en l'état n'était pas crédible.

Le groupe Saint-Gobain n'a pas refusé de céder l'entreprise à des salariés, mais il a considéré, en âme et conscience, avec ses conseils, que ce projet de reprise n'était pas crédible : pour mémoire, le fonds Mutares apportait 20 M€, le repreneur évoqué par les salariés 115 000 euros...

Quelques mots à propos du dialogue social. Les CSE ont engagé des recours devant les tribunaux pour savoir si le dialogue social avait été tenu et respecté et ils mentionnaient d'autres sujets relatifs à la participation et à l'intéressement des salariés de Lapeyre. Tous ces contentieux ont été gagnés par le groupe Saint-Gobain en première instance, en appel et en cassation. Nous avons une tradition de dialogue social dans toutes les filiales du groupe, je m'y emploie personnellement, et il a été mis en œuvre également dans le groupe Lapeyre. Cela étant, les salariés pouvaient être mécontents, ils pouvaient regretter que d'autres entrepreneurs ne se présentent pas avec 3 Md€ de fonds propres. Mais la situation était celle que j'ai décrite : la décision stratégique de Saint-Gobain de céder Lapeyre et d'assortir cette cession de tous les moyens financiers et humains nécessaires, avec des managers compétents venant du milieu du BtoC et un accord de cession encadré juridiquement par la meilleure mandataire *ad hoc* de France, pour que tout se passe au mieux.

N'étant pas responsable de ce qui a été fait après la cession, je ne suis pas en mesure d'apprécier ce qui relève de la qualité du management de Mutares, d'une part, et ce qui relève de ce que je vis aujourd'hui pour le groupe Saint-Gobain, d'autre part – à savoir, l'évolution extraordinairement défavorable du marché du bâtiment en France, en baisse de 20 % à 25 % par rapport à la situation de référence. Chez Point.P, l'écart de chiffres d'affaires entre le pic d'activité post-covid et aujourd'hui est compris entre 40 % et 45 %. Les modalités des derniers dispositifs MaPrimeRénov' sont telles qu'il faut en déduire que les fenêtres ne servent pas à l'efficacité énergétique depuis des années ; même l'isolation des murs ou du toit n'y est plus éligible. Nous avons ouvert des usines d'isolation, nous les avons fermées. Toute la politique d'efficacité énergétique du bâtiment en France est extraordinairement pénalisante pour le monde du bâtiment et, surtout, pour les personnes qui vivent dans ces bâtiments.

Enfin, certains salariés ont dit soupçonner (ou craindre) que Saint-Gobain ait vendu Lapeyre pour « tuer » ou réduire une concurrence avec d'autres enseignes. Or, les enseignes de Saint-Gobain (Point.P et La Plateforme du bâtiment) sont des enseignes BtoB : il n'y a donc pas de concurrence frontale avec le BtoC de Lapeyre, dont les magasins sont destinés aux particuliers. Si vous venez chez Point.P, nous vous accueillerons certes volontiers, mais nos clients sont, très majoritairement, des artisans et des petites ou grandes entreprises du bâtiment. Un peu d'émulation entre enseignes fait partie des règles du jeu et il y a parfois des chevauchements entre La Plateforme du bâtiment et Point.P, mais la cession de Lapeyre ne visait nullement à

réduire la concurrence avec d'autres enseignes professionnelles de négoce de Saint-Gobain. Elle s'explique par le fait que le BtoC n'est pas dans l'ADN de Saint-Gobain.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Les salariés ont obtenu des tribunaux la communication d'éléments de la *data room*.

Vous estimez que les autres candidats à la reprise n'étaient pas crédibles. Je vous pose à nouveau la question : quelle crédibilité accorder à Mutares qui, sur treize entreprises françaises reprises, en avait déjà placé cinq en redressement judiciaire ou en liquidation et qui était donc connu comme étant un fonds vautour, sur lequel tous les CSE de Lapeyre avaient émis un avis négatif ?

Vous parlez de « dialogue social », mais en l'espèce, douze CSE et quatre cabinets de conseil ont donné des avis négatifs, en dépit desquels vous cédez quand même Lapeyre à Mutares.

Je connais bien le cas Brandt et j'entends ce que vous dites au sujet de Cevital. Mais, à l'époque, ce groupe avait déjà repris Oxxo, une filiale de Lapeyre qui dégagait une marge importante : c'était un candidat industriel sérieux. Pourquoi avoir jugé un fonds vautour plus crédible qu'un industriel ? Serait-ce parce que Mutares, s'appêtant à revendre les murs des magasins dans le cadre d'un *lease-back*, ne vous demandait que 240 M€ de trésorerie, alors que les autres repreneurs potentiels cités jugeaient qu'une telle manœuvre mettrait l'entreprise en difficulté ? C'est donc bien eux qui avaient un projet durable pour l'entreprise... mais ils vous demandaient 330 M€ de trésorerie. L'interprétation que je fais de votre choix est que vous avez préféré la solution vous permettant de laisser 240 M€ de trésorerie plutôt que 330 M€.

M. Benoît Bazin. On peut toujours « refaire le film ». Je n'ai pas suivi l'ensemble des participations de Mutares dans le monde, mais, j'y insiste, nous nous étions entourés de conseils comme BNP-Paribas et ce n'était pas la réputation de Mutares en 2020. À l'époque, ce fonds avait réalisé seize transactions en France, avait revendu huit sociétés et, pour deux sur seize seulement, l'aboutissement avait été une procédure collective : ce ne sont pas du tout les chiffres que vous indiquez. Pour avoir travaillé deux ans au Ciri, dans l'univers des entreprises en difficulté, je puis vous dire que n'avoir que deux entreprises sur seize qui ne vont pas bien, c'est, en soi...

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure.... treize sur treize !

M. Benoît Bazin. Non, madame la rapporteure, ce n'étaient ni la réputation de Mutares, ni son historique de performance (*track record*), quand nous avons fait ce choix en 2020.

Dans le même temps, le groupe Cevital avait, certes, repris Oxxo, mais, à cette occasion, il s'était aussi engagé au plus haut niveau de l'État – ce qui était très important pour moi – à créer mille emplois à Charleville-Mézières ; aucun n'a été créé. Prendre un engagement que l'on ne tient pas est un élément très clair de perte de crédibilité.

Pour notre part, nous nous apprêtons à confier 270 M€, sous la supervision de la mandataire *ad hoc*, à un repreneur, quel qu'il soit. Il m'était indifférent que ce soit Mutares, Cevital ou un autre, mais à l'époque déjà, Cevital n'avait pas tenu certains de ses engagements. Et, puisque vous parlez de réputation, je rappelle qu'à l'époque, les difficultés du groupe Fagor-Brandt étaient connues, comme l'était le transfert des activités de ce groupe de France vers l'Algérie. Je crois savoir que, depuis lors, quatre mille emplois ont été créés en Algérie et que le groupe Brandt a été liquidé.

Il était aussi de ma responsabilité de mesurer si les engagements pris étaient susceptibles d'être tenus, ce que nous avons fait en analysant et en investiguant. J'ai eu plusieurs réunions avec les partenaires, les managers et le propriétaire du groupe Cevital, pour apprécier si ce groupe disposait ne serait-ce que de la surface managériale nécessaire pour gérer toutes ses activités en France et en Algérie : la réponse était négative. Je n'en tire aucune gloire particulière, mais l'histoire l'a prouvé. Le contre-exemple du groupe Fagor-Brandt a permis d'éviter que, dans un marché français complètement déprimé, on ajoute à Brandt les difficultés de Lapeyre : étant donné l'évolution de certaines reprises par le groupe Cevital, je ne pense pas que l'on puisse nous reprocher de ne pas avoir choisi ce repreneur, ni s'attendre à ce que nous en exprimions le regret.

Ces univers sont difficiles à appréhender et il est facile de refaire l'histoire cinq ans plus tard. Certaines de nos acquisitions sont très réussies, d'autres plus compliquées ; certaines cessions se passent extrêmement bien, d'autres sont plus difficiles : c'est la vie des affaires. Nous avons procédé à plus d'une centaine d'acquisitions et à une centaine de cessions. Certaines entreprises font trois fois mieux, d'autres trois fois moins bien. Des marchés se développent à toute vitesse, d'autre pas – il est clair que notre discussion serait tout autre si, au lieu d'avoir diminué de 20 %, le marché français avait crû de 20 % depuis quatre ans... Vous me dites que le groupe Lapeyre a des difficultés : il y a eu des restructurations, Saint-Gobain avait investi dans les usines que Mutares a trouvées et, que je sache, cinq ans après la cession, Lapeyre existe toujours.

Mais la conjoncture a radicalement changé. Votre commission doit garder cet élément à l'esprit même, si ce n'est pas le sujet de son enquête : le marché du bâtiment en France est dans une situation catastrophique. Les perspectives de la rénovation énergétique ont été démembrées, les paramètres du diagnostic de performance énergétique sont modifiés à longueur de temps, les paramètres du soutien au marché du bâtiment sont instables. La Fédération française du bâtiment et la Confédération de l'artisanat et des petites entreprises se sont exprimés plusieurs fois sur ce sujet. Fondamentalement, c'est la raison pour laquelle Lapeyre éprouve aujourd'hui des difficultés plus importantes qu'il y a cinq ans. De surcroît, la concurrence avec de très grandes enseignes, de bricolage notamment, a continué de se développer.

Néanmoins, Lapeyre continue d'exister avec ses usines, ses salariés et ses magasins. Il n'y a pas lieu de regretter des repreneurs manquant, pour certains, de sérieux, pour d'autres, de crédibilité, ou qui auraient utilisé le savoir-faire de Lapeyre sous d'autres cieux, aggravant le problème. Ce dont nous parlerions

aujourd'hui serait alors de savoir si la trésorerie de Lapeyre avait été utilisée par son repreneur pour renflouer une autre société. Cela ne s'est heureusement pas produit, parce que juridiquement, financièrement, industriellement et managérialement parlant, nous avons encadré la cession dans les meilleures conditions possibles à la date du choix du repreneur, en 2020.

L'accord de cession a été homologué par le tribunal en juin 2021 : je vous invite à lire les attendus du président du tribunal et du procureur sur les circonstances, les paramètres et le travail en profondeur fait par le groupe Saint-Gobain. Je le répète sans forfanterie : j'ai utilisé, parce que c'était mon devoir, mon expérience au Ciri pour que la cession se fasse dans les meilleures conditions possibles.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Les chiffres sont les suivants : en 2021, treize entreprises françaises ont déjà été reprises par Mutares, deux sont en liquidation (GrosBill et Eupec, le cas de GrosBill étant très connu à l'époque), trois sont en redressement et sept autres sont déficitaires. En neuf ans, de 2010 à 2019, Mutares ne réalise que 4 M€ de produits de cession : cela signifie que ce fonds ne redresse presque rien. Ces chiffres étant publics, vous étiez évidemment au courant. Il est donc faux de dire qu'à l'époque, on ignorait que Mutares est un fonds vautour, un fonds de retournement, alors que tout laisse à penser qu'il l'est, comme c'est bien connu aujourd'hui : l'argument « *à l'époque, on ne savait pas.* » ne tient pas.

D'autre part, je ne comprends pas que vous insistiez sur l'assise financière exigée du repreneur potentiel, singulièrement du collectif des cinq cents salariés de Lapeyre, alors que vous laissiez une trésorerie de 240 M€, qu'ils vous demandaient de faire passer à 330 M€.

Si Lapeyre existe encore, c'est uniquement parce que Bercy a bien voulu lui consentir un crédit de 20 M€ cette année, et si la société a survécu ces dernières années, c'est parce que Mutares a fait vendre 93 M€ de murs pendant les quatre premières années suivant la cession, puis encore 100 M€, tout en ayant déjà aspiré en frais de conseil et en rémunérations la presque totalité des 240 M€ de trésorerie que Saint-Gobain avait laissés.

Il est reconnu aujourd'hui que l'action menée par Mutares pendant cinq ans a été la cause directe de très grandes difficultés pour l'entreprise – ce que l'on verra malheureusement dans les mois à venir puisque, sauf miracle, Lapeyre ne pourra se maintenir. Or plusieurs milliers d'emplois sont en jeu. Tout indiquait que Mutares irait dans cette direction et il y avait des offres de reprise alternatives.

Enfin, pourquoi avoir fait de l'homologation de l'accord par le tribunal de commerce une condition suspensive de la cession ? J'ai une hypothèse : il s'agissait pour Saint-Gobain de se dégager de toute responsabilité en cas de redressement judiciaire à venir.

M. Benoît Bazin. Quelle que soit la manière dont on qualifie le fonds Mutares, nous avons, de manière d'ailleurs assez rare en de telles circonstances, fait encadrer précisément ce qu'il pouvait faire par des tiers, des fiducies monétaires à compartiments et une fiducie immobilière, limité les frais de conseil et interdit la

remontée de dividendes pour éviter certaines pratiques que vous évoquez – connues pour être celles des fonds de retournement et consistant à aspirer la trésorerie d’une société pour l’injecter dans une autre en difficulté. Sous le contrôle de la mandataire *ad hoc*, qui a duré jusqu’au 31 décembre 2024, tout cela était impossible au groupe Mutares (comme ce l’aurait été à tout autre repreneur).

Au nombre de la centaine de cessions que nous avons réalisées, nous avons vendu vingt-cinq sociétés à des fonds d’investissement, avec la même rigueur d’analyse. Ces entreprises ne sont pas aujourd’hui dans la situation du groupe Lapeyre que vous décrivez, notamment parce que, dans d’autres métiers et dans d’autres régions du monde, la situation économique n’est pas du tout la même. Si Lapeyre souffre depuis plusieurs années, y compris lorsque le groupe était détenu par Saint-Gobain, c’est en raison de l’évolution de certains dispositifs de soutien aux marchés des fenêtres et de la rénovation et, aussi, de la baisse du nombre de transactions immobilières. Il nous arrive de faire des cessions à des fonds et cela se passe bien ; il nous arrive de faire des acquisitions auprès de fonds et cela se passe bien.

Pour garantir la bonne utilisation de l’argent laissé par Saint-Gobain, la mandataire *ad hoc* a piloté ces opérations pendant trois ans et demi, un contrôleur demandant à Mutares la prévision des dépenses de chaque trimestre à venir pour les soumettre à l’autorisation de la mandataire *ad hoc* : c’était le dispositif prévu. Je suis incapable de vous dire si les choses se sont effectivement déroulées ainsi : c’est aux acteurs eux-mêmes, mandataire *ad hoc* comprise, qu’il faut le demander. À partir du 1^{er} juin 2021, il ne m’appartenait plus de gérer Lapeyre, mais tout a été mis en place avec des experts, juridiquement et économiquement, pour contrôler les modalités de gestion de la société cédée.

L’homologation de l’accord de cession par le tribunal de commerce est un dispositif prévu par la loi lorsqu’une société se trouve dans une situation d’exploitation difficile : c’était le cas de Lapeyre, dont les pertes excédaient 10 % du chiffre d’affaires. Il était important, pour les dirigeants de Lapeyre, pour ceux qui étaient alors des salariés de Saint-Gobain et pour la poursuite de l’activité, que des tiers extrêmement compétents puissent demander à Saint-Gobain de remettre un peu plus d’argent et à Mutares de faire ceci ou cela – en bref, qu’ils contrôlent les modalités de la cession.

Ne l’aurions-nous pas fait qu’on nous le reprocherait. Il n’y avait aucune autre volonté de notre part que de faire sécuriser au maximum la cession par un tiers et le procureur de la République a souligné le sérieux du dossier de Saint-Gobain. Si l’expérience devait faire apparaître que les mandats *ad hoc* des tribunaux de commerce ne servent pas, il faudrait les rayer du dispositif juridique français. Mais, en l’état, ils sont précisément conçus pour encadrer les cessions quand des repreneurs se manifestent pour acquérir une société en difficulté d’exploitation et visent un redressement.

Dans le cas qui nous occupe, le cédant s’en est-il « lavé les mains », a-t-il si bien « fermé les yeux » que la société cédée a fait faillite trois jours plus tard ? Non. Le groupe Saint-Gobain a-t-il laissé de l’argent dans les caisses de Lapeyre sans se

préoccuper de l'utilisation qui en serait faite ? Non. Aujourd'hui, je considère que Lapeyre est toujours *in bonis* et que Saint-Gobain a fait tout ce qu'il était en mesure de faire à l'époque sur les plans économique et juridique. C'est exactement ce à quoi a servi l'homologation par le tribunal de commerce. Je vous engage à lire les trente pages du jugement du 10 mai 2021 ou, au moins, cet extrait : « *Attendu que les sommes considérables apportées par Saint-Gobain sont de nature à garantir le financement des premières années de la reprise de Lapeyre par Mutares, et ainsi de donner le temps à Mutares de mener à bien le redressement de Lapeyre et de restaurer durablement sa rentabilité...* ». Ce jugement met en exergue le sérieux du dispositif mis en œuvre à l'époque, sérieux souligné par le procureur de la République et par le président du tribunal de commerce. Enfin, je rappelle à nouveau que les salariés de Lapeyre ont été auditionnés par le tribunal et par la mandataire *ad hoc*.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Si, à l'époque, vous demandiez l'encadrement des frais de conseil et du *lease-back* et que vous avez créé une fiducie sociale, c'est bien que vous aviez déjà des doutes sur le fonds Mutares et ses pratiques, que vous connaissiez. Malheureusement, toutes les conditions dont vous parlez ont été contournées. Leur date-limite d'application ayant été fixée à fin 2024, à partir de 2025 Mutares a eu tout loisir de fixer les frais de conseil aux montants qu'il souhaitait, de finir de vendre tous les murs et d'encaisser le produit de ces ventes directement ou sous l'habillage de frais de conseil.

Avec le recul, connaissant la situation actuelle de Lapeyre et ce qui s'est passé depuis cinq dans la société, jugez-vous que cet accord avait été correctement calibré ? N'avez-vous aucun regret ?

M. Benoît Bazin. Je ne sais pas ce qui s'est passé depuis le 1^{er} juin 2021. Comment s'est fait le dialogue entre la mandataire *ad hoc*, le fonds Mutares, les salariés, la concurrence ? Je ne le sais pas. Mais je n'ai aucun regret, sachant l'ensemble des engagements pris, le temps passé par toutes les parties prenantes de Saint-Gobain sur les plans financier et managérial et l'implication du conseil d'administration et de tous les meilleurs experts de la place pour analyser, décortiquer et faire tout ce qui était en notre pouvoir.

L'encadrement des commissions et des frais de conseil est une pratique courante. On peut, sans être complètement paranoïaque, s'inquiéter de la rémunération des banquiers d'affaires et de certains fonds d'investissement et, pour cette raison, vouloir les encadrer, comme nous le devons et le pouvions. Il était évident, simple et nécessaire d'imposer qu'il n'y aurait pas de remontée de dividendes par le fonds Mutares aussi longtemps que l'exploitation de Lapeyre ne serait pas redevenue durablement rentable. Ces dispositifs ne traduisaient pas une inquiétude particulière, ils étaient naturels.

De même, quand le groupe Saint-Gobain gère des filiales en difficulté, il ne leur demande pas de faire remonter de la trésorerie : nous leur envoyons au contraire de la trésorerie pour leur permettre d'investir. S'assurer que l'entreprise a tous les moyens de son développement est une pratique normale. Les fonds Verdosio et Cevital ont visité les usines et constaté les nombreux investissements que nous y

avons réalisés. Tout cela a été fait conformément aux principes et aux valeurs du groupe Saint-Gobain.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Mutares a facturé 20 M€ de conseils à Lapeyre en trois ans. Cette facturation est conforme à la lettre de l'accord homologué, mais vous semble-t-elle conforme à son esprit ? Une telle pratique est-elle durable pour une entreprise comme Lapeyre ? Vous n'êtes pas au courant de ce qui s'est passé chez Lapeyre depuis juin 2021, dites-vous... mais j'imagine que vous avez au moins autant d'éléments que moi.

M. Benoît Bazin. J'ai prêté serment : je le dis solennellement, je n'ai aucune information sur l'activité du groupe Lapeyre aujourd'hui. Je n'en suis pas client à titre personnel, je n'ai aucune information sur les comptes ou la marge d'exploitation du groupe, je n'ai eu aucun échange avec les dirigeants du groupe Mutares ou les salariés de Lapeyre.

Je ne peux répondre à votre question relative au dimensionnement des frais de conseil : parce que j'ignore quels conseils ont été prodigués et leur nature (stratégique, commerciale, managériale...), je ne suis pas en mesure de vous dire ce qu'ils valent. Je ne sais pas quelles missions de conseil a réalisées Mutares. Nous avons encadré certains sujets, comme celui des rémunérations, mais je ne sais pas plus quelle valeur cet encadrement a apportée. Des fiducies ont été créées, qui ont été pilotées un trimestre à l'avance par la mandataire *ad hoc* et un contrôleur. Si le contrôleur ou la mandataire *ad hoc* ont eu l'impression que les rémunérations versées ne valaient pas l'argent investi ou que c'étaient de mauvais conseils ou des coquilles vides, ils avaient le devoir de le signaler et la déontologie professionnelle pour ce faire. Ce n'est pas de ma responsabilité.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous décidez de céder une entreprise forte de plus de quatre mille salariés à un fonds qui, vous le savez pertinemment à l'époque, est un fonds de retournement. Par la suite, vous ne lisez pas la presse, même un peu, pour savoir ce qu'il en advient ? Tous les éléments dont je fais état sont dans la presse depuis 2021, tout le monde est au courant des vingt millions d'euros de frais de conseil !

Un certain nombre de salariés de Lapeyre et leurs représentants s'interrogent : choisir Mutares, n'était-ce pas le moyen d'externaliser un plan social à très grande échelle et de limiter le coût du plan de sauvegarde de l'emploi (PSE) qu'aurait dû engager Saint-Gobain, à l'époque, pour restructurer cette société en perte ? Récemment, dans une autre entreprise, le choix a été fait d'un PSE plutôt que la reprise par Mutares, tant mieux vaut un bon PSE que la reprise par un fonds vautour.

M. Benoît Bazin. J'observe une contradiction dans les propos des salariés que vous me rapportez et qui, d'une part, critiquent la gestion de Lapeyre par Saint-Gobain, mais, d'autre part, considèrent qu'il ne fallait pas céder la société... Ce que je lis tous les jours dans la presse, malheureusement, ce sont de très mauvaises nouvelles sur la situation du bâtiment en France. Cela se traduit dans les chiffres des filiales de Saint-Gobain et, compte tenu des événements dans le monde et de la remontée des taux d'intérêt à long terme, les choses ne vont pas aller s'améliorant.

Je m'inscris vigoureusement en faux contre l'allégation selon laquelle la cession de Lapeyre aurait eu pour but d'externaliser un plan social. Quand Saint-Gobain doit faire des plans sociaux, il les fait – et nous en avons fait chez Lapeyre, y compris quand j'étais moi-même chargé du pôle Distribution du groupe, dont Lapeyre était l'une des nombreuses filiales.

Mutares avait prévu des réductions d'effectifs à terme, après que le fonds aurait pris connaissance de l'entreprise plus en détail. Jugeant cette décision mauvaise à ce moment, nous avons volontairement décalé cela dans le temps et, comme je l'ai indiqué, nous avons apporté 53,7 M€ à la fiducie monétaire pour couvrir les frais d'une restructuration, si elle devait se produire : nous avons ainsi prévu un montant égal à ce qui aurait été nécessaire si la restructuration avait été menée par Saint-Gobain il y a cinq, dix ou quinze ans. Il n'était donc pas question, pour Saint-Gobain, d'éviter une restructuration coûteuse en la faisant faire « pour moins cher » par Mutares.

Je suis donc sidéré d'entendre cette interprétation de la cession. Le processus a été mené de manière approfondie, très sérieuse, avec tous les moyens et toutes les informations à notre disposition, après que la décision stratégique a été prise de céder une activité BtoC qui n'était pas au cœur de la stratégie du groupe Saint-Gobain, spécialisé dans le BtoB. Cette décision prise, il fallait trouver les meilleures conditions de cession et cela a pris plus d'un an et demi, en tenant compte de tous les paramètres-clés : crédibilités financière, industrielle et managériale des candidats à la reprise, vérification et contrôle juridique par des tiers expérimentés, etc.

Nous avons vendu plus de vingt-cinq sociétés à des fonds d'investissement et ces cessions se sont bien passées. Nous avons aussi acheté de nombreuses sociétés, qui appartenaient parfois à de tels fonds d'investissement : nous avons ainsi repris Chryso, une pépite qui avait quitté, en 2001, l'orbite du groupe Lafarge. Ce groupe a aujourd'hui disparu, peut-être parce qu'il ne s'était pas transformé : il n'a plus ni siège, ni activité et cela a été extraordinairement violent. Il est du devoir des dirigeants d'entreprise de faire évoluer leur stratégie compte tenu de l'évolution du monde : pour ne pas l'avoir compris assez tôt, de grands groupes industriels comme Lafarge (ciment) ou Péchiney (aluminium) ont disparu.

Un dirigeant doit anticiper et savoir où il peut apporter son savoir-faire stratégique, industriel et managérial. C'est pourquoi nous avons décidé de céder Lapeyre et, une fois la décision prise, nous nous sommes donné les moyens de le faire dans le respect des principes et valeurs des dirigeants et du conseil d'administration de Saint-Gobain : il en allait de notre réputation et de notre responsabilité et nous avons travaillé d'arrache-pied, pendant une longue période, sur cette opération comme sur d'autres cessions et acquisitions.

Nous avons traité cette cession sans arrière-pensées, certainement pas avec l'idée d'un « coup de billard à trois bandes ». Mais je me dois de le souligner à nouveau devant la représentation nationale : tous les dispositifs qui pouvaient faire progresser la rénovation énergétique et d'autres sujets ayant été progressivement

démembrés, pour de bonnes ou de mauvaises raisons, le bâtiment en France est aujourd'hui dans une situation extraordinairement difficile – et je pèse mes mots.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Confirmez-vous avoir reçu six courriers de la part des CSE vous alertant, à l'époque, sur le profil de Mutares, six courriers que vous avez choisi d'ignorer comme vous avez ignoré les douze avis négatifs des CSE du groupe Lapeyre, avant de céder l'entreprise à Mutares ?

M. Benoît Bazin. Je n'ai pas en mémoire le nombre exact des courriers reçus et vous répondrai par écrit sur ce sujet.

Les avis négatifs des CSE portaient fondamentalement sur la cession de Lapeyre. C'est le paradoxe que je signalais tout à l'heure : le groupe Lapeyre, quand il était détenu par Saint-Gobain n'était « pas bien géré »... mais il ne fallait pas le faire sortir du groupe ! Se serait-il agi de Verdoso ou de Cevital, les avis auraient été les mêmes. J'ai aussi le souvenir que l'offre dite « des salariés de Lapeyre » – cinq cents d'entre eux, qui n'avaient aucune expérience managériale et aucun apport de fonds propres – a provoqué l'antagonisme des 3 500 autres. Il était de notre devoir de maintenir l'unité du corps social.

Je me souviens des avis négatifs, exprimés après soixante-dix réunions de CSE. Six CSE avait signé un accord de méthode, six avaient refusé de le faire – ce qui est leur choix le plus strict. En matière de dialogue social en France, que l'on traite d'acquisitions, de cessions, d'évolution salariale ou de sujets relevant du droit social, des procédures d'information-consultation sont prévues et des avis sont rendus, parfois unanimement positifs, parfois partagés, parfois négatifs. Une fois la consultation faite, la décision est prise. Les avis exprimés étaient effectivement défavorables, mais je pense qu'à l'époque, cette appréciation portait davantage sur le principe même d'une cession que sur l'identité du repreneur auquel la société Lapeyre serait cédée.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour ces échanges, qui nous ont largement donné le temps de préciser les choses. Vous pourrez les compléter par écrit, si vous le souhaitez, en répondant au questionnaire que vous a adressé notre rapporteure et en accompagnant vos réponses des documents que vous jugeriez utiles pour éclairer la commission.

*

* *

22. Audition de salariés de la Fonderie de Bretagne et des Forges de Tarbe (2 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Depuis sa cession par Renault, la Fonderie de Bretagne a connu une histoire mouvementée : elle est passée entre les mains du fonds de retournement allemand Callista Private Equity, puis celles de Private Assets, avant d'être reprise par le groupe Europlasma dans le cadre d'un redressement judiciaire.

L'activité de l'entreprise a alors été réorientée vers de nouveaux métiers, dont la production d'obus. Nous avons compris que ce mouvement, d'ailleurs

inachevé, ne se passait pas dans les meilleures conditions, notamment en matière de relations entre la direction et les salariés. Vous allez pouvoir nous éclairer sur ce point.

Quant aux Forges de Tarbes, un mouvement social survenu en 2024 a alerté les pouvoirs publics sur la faiblesse du niveau d'investissement, les retards de production et la mise à l'arrêt de l'appareil productif. Vous allez pouvoir nous donner votre appréciation sur la réalité et l'impact social des mesures que la direction de l'entreprise a pu prendre, notamment pour porter remède au vieillissement des machines et, plus globalement, de l'outil de production. Depuis cette date, la situation semble s'être améliorée.

Le point commun entre la Fonderie de Bretagne et les Forges de Tarbes est la présence, en leur sein, du groupe Europlasma. Les controverses entourant certaines pratiques de ce groupe nous ont conduits à souhaiter entendre sa direction, qui vous succédera dans cette salle.

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

(Mme Josiane Frétier, M. Maël Le Goff et M. Éric Guyomard prêtent serment.)

Mme Josiane Frétier, ancienne déléguée syndicale aux Forges de Tarbes. Je suis jeune retraitée, depuis le 1^{er} novembre 2025, de la société des Forges de Tarbes, où j'occupais le poste de responsable « Finances gestion ».

Les Forges de Tarbes sont l'ancienne obuserie de l'arsenal de Tarbes et elles ont une valeur patrimoniale pour les Tarbais. Elles fabriquaient des corps d'obus pour la défense française et pour la direction générale de l'armement (DGA). Cette société occupe une place stratégique sur le marché de l'armement : dotée d'un savoir-faire unique, elle est la seule entreprise française à fabriquer des corps d'obus de gros calibre, de 155 mm notamment, pour le canon Cæsar vendu par Nexter.

L'atelier d'obuserie a été vendu en 2006. Le groupe d'armement s'appelait alors Giat Industries, devenu Nexter par la suite. La société a été reprise par le groupe Vallourec pour la fabrication de raccords de tiges de forage, des profils proches de corps d'obus.

L'aventure a duré douze ans, puis s'est arrêtée lorsque Vallourec a cédé sa filière Drill. Nous avons alors espéré revenir dans le giron de l'armement et de la DGA, par l'intermédiaire de Nexter, car nous avons toujours une petite activité dans le domaine militaire. Cela n'a pas été possible.

La société a tout d'abord été reprise par Altifort. Vallourec avait laissé une trésorerie plus qu'importante, de l'ordre de 3 millions d'euros (M€). Cependant, au bout d'un an, Altifort a été placée en liquidation judiciaire après avoir racheté un nombre élevé d'entreprises et vidé tous leurs comptes en banque.

On est donc reparti de zéro. Les Forges de Tarbes ont été mises en redressement judiciaire en août 2019 et elles ont frôlé la liquidation à la fin de la même année.

C'est alors que nous avons été rachetés à la barre du tribunal (jugement en date du 10 janvier 2020) par M. Frank Supplisson, qui a repris les vingt-huit salariés et leurs comptes d'épargne et obtenu un engagement de la DGA pour la fourniture de cent mille corps d'obus sur deux ou trois ans. Monsieur Supplisson a apporté à l'entreprise un capital de dix mille euros, donc peu de trésorerie. On s'est débrouillés comme on a pu et on a atteint rapidement nos limites.

Au bout d'un an, monsieur Supplisson a cherché un repreneur, un partenaire financier, et c'est alors qu'Europlasma s'est présenté.

Europlasma est arrivé en août 2021 : c'est depuis cette date que l'entreprise s'appelle Les Forges de Tarbes. Nous, salariés et syndicats, avons vraiment appuyé la reprise des Forges par Europlasma, qui s'est présenté comme un industriel ayant des projets d'investissements, de financement et de diversification. On a également été séduits par le fait que l'un de ses trois administrateurs n'était autre que l'ancien patron de la DGA, M. Laurent Collet-Billon. Pour nous qui étions sur ce créneau, c'était un véritable atout.

Dans le cadre de cette reprise, des commissions de suivi paritaires ont été instaurées à l'initiative du préfet, pour veiller au respect des engagements pris lors de la reprise. Dans ces comités siégeaient des représentants des salariés, de l'employeur et de l'État, ainsi des députés et sénateurs. Un commissaire du Gouvernement, contrôleur général des armées, avait également été nommé pour accompagner la restructuration.

Au bout d'un an, on s'est rendu compte que les engagements tardaient à se concrétiser et que l'on manquait de trésorerie. Notamment, l'outil de production souffrait d'un manque de maintenance, on subissait pannes sur pannes. C'était la course au dépannage pour maintenir, tant bien que mal, l'outil de production. Le groupe Europlasma s'était pourtant engagé : il est d'ailleurs indiqué, dans leur lettre d'intention de reprise, que priorité devait être donnée à la remise à niveau de l'outil de production.

Très rapidement, nous nous sommes retrouvés dans une situation délicate, c'est-à-dire ne pas pouvoir honorer dans les temps les commandes de notre client unique (Nexter), ce que nous avons assez mal vécu.

Via le délégué syndical, nous, salariés, avons fait remonter nos problèmes, nos interrogations et nos doutes auprès de la direction, sans grand succès.

Le seul retour a été la sanction du délégué syndical de l'époque, M. Benjamin Duez, qui a été traité très violemment : il a subi une mise à pied conservatoire, sans salaire, pendant trois mois, alors qu'il était soutien de famille.

Une procédure de licenciement a été lancée à son encontre, mais elle a été refusée en mai 2023 par l'inspection du travail. L'employeur a fait appel auprès du ministre du travail de l'époque, M. Olivier Dussopt, qui a confirmé la décision de l'inspection du travail. Il a ensuite porté l'affaire devant le tribunal administratif de

Pau, où l'audience n'a pas encore eu lieu. Monsieur Duez a été réintégré, il occupe aujourd'hui un poste-clé à la maintenance.

Très affecté par les événements, monsieur Duez n'a pas souhaité renouveler son mandat. C'est pour ces raisons que j'ai pris son relais et que je me suis présentée aux élections professionnelles, pour devenir représentante du personnel. Dans le cadre du comité social et économique (CSE) d'une entreprise de moins de cinquante personnes, nous n'avions aucune prérogative en matière économique, sociale et financière. J'ai donc pris un mandat de déléguée syndicale pour pouvoir siéger à la table des négociations.

J'étais alors à trois ans de la retraite. L'usine devait et pouvait vivre. L'industrie, c'est un monde qui vous emporte, c'est une vraie famille. Les gens sont vraiment attachés à leur usine.

Le régime qui m'a été appliqué n'a pas été meilleur que celui dont a souffert Benjamin Duez : pressions, intimidations... et, pour finir, je suis en procédure correctionnelle, attaquée par la direction d'Europlasma et des Forges de Tarbes. Alors que je suis à la retraite, j'ai reçu, le 6 février 2026, une assignation à comparaître devant le tribunal correctionnel de Bordeaux pour diffamation publique, à la suite de propos tenus dans les journaux *Ouest-France*, *Le Télégramme* et *Le Point*, qui m'avaient contactée après les événements survenus à la Fonderie de Bretagne et auxquels j'avais expliqué que cette situation avait, pour nous, un air de « déjà-vu ».

Concernant la réalisation des engagements, l'apport financier de 2 M€ de capital a été réalisé sur 2021. Le financement du plan d'investissement devait suivre : la moitié consacrée à la remise à niveau de l'outil de production, l'autre moitié à des investissements capacitaires ou de développement.

Le projet de diversification n'a pas vu le jour. Pour le reste, on vient de clôturer le cinquième exercice et l'investissement comptabilisé sur le site est d'à peine 5 M€, la moitié du montant prévu. La situation est dommageable : c'est la course permanente pour faire tourner l'outil de production et honorer les commandes, c'est très difficile et frustrant à vivre. Quarante-deux accidents du travail sont à déplorer en 2025, c'est inacceptable. Cela dénote de la fébrilité et de la frustration subies par les salariés du fait de conditions de travail dégradées.

Les commissions de suivi ont été purement et simplement « enterrées », malgré de multiples relances auprès du préfet – y compris par l'intermédiaire de nos élus, députés et sénatrices. Nous voulions que tout le monde puisse siéger, afin d'alerter et d'impliquer les pouvoirs publics. C'était une demande légitime, puisque l'usine travaille dans le secteur de l'armement, qu'elle fabrique des corps d'obus et qu'elle est financée par des fonds publics – que ce soit par le biais de Nexter, qui a la DGA pour donneur d'ordre, ou par des aides remboursables de l'État. On voulait à tout prix que l'État ait un droit de regard sur la gestion des Forges.

Même punition pour ce qui est du commissaire du Gouvernement, contrôleur général des armées : pas de nomination. Initialement, c'était M. Gérard

Gibot, depuis retraité, qui assurait cette mission : il connaissait bien l'usine et avait un regard technique sur les installations et les processus.

Trésorerie et financements, c'est là que le bât blesse. La trésorerie a été constamment mise à mal, on a du mal à payer nos fournisseurs et, de ce fait, on subit de nombreuses ruptures d'approvisionnement. Le côté « pervers » de cette histoire est que l'usine des Forges était peut-être le seul site du groupe Europlasma à tourner correctement : on avait des entrées de *cash* conséquentes, qui ne restaient malheureusement pas en totalité chez nous. Si on avait conservé cette trésorerie, on aurait au moins pu engager les opérations prioritaires de maintenance et payer nos fournisseurs. Il faut savoir que, lorsque le client Nexter passe commande, il verse un acompte de 20 % ou 25 %, ce qui représente une somme importante. La société des Forges a également perçu des fonds dits « article 90 » : il s'agit d'une aide remboursable d'État, un dispositif de soutien aux exportations dans le secteur de l'armement.

Il existe une convention de trésorerie qui permet à Europlasma de gérer les flux de trésorerie des sociétés du groupe. Cette centralisation permet de soutenir les entités en difficulté via des virements de trésorerie. Ce système a toutefois ses inconvénients et ses limites, particulièrement pour les Forges : c'est la perte d'autonomie dans la gestion de trésorerie, dirigée par Europlasma.

M. Maël Le Goff, secrétaire CGT à la Fonderie de Bretagne. Je travaille à la Fonderie de Bretagne depuis vingt-trois ou vingt-quatre ans. Dans ma famille, nous en sommes à la troisième génération de fondeurs.

L'entreprise existe depuis soixante ans. Elle a été construite à la fermeture des Forges d'Hennebont, par et pour Renault. L'histoire commune avec Renault s'est arrêtée une première fois en 1998. On a eu ensuite un actionnaire italien (Teksid), puis un autre (Zen-Garro). L'entreprise s'est retrouvée en redressement en 2008. Une grosse bataille a alors été menée, pendant deux ans, et on a finalement été repris en 2009 par Renault, qui a voulu nous lâcher une fois de plus en 2020. On s'est battus, mais l'histoire s'est arrêtée en 2022. Le fonds Callista est arrivé ensuite, mais cela n'a duré qu'un an. On savait très bien que ce fonds n'était pas sérieux : il ne nous a rien apporté. Pendant ce temps, Renault diminuait ses volumes de commande. La situation est donc devenue compliquée et on s'est retrouvés une nouvelle fois en redressement.

Les premiers rapprochements entre la délégation interministérielle aux restructurations d'entreprises (Dire), actuelle mission interministérielle aux restructurations d'entreprises (Mire), et Europlasma ont eu lieu en décembre 2024, sur la question de l'armement. La Fonderie avait en effet commencé, dans le cadre de la diversification de l'activité, à travailler sur des corps d'obus pour Thales. C'est peut-être cela qui a intéressé Europlasma.

Depuis la reprise officielle de l'entreprise par Europlasma (1^{er} mai 2025), on a travaillé une cinquantaine de jours en 2025. En 2026, cela fait quatre mois que nous ne travaillons pas.

L'entreprise a été victime d'un incendie, le 20 janvier 2026. Un de nos quatre fours de vingt-cinq tonnes est hors d'usage.

Les travaux de décontamination et de réparation sont en cours. On attend les experts en fonderie du Centre technique des industries mécaniques (Cetim) pour connaître les causes de l'incendie, la direction régionale de l'environnement, de l'aménagement et du logement (Dreal) ayant suspendu notre autorisation de production. Ces difficultés viennent s'ajouter à celles rencontrées avec Europlasma.

Un comité de suivi, mis en place avec les pouvoirs publics du temps de Callista, fonctionne toujours. Une réunion s'est tenue fin janvier, juste après l'incendie. Monsieur Jérôme Garnache-Creuillot, qui était venu une première fois en novembre 2025, y était présent. J'ai vu alors quelqu'un qui, visiblement, n'aime pas être bousculé, ni qu'on lui dise ce qu'il a à faire. Il n'a pas répondu aux questions légitimes que nous nous posons tous depuis la reprise. Des engagements financiers et de volume de production avaient en effet été pris au tribunal de commerce, qui avait semblé hésitant. Peut-être avait-il eu, sur Europlasma, des échos que l'on n'avait pas ? À l'époque, on ne connaissait ni les Forges de Tarbes ni Valdunes, que l'on a découverts par la suite. 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-Creuillot 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. Tout ce qu'on voit, c'est qu'on ne travaille pas depuis quatre mois, à cause notamment de l'incendie. Je suis retourné travailler lundi. Je suis chaudronnier-soudeur et travaille à la maintenance. Or on ne peut pas avoir de matériel, car 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.

On a, tout comme le comité de suivi, interrogé M. Garnache-Creuillot pour savoir quand il disposerait de financements plus sains et moins opaques, afin d'avancer et de recréer de la confiance avec les clients et les fournisseurs. Il existe vraiment une possibilité de développement dans le domaine de l'armement. Thales a, par exemple, augmenté ses commandes : il y a un besoin. Des opportunités existent également en matière d'obus dits « PaVa » (Pacte de Varsovie), pour des

pays qui utilisent de l'armement issu de l'ex-Union soviétique : ces corps creux d'obus sont différents de ceux de Thales pour la France.

Il y a donc un marché, mais on ne voit pas d'issue avec Europlasma. On a déposé, fin novembre 2025, un droit d'alerte économique et reçu les résultats de l'expertise de Secafi Alpha. Le constat est clair : il existe, dans ce secteur, un marché à fort potentiel. C'est ce qui nous fait encore tenir. Mais après quatre mois sans travailler, certains salariés envisagent de partir.

En janvier 2026, Europlasma a indiqué aux pouvoirs publics qu'un nouveau financement allait être trouvé pour fin mars, avant d'annoncer en CSE, la semaine dernière, que ce serait finalement pour juin. D'une réunion à l'autre, M. Garnache-Creuillot dit tout et son contraire. Il est très compliqué à suivre et il fait énormément de promesses.

Tout cela a créé une ambiance très délétère dans l'entreprise. Le directeur, M. Jérôme Dupont, a été remercié en octobre 2025. Il avait tiré la sonnette d'alarme à propos des financements, car il considérait que l'entreprise devait toujours avoir un petit « matelas financier » de côté pour avancer ou pour faire face à un problème – par exemple, assurer le paiement des factures énergétiques. Cela a commencé à créer de la discorde et monsieur Dupont a été remercié. Tous ceux qui tiennent tête à M. Garnache-Creuillot sont exclus : le DRH est en arrêt depuis quatre ou cinq mois et il ne reviendra sans doute plus, car il est très affecté par la situation ; le chef de l'ingénierie, qui a été très compétent pour développer le corps creux d'obus que l'on était censé produire, vient de donner sa démission.

Il faut en effet savoir que, malgré l'existence des Forges de Tarbes et la présence de monsieur Collet-Billon, ancien responsable de la DGA, au sein de son conseil d'administration, Europlasma ne nous a jamais aidés à créer le corps creux d'obus. Du dessin à la conception, le chef d'Éric Guyomard a tout fait tout seul. C'est quelqu'un de très important dans l'entreprise, qui démissionne parce que M. Garnache-Creuillot lui a demandé de devenir directeur de l'entreprise et que cela l'a effrayé. Il lui a répondu qu'il était ingénieur et que son métier était de travailler dans un bureau d'études, pas de diriger une entreprise : cela montre bien que M. Garnache-Creuillot ne connaît rien à l'industrie. Le départ de ce collègue est préjudiciable, d'autant qu'il ne sera sans doute pas le dernier à partir.

Nous étions trois cents quand Europlasma nous a repris. Un plan de sauvegarde de l'emploi (PSE) a ensuite réduit l'effectif de vingt-cinq personnes. On a négocié pour que les départs concernent des salariés proches de la retraite et que l'on garde les jeunes. Cela a été compliqué, mais c'est le seul point sur lequel on a réussi à trouver un accord avec Europlasma.

L'entreprise a enregistré quatre décès l'année dernière. Un salarié s'est suicidé ce week-end. On se pose beaucoup de questions. Psychologiquement, c'est très compliqué. On a reçu notre paie hier : il nous manque 400 euros. Je gagne en principe 2 100 euros par mois ; je n'ai touché que 1 700 euros. J'ai une famille, comme tout le monde, j'ai des choses à payer. Ça dure, ça dure... ce n'est plus possible, on n'en voit pas le bout. Je précise que c'est le dispositif d'activité partielle qui paie nos salaires, pas monsieur Garnache-Creuillot.

Tous ces éléments mis bout à bout nous fatiguent et nous usent. On garde pourtant la flamme et une lueur d'espoir, car on tient à l'entreprise, on est une famille. C'est une entreprise qu'on ne veut pas lâcher, mais avec Europlasma, ça va être compliqué... Comment cela va-t-il se passer dans l'avenir ? On ne veut pas la fermeture de la Fonderie de Bretagne. On aimerait trouver une solution, une issue, par exemple avec un autre actionnaire.

M. Éric Guyomard, délégué CGT à la Fonderie de Bretagne. Je travaille au bureau d'études de la Fonderie de Bretagne.

Face aux sept cent mille euros d'impayés, l'excuse avancée par M. Jérôme Garnache-Creuillot est que l'ensemble de l'effectif du service Comptabilité est en arrêt de travail.

C'est l'histoire du chat qui se mord la queue : les collègues du service Comptabilité se sont précisément mis en arrêt parce qu'ils avaient déjà dû faire face à des impayés et qu'ils en avaient assez d'avoir affaire aux fournisseurs...

On se trouve dans cette situation car, en 2022, notre actionnaire, Renault, nous a lâchés. Il nous a balancés à la baille, avec une bouée constituée des fiducies pour combler les pertes d'exploitation pendant deux ou trois ans et mener un projet d'investissement. Durant les dix ans que l'on a passés chez Renault, le groupe a viré notre service commercial et fait en sorte de nous couper de tous nos autres clients et de dédier l'outil de travail à la fabrication exclusive de pièces pour Renault. Lorsqu'il n'a plus eu besoin de nous, il nous a donné 20 M€ et nous a laissés seuls pour sortir de là... La cause principale de notre situation est Renault, dont le premier actionnaire est l'État, et on ne peut pas dire qu'on a reçu beaucoup d'aide de ce côté-là.

On a eu néanmoins la chance, avant l'arrivée d'Europlasma, de commencer à travailler à la diversification de l'activité, avec la production de pièces pour Thales. On a également réussi à développer des liens avec de nouveaux clients, comme John Deere ou Vossloh pour le secteur ferroviaire. L'outil « Fonderie de Bretagne » a un potentiel et plaît aux clients. Le gros point d'interrogation et le malaise que l'on rencontre viennent de l'actionnaire : 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.

C'est ça, la vie avec Europlasma : des fournisseurs qui ne sont pas payés, des clients qui n'ont pas confiance et des promesses qui ne sont pas tenues. Europlasma avait promis d'injecter 7,5 M€ dans la trésorerie la première année, mais il n'a apporté que 4,5 M€. Ils ont promis 5 M€ pour 2026 et la production de deux cent cinquante mille corps d'obus : nous n'avons encore rien vu.

Je souhaiterais revenir sur le travail effectué sur le développement du corps d'obus. La Fonderie de Bretagne n'est pas un centre de recherche et développement, mais un outil de production. Quand M. Jérôme Garnache-Creuillot a indiqué, à la barre du tribunal, qu'il allait nous faire produire des corps d'obus, on pensait qu'il

allait nous envoyer des plans fournis par un client, à charge pour nous de fabriquer la pièce en question. En septembre 2025, on n'avait toujours rien vu arriver. C'est là qu'on a compris que c'était à nous de développer le produit et d'aller le commercialiser sur le marché... sauf que ce n'est pas du tout notre métier ! On a eu la chance d'avoir parmi nous M. Régis Texier, responsable du bureau d'études. Pendant le week-end et en dehors de ses heures de travail, il a contacté ses anciens collègues d'école et travaillé chez lui pour développer une munition avec des plans récupérés sur internet : on en est là. Avec nos machines d'impression 3D, on a développé un prototype, sans l'aide de personne, malgré la présence dans le groupe des Forges de Tarbes, des Forges de Gerzat et de M. Laurent Collet-Billon, ancien responsable de la DGA et membre du conseil d'administration d'Europlasma. On avait des questions à poser à la DGA, mais on n'a jamais obtenu un seul contact par l'intermédiaire de monsieur Collet-Billon. On a alors fait appel au député local, M. Jean-Michel Jacques, qui nous a trouvé le contact utile en cinq minutes, alors que l'on demandait depuis six mois à Europlasma de nous aider.

On a finalement réussi à développer ce corps d'obus.

Les tests de fragmentation ont été effectués avec succès et on attend les tests balistiques, qui doivent avoir lieu en Roumanie. La France est la quatrième ou cinquième puissance militaire mondiale et on est obligés de faire tester nos munitions en Roumanie. Les obus sont remplis et on attend un créneau de tir. Le problème est que tout ce qui concerne la diversification de la Fonderie de Bretagne vers l'armement est géré par quelqu'un que l'on ne connaît pas, un certain M. Bryan Crosswhite, auquel on donne les obus sans savoir où ils vont, ni quand ils seront testés, et qui revient du jour au lendemain avec un certificat. On n'a aucune information à ce sujet.

Quasiment un an après la reprise, on ne sait toujours pas quel produit on va fabriquer. On travaille sur le corps d'obus brut et on est en train de développer l'usinage pour effectuer cette étape en interne, mais on ignore si les clients veulent des corps d'obus bruts, usinés ou *ready-to-fill* avec l'empennage et la fusée, ce qui supposerait de développer un réseau de sous-traitance, sachant que l'on ne paie pas les fournisseurs... On a réussi à développer le corps creux et la partie usinage en interne, sans connaître le besoin des clients, sur lequel M. Jérôme Garnache-Creuillet est incapable de nous renseigner.

M. le président Emmanuel Mandon. En résumé, les projets industriels de vos entreprises vous paraissent intrinsèquement crédibles, mais vous doutez de la manière dont le processus est mené...

M. Éric Guyomard. ... à la nuance près qu'il reste, à la Fonderie de Bretagne, un montant résiduel de l'enveloppe de 20 M€ laissée par Renault, lors de la cession, pour financer les investissements. Nous avons l'argent pour financer les dépenses d'investissement (*Capital Expenditures*, Capex).

M. le président Emmanuel Mandon. Il est important de le souligner. À quel niveau les engagements d'Europlasma ont-ils été respectés ?

M. Maël Le Goff. On est loin des engagements pris devant le tribunal de commerce, qui devrait d'ailleurs peut-être réagir. On sent que tout le monde est embêté par cette histoire. Si on bouscule trop, cinq cents emplois sont menacés. S'ajoute à cela le fait que c'est la Dire qui est allée chercher Europlasma. Tout le monde se connaît très bien, dans cette histoire. On sent que si quelque chose se passe, tout s'écroule. Mais quoi ? On ne sait pas. Tout ce qu'on sait, c'est qu'on a peur pour nos emplois.

Mme Josiane Frétier. Les engagements concernant Tarbes, comme indiqué précédemment, ne sont pas tenus non plus.

Se pose la question du mode de financement des investissements. On travaille dans le secteur de l'armement, qui est censé être encadré par l'État. Il y a donc, nous semble-t-il, une obligation, pour les pouvoirs publics, de s'investir et de regarder ce qui se passe dans les entreprises du secteur. Comment l'État peut-il cautionner de faire appel au fonds Alpha Blue Ocean (ABO), qu'en est-il de la souveraineté nationale ?

Les Forges de Tarbes bénéficient, par ailleurs, du dispositif de l'article 90, c'est-à-dire une aide remboursable octroyée pour développer les productions à l'export. L'enveloppe s'élevait à 7,1 M€ et M. Roland Lescure s'était alors félicité publiquement d'avoir apporté cette aide à Europlasma. Or 5 M€ d'investissements ont été comptabilisés à Tarbes. Sachant que les 7,1 M€ d'aide perçue doivent correspondre à 60 % du montant total du projet, soit environ 12 M€, quels sont les investissements de 12 M€ déclarés pour les Forges ?

Comment les dossiers ont-ils été constitués ? Qui contrôle leur réelle valeur et leurs correctes utilisation et affectation ?

Fin 2024, par exemple, l'usine a reçu cinq tours à commande numérique : nous ne les avons pas commandés, la commande a été passée directement par Europlasma, qui nous les a refacturés. Ils nous ont coûté un prix trois fois supérieur à celui du marché. D'où venaient ces tours ? Les commissaires aux comptes m'ont répondu qu'ils avaient vérifié et validé avec la facture d'origine.

Plus généralement, on ne sait rien de la stratégie d'Europlasma. Par exemple, Bizzell EU, munitionnaire américain, est entré au capital de Valdunes dès son rachat par Europlasma. On s'est donc demandé si Bizzell n'entrait pas « par la petite porte » pour s'emparer des Forges de Tarbes, d'autant qu'un individu nommé Bryan Crosswhite, arrivé d'on ne sait où et se présentant comme « représentant de Bizzell », bénéficiait d'un libre accès aux Forges de Tarbes. Nous travaillons dans l'armement, il en va de la souveraineté nationale... ce genre de situation nous pose problème.

J'ai, par ailleurs, découvert dernièrement un acte notarié de prêt hypothécaire, d'un montant de 2,5 M€, signé entre les Forges de Tarbes et la société Cepia, basée dans le Calvados et qui n'est autre qu'une filiale de Samfi Invest. Les fonds ont été libérés en décembre et le document indique que s'ils ne sont pas remboursés fin février, le site des Forges de Tarbes sera vendu et appartiendra à cette

société. Pourquoi s'être débarrassé ainsi du site ? On devient garantie financière du groupe.

Ces initiatives d'Europlasma affectent les Forges d'un point de vue éthique et déontologique. Il n'est déjà pas simple de fabriquer des armes... mais c'est notre métier depuis toujours et nous avons, ce qui nous rassure, la garantie de travailler pour l'État (via Nexter KNDS) et de contribuer à la défense nationale. On ne comprend pas et on s'inquiète que l'État soit tenu à l'écart.

M. le président Emmanuel Mandon. Les tours que vous avez reçus ont-ils été installés ?

Mme Josiane Frétier. Oui. Ils sont arrivés fin 2024 et ont commencé à fonctionner en février 2025. Notre interrogation porte sur la valeur de ces biens.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous remercie d'avoir accepté cette audition. Lorsque j'étais présidente de la commission des affaires économiques, j'avais auditionné M. Luca de Meo, alors PDG de Renault, juste avant le rachat de la Fonderie de Bretagne par Europlasma.

J'ai souvent été amenée à demander des auditions de représentants de salariés. Mais c'est la première fois que je vois pareille situation : aucun représentant de salariés de Valdunes n'accepte, par exemple, de témoigner, même en huis clos ou de façon non officielle. C'est dire à quel point il règne une ambiance de terreur dans toutes les usines possédées par Europlasma... C'est extrêmement inquiétant et vos témoignages le confirment.

Je suis allée à Bercy contrôler tous les documents relatifs à Valdunes, aux Forges de Tarbes et à la Fonderie de Bretagne. La plupart des éléments sont sous le sceau de la confidentialité.

Nous allons procéder, tout à l'heure, à l'audition du président-directeur général d'Europlasma. Quant à Alpha Blue Ocean, qui a la main sur Europlasma, c'est le seul fonds que nous n'arrivons pas à auditionner et c'est le cas le plus aberrant auquel notre commission d'enquête ait été confrontée. Cela suscite évidemment de grandes inquiétudes pour les usines : je suis le dossier de la Fonderie de Bretagne depuis longtemps et suis d'autant plus peinée de la situation.

Les Forges de Tarbes sont présentées comme le « succès » d'Europlasma. Il est intéressant de connaître la réalité. Vous indiquez, madame Frétier, qu'à peine 5 M€ d'investissements ont été réalisés. Combien étaient initialement prévus ?

Mme Josiane Frétier. L'engagement était de 10 M€.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quel était le montant des aides publiques prévu et finalement versé ?

Mme Josiane Frétier. À l'époque de monsieur Supplisson, le montant de l'aide remboursable ART 90 a été de 696 000 euros. Sont venus s'y ajouter 7,1 M€ depuis la reprise par Europlasma.

Je pense que l'intégralité des aides a été versée avant la fin 2025. Je n'en ai toutefois pas la certitude, puisque, sept mois avant mon départ en retraite, on m'a

enlevé la responsabilité de la comptabilité, sans doute pour me priver d'accès aux données financières : je n'ai, par conséquent, pas eu connaissance de l'intégralité des flux. Je sais que 80 % (ou 90 %) des fonds ont été touchés et imagine que la totalité a dû être perçue.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quelle est la nature des aides ? S'agit-il d'aides du Fonds de développement économique et social (Fdes) ?

Mme Josiane Frétier. Ce sont des aides remboursables, attribuées sur le fondement de l'article 90 de la loi du 21 décembre 1967 et versées par la Banque publique d'investissement (BPIFrance). Les fonds sont, en principe, libérés par tranche.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Concernant la vente des murs, nous allons interroger la direction d'Europlasma pour savoir à qui ils appartiennent désormais. Pouvez-vous nous rappeler comment vous l'avez apprise ?

Mme Josiane Frétier. La situation est assez cocasse : un collègue m'a raconté qu'un individu s'était présenté sur le site et avait demandé à un ouvrier s'il pouvait rencontrer le directeur. Lorsque ce salarié lui a demandé s'il avait rendez-vous, il lui a répondu que le directeur allait certainement le recevoir, car il était le nouveau propriétaire du site.

J'ai réussi à me procurer l'acte notarié par indiscretion. Ça a créé un choc, une incompréhension, d'autant que le dirigeant de la société qui a racheté le site est M. Alain Samson, président de Samfi Invest – une société spécialisée dans l'immobilier, basée dans le Calvados et qui était associée à M. Frank Supplisson lorsque ce dernier a repris les Forges de Tarbes... Ce sont des noms que nous connaissons bien.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quels irrespects manifestes du droit du travail avez-vous constatés ?

Mme Josiane Frétier. Je serais incapable de tous les citer. On subit beaucoup de pressions et d'intimidations. Les personnels qui ne veulent pas témoigner ont peur. Il règne un climat de répression, qui fait que les gens se taisent.

Lorsqu'on m'a enlevé la responsabilité de la comptabilité, j'ai « tenu » pour deux raisons. La première était que j'encadrais une jeune alternante, que j'ai accompagnée jusqu'au bout : ça m'a aidée à trouver la motivation pour venir tous les jours au travail. La seconde est que des accords d'entreprise relatifs aux rémunérations et à l'organisation du travail devaient être rédigés et construits. On y a travaillé pendant plus d'un an. La proposition qui nous a été faite était indécente, puisqu'elle consistait en une régression salariale et sociale. J'ai, avec deux collègues qui travaillaient avec moi sur le dossier, présenté une contre-proposition argumentée et rédigée, qui n'a donné lieu à aucun retour. Rien n'avait été fait quand je suis partie en retraite.

Le problème est que l'entreprise est toujours classée dans la catégorie des CSE de moins de cinquante personnes, alors que l'effectif de la structure a dépassé ce chiffre depuis plus de deux ans. Il faudrait que le CSE reprenne ses attributions

ou qu'il y ait de nouvelles élections. Or on se heurte à une direction qui laisse « pourrir » la situation...

Avant de quitter l'entreprise, en octobre 2025, j'ai sollicité l'inspection du travail, qui a envoyé un courrier à la direction. Mais rien n'a changé : l'entreprise conserve un CSE correspondant à un effectif de moins de cinquante personnes, sans attributions ni informations.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Depuis combien de temps l'effectif est-il supérieur à cinquante salariés, sans CSE adapté ?

Mme Josiane Frétiér. Cela a fait deux ans en août 2025.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Cela constitue donc un irrespect du droit du travail.

Vous avez évoqué un commissaire du Gouvernement. De quoi s'agit-il ? Est-ce une obligation ?

Mme Josiane Frétiér. Lorsque les Forges de Tarbes ont été reprises, le fait qu'elles se positionnent dans le secteur de l'armement entraînait des questions autour de la souveraineté et du contrôle de l'État. Le commissaire du Gouvernement, contrôleur général des armées, avait été nommé par Mme Florence Parly, alors ministre des armées, pour faciliter et accompagner la restructuration des Forges de Tarbes. Son expertise et l'attention qu'il a portée sur notre usine ont été essentielles pour nous.

J'ai été représentante du personnel pendant deux ans et demi. Comme mon prédécesseur, je n'ai eu de cesse que d'alerter et faire remonter nos doutes et nos inquiétudes auprès de l'ensemble des acteurs, notamment des pouvoirs publics. On a écrit au préfet, au ministre des armées, au ministre de l'industrie et même au Président de la République... On a été reçus en audience à Bercy, grâce notamment à votre collègue Aurélien Saintoul. Or, systématiquement, on se heurte à un mur. Entreprise stratégique, souveraineté nationale : il est impératif que les pouvoirs publics aient un droit de regard et de contrôle sur la gestion de la société des Forges de Tarbes.

Il est très important pour nous, salariés, de veiller au respect des valeurs d'éthique et de déontologie. Nous avons inlassablement tenté d'alerter les pouvoirs publics. Je suis donc fière d'être là et qu'on nous entende enfin.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pendant le contrôle des documents à Bercy, j'ai découvert – ce n'est un secret pour personne – que la Fonderie de Bretagne et les Forges de Tarbes étaient sous le contrôle d'investisseurs étrangers : cela signifie que Bercy a autorisé la vente et sait que ces deux usines sont sous influence déterminante de capitaux étrangers, car Europlasma est entre les mains d'Alpha Blue Ocean. Bercy estime donc que ce n'est pas Europlasma qui a l'influence déterminante sur vos usines, mais Alpha Blue Ocean : ce n'est pas une mince information.

En matière de contrôle des investissements étrangers, de nombreuses conditions s'appliquent, puisqu'un contrat a été conclu et des engagements pris

entre Europlasma et Bercy sur diverses conditions, que je ne peux pas vous préciser puisqu'elles sont placées sous le sceau de la confidentialité.

Pouvez-vous nous rappeler qui a poussé au rachat des Forges de Tarbes par Europlasma ? Avez-vous eu des informations ou entendu des bruits à ce sujet ?

Mme Josiane Frétier. Je n'étais pas élue à l'époque, mais je me souviens, en tant que salariée, que nous avions, avec nos délégués, poussé pour que le rachat ait lieu. Un industriel se présentait, c'était le seul et il conservait les salariés : nous y étions donc favorables.

Nous sommes une toute petite structure. Nous ne pesons peut-être pas lourd, mais occupons une place stratégique. Nous disposons d'un savoir-faire unique et de nombreux atouts. Nous avons poussé au rachat. J'ignore si le groupe Europlasma a eu des appuis à Bercy. J'imagine qu'il en a eu du côté de la DGA, puisque monsieur Collet-Billon est administrateur d'Europlasma ; je ne saurai toutefois l'affirmer.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je m'adresse à présent aux représentants des salariés de la Fonderie de Bretagne. Qui a poussé à la reprise de l'entreprise par Europlasma ?

Vous avez indiqué n'avoir travaillé que cinquante jours depuis la reprise de l'entreprise, du fait d'incendies ou de pannes. Le groupe Europlasma a-t-il des responsabilités dans cette situation ?

Pourriez-vous préciser les principaux irrespects manifestes du droit du travail que vous avez constatés à la Fonderie de Bretagne depuis qu'Europlasma a repris l'entreprise ?

M. Maël Le Goff. Le dossier a été piloté, à la Noël 2024, par la Dire, en l'occurrence par monsieur Suster et son équipe. Ils l'ont dit ouvertement, il n'y avait pas de secret.

Europlasma n'a pas de responsabilité dans la survenue de l'incendie : il s'agit d'un accident. En revanche, ils ont une responsabilité dans le fait de ne pas nous avoir apporté de travail. On se retrouve en activité partielle à cause d'eux, car on n'a plus que les volumes commandés par Renault à produire – lesquels diminuent d'année en année et de mois en mois – et un peu d'activité liée à la diversification. On n'a fabriqué, en 2025, aucun des deux cent cinquante mille obus promis par Europlasma, car il a tout d'abord fallu, comme l'a expliqué Éric Guyomard, élaborer un plan.

Il était évident que l'on n'allait pas pouvoir produire les obus en six mois. Europlasma est notre principal actionnaire, c'est à lui de nous trouver du travail. Or ce n'est pas le cas, aucun des engagements pris n'a été tenu.

Les investissements dans les machines ne sont pas un problème pour nous, grâce aux fiducies laissées par Renault. Tout cela est géré en interne. En revanche, les engagements d'Europlasma concernant les volumes de fabrication et les apports financiers n'ont pas été tenus.

M. Éric Guyomard. Le *business plan* n'a pas été respecté.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Les dirigeants d'Eurolasma vont certainement nous expliquer que les problèmes relatifs à l'activité ancienne de l'entreprise sont de la faute de Renault, dont les commandes diminuent, et que la production d'obus prend du temps, nécessite de créer des prototypes, etc.

Nous avons besoin d'éléments précis pour savoir ce qu'Eurolasma aurait dû faire et n'a pas fait.

M. Éric Guyomard. Un accord a été passé au tribunal entre Renault et Eurolasma sur les fiducies. Les représentants de Renault avaient indiqué clairement que les volumes de commandes allaient diminuer et qu'ils cherchaient progressivement à se désengager. Eurolasma ne peut accuser Renault d'être la cause de l'activité partielle. Renault tient tous ses engagements, que ce soit sur les volumes ou sur les fiducies. Le seul à ne pas tenir ses engagements est Eurolasma.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pourriez-vous nous rappeler la nature de ces engagements ?

M. Éric Guyomard. Les objectifs de production d'obus inscrits dans le *business plan* étaient de deux cent cinquante mille en 2025 et un million en 2026. Or on est à zéro...

Les obus que l'on a développés ont été testés en fragmentation et sont en Roumanie, à la société UMP, en attente de créneaux d'essais balistiques. On ignore s'ils ont été testés. Pour nous, c'est un écran noir. Monsieur Bryan Crosswhite gère cela de son côté, il a tous les éléments en main pour faire valider cet obus et nous apporter des commandes.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Eurolasma justifie, dans la presse, l'arrêt de l'activité en indiquant que cela est dû à l'incendie. Or c'est en réalité l'absence de certification des obus qui bloque le processus, certification qui relève de la responsabilité d'Eurolasma.

M. Éric Guyomard. Monsieur Garnache-Creuillot avait indiqué à la barre du tribunal qu'il lui serait facile, grâce à monsieur Collet-Billon, membre du conseil d'administration d'Eurolasma, d'obtenir toutes les certifications et les autorisations de la DGA, où et quand il voulait. Il avait promis d'obtenir les licences d'exportation d'un simple claquement de doigts.

En réalité, nous avons dû passer par le député Jean-Michel Jacques. Monsieur Collet-Billon sert à valoriser l'image de marque d'Eurolasma : monsieur Garnache-Creuillot se vante de l'avoir dans son équipe, mais il ne nous est d'aucune utilité, alors qu'il pourrait nous aider grâce à ses réseaux.

M. Maël Le Goff. Si nous reprenons, comme prévu, l'activité le 18 mai, nous n'aurons que quatre semaines de travail devant nous, avec de la fabrication de pièces pour Renault et un peu d'activité liée à la diversification : c'est tout. Nous n'aurons rien d'autre à faire ensuite, aucun corps creux d'obus, aucune activité de défense... Nous serons à nouveau au chômage à partir du mois de juillet.

M. Éric Guyomard. Durant ces quatre semaines, nous allons aussi travailler sur les corps creux qui doivent servir pour homologuer les obus pour

Thales, c'est-à-dire pour l'État français. Cela correspond à la diversification engagée *avant* la reprise par Europlasma et devrait nous apporter de gros volumes de production à partir de 2027.

Mme Élixa Martin (LFI-NFP). Peut-être ma question va-t-elle vous sembler saugrenue : pensez-vous possible d'envisager une reprise des activités de la Fonderie de Bretagne et des Forges de Tarbes par les salariés ?

Madame Frétier a évoqué la vente des murs de l'entreprise. Peut-on considérer qu'il existe deux niveaux de voyoutisme, l'un porté par le fonds vautour lui-même et l'autre résultant d'actes problématiques réalisés par Europlasma, indépendamment de ce fonds ? Les murs ont-ils, par exemple, été vendus à un prix qui paraît cohérent avec la valeur du bien ? Avez-vous pu, lorsque vous étiez encore comptable, constater qu'Europlasma payait, à la suite du changement de propriétaire, des loyers en rapport avec la nature du bien loué ?

Mme Josiane Frétier. Je n'ai pas davantage d'informations sur la vente du site et je ne sais pas dire si la valeur est correcte ou pas. L'acte notarié a été signé en décembre 2025, avec une échéance au 28 février 2026. Si quelque chose doit se passer, comme des paiements de loyers, par exemple, c'est donc en 2026.

Il est évident que les opérations financières douteuses menées par la direction d'Europlasma, comme la vente du foncier des Forges, nous interpelle. Je m'interroge sur l'existence d'une complicité entre monsieur Garnache-Creuillot, PDG d'Europlasma, et le fonds Alpha Blue Ocean :

– La situation et les résultats financiers du groupe Europlasma et des sociétés rachetées sont catastrophiques depuis plusieurs années et, malgré tout, ABO continue de financer (et donc d'affaiblir la société). Les Forges de Tarbes sont aussi en déficit. Elles font pourtant régulièrement la une des journaux et présentées comme une entreprise florissante, ce qui a pour effet de faire monter le cours de l'action ; mais la réalité industrielle est tout autre.

– En 2019, M. Garnache-Creuillot a repris Europlasma, alors en redressement judiciaire, avec un fonds nommé Zigi Capital, basé au Luxembourg et dont il était l'un des dirigeants. De mémoire, ce fonds avait été en quelque sorte « adoubé » par Alpha Blue Ocean. Tout cela interroge.

Je n'imagine pas que les Forges de Tarbes puissent être reprises par les salariés : l'armement est un secteur trop spécifique, trop souverain. Je n'y crois pas. En revanche, pourquoi pas une reprise par notre client unique et historique, auquel on était auparavant rattachés ?

M. le président Emmanuel Mandon. L'entreprise compte-t-elle des salariés sous statut spécifique ?

Mme Josiane Frétier. Non, pas depuis la reprise par Europlasma. D'anciens ouvriers d'État, dans l'effectif aujourd'hui, ont démissionné du temps de Giat Industries. Cette culture « Arsenal » reste toutefois ancrée dans l'entreprise, y compris dans le respect du client et dans la déontologie.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous connaissons votre histoire autour de l'armement et la culture industrielle qui s'y rattache.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Avez-vous constaté des violations manifestes du droit du travail à la Fonderie de Bretagne ?

M. Maël Le Goff. On ne voit pas beaucoup monsieur Garnache-Creuillot, hormis lors des réunions mensuelles du CSE, où il fait preuve d'un total irrespect. Ces séances ont souvent lieu en visioconférence. M. Garnache-Creuillot est connecté depuis sa voiture, fenêtre ouverte et cigarette à la bouche : on ne comprend absolument rien à ce qu'il raconte. Les négociations annuelles obligatoires (NAO) ont eu lieu la semaine dernière, dans les mêmes conditions.

Pour ce qui est du droit du travail, monsieur Dupont, auquel monsieur Garnache-Creuillot avait demandé des choses pas claires, est parti : il serait bien que vous l'auditionniez, car il doit avoir des informations. Il en va de même pour le DRH, qui est en arrêt de travail et dont je ne souhaite pas vous rapporter les propos pour ne pas le mettre en porte-à-faux. La directrice financière, quant à elle, revient juste d'un arrêt de travail.

Le droit du travail n'est pas la priorité de monsieur Garnache-Creuillot : c'est un financier qui aime l'adrénaline, un « joueur de poker » qui va jusqu'au bout et est prêt à tout pour trouver de l'argent. Cette situation nous dépasse complètement.

Les accords d'entreprise ont été dénoncés au moment de la reprise par Europlasma, le 1^{er} mai 2025. Le délai pour régler le problème est de quinze mois. La convention collective de la métallurgie a changé il y a deux ans. Il existait alors plus de quatre-vingts conventions collectives à l'échelle de la France, qui ont été réunies en une seule. Il nous a fallu plus d'un an et demi pour adapter nos accords d'entreprise. Nous avons demandé à monsieur Garnache-Creuillot s'il souhaitait les prolonger ou les réécrire : ce n'est visiblement pas son sujet, il ne s'en préoccupe pas.

Un treizième mois nous est versé en deux fois : une partie en juillet, l'autre en décembre. Bien que l'activité partielle ait un impact sur les montants versés, nous avons touché en décembre la totalité de la somme due. Je suppose que le DRH avait dû se battre pour obtenir cela ; mais il n'est plus là et on se demande si l'on recevra en juillet un demi-treizième mois complet, sachant, par ailleurs, que l'on subit déjà une perte de salaire de trois cents à quatre cents euros tous les mois, depuis six mois. On n'a, là non plus, aucune réponse. Il ne s'agit peut-être pas d'atteintes au droit du travail à proprement parler, mais c'est à la limite. C'est en tout cas, pour nous, une source de stress permanente.

M. Éric Guyomard. Monsieur Jérôme Dupont avait un mandat social et le DRH avait délégation pour présider les CSE. Quand monsieur Dupont a été évincé, son mandat social a cessé et toutes les délégations de pouvoir qu'il avait données ont « sauté » avec lui. Un directeur général de transition, monsieur Alain Vermersch, est arrivé, mais sans délégation de pouvoir : les CSE étaient donc présidés par une personne sans délégation de pouvoir.

Lorsqu'on lui en a fait la remarque, il nous a répondu : « *Je sais. Maintenant, vous avez des questions, j'ai des réponses. On fait quoi ?* ». Voilà où nous en sommes.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Depuis la reprise de la Fonderie de Bretagne par Europlasma, il y a onze mois, vous avez recensé quatre mois d'arrêt de production et cinquante jours de travail. Pouvez-vous en préciser la répartition ?

M. Maël Le Goff. Après la reprise de l'entreprise le 1^{er} mai 2025, on a produit de mi-mai à fin juin et été en activité partielle au mois de juillet. On a produit de septembre à mi-octobre (ou fin octobre), avant d'être à nouveau en activité partielle. Le travail a repris le 19 janvier 2026 et l'incendie a eu lieu dans la nuit qui a suivi. On n'a pas retravaillé depuis.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Vous avez indiqué que l'incendie était « accidentel ». Mais il tombait particulièrement bien...

M. Maël Le Goff. On attend le rapport. Des collègues étaient présents quand l'incendie s'est déclaré dans un four qui venait d'être refait. Il existe plusieurs explications possibles. La première est liée à l'insuffisance de l'activité : lorsqu'on a redémarré le four, en plein hiver, il n'avait pas chauffé depuis quatre ou cinq mois. Ces grands fours ne sont pas faits pour subir les arrêts et les redémarrages incessants que l'on connaît depuis trois ans en raison de l'activité partielle. Le problème peut aussi venir du réfractaire présent à l'intérieur du four, qui a peut-être été mal fait. Plusieurs hypothèses sont envisageables. De là à accuser Europlasma, il y a un pas que je ne franchirai pas.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quelque deux cent cinquante mille obus devaient être produits en 2025 et ne l'ont pas été. Cela n'a rien à voir avec le four.

M. Maël Le Goff. Non, il n'y a aucun lien.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Concernant les Forges de Tarbes, je vois dans la presse les justifications avancées par Europlasma, qui explique que l'entreprise ne comptait plus que vingt-cinq salariés, allait décliner, puis fermer, et que la reprise a permis une augmentation des effectifs au-delà de cinquante salariés. Les Forges sont présentées comme une entreprise en plein développement. Que répondez-vous à cela ?

Mme Josiane Frétiér. Europlasma s'appuie sur l'augmentation du nombre de salariés pour illustrer la réussite de l'entreprise. Il est vrai qu'au moment de la reprise, les Forges ne comptaient que vingt-huit salariés. La reprise d'activité sur le site a été « laborieuse » et impactée par la covid-19 : seulement six mille cinq cent pièces produites en 2020, vingt-cinq mille en 2021. Les effectifs ont augmenté en fonction de l'organisation de la production : on ne travaillait d'abord qu'en journée, puis on est passé en deux-huit, ensuite en trois-huit. L'effectif a atteint quatre-vingt personnes, dont soixante embauchés et vingt intérimaires, pour couvrir, sur 2025, une activité déployée six jours sur sept, en poste trois-fois-huit y compris le samedi. L'objectif était de produire cent soixante mille corps ; nous avons réalisé moins de la moitié.

Bien sûr et heureusement que l'activité des Forges s'est développée ! Mais elle ne s'est pas développée autant qu'attendu et annoncé dans les communications de la direction du groupe.

En termes de commandes, l'entreprise bénéficiait, de la part de Nexter KNDS, d'une commande annuelle récurrente de soixante mille corps d'obus, sauf pour cette année 2026 où elle n'est que de trente mille.

La production pour ce client a été divisée par deux ; or c'est la seule commande enregistrée pour les Forges de Tarbes pour 2026. Il a donc fallu réduire la voilure. L'entreprise tourne en deux-huit, sachant qu'en plus, elle ne dispose pas d'une trésorerie suffisante pour approvisionner régulièrement la matière première. C'est une triste réalité.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Le problème n'est donc pas lié à la commande, même si elle a été réduite à trente mille pièces pour 2026. J'observe que la production d'obus prévue en 2025 était de soixante mille, mais qu'elle n'a été que de quarante-sept mille.

Mme Josiane Frétier. La production 2025 a été de soixante-dix mille (quarante-sept mille au cours du premier semestre), dont Nexter à hauteur de soixante-cinq mille corps et Bizzell EU à hauteur de cinq mille corps.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quel est, finalement, le problème des Forges de Tarbes ? Quelle est la responsabilité d'Europlasma ?

Mme Josiane Frétier. Les engagements non tenus, le manque de trésorerie, une situation financière catastrophique et qui continue de se dégrader (capitaux propres négatifs) sont de la responsabilité d'Europlasma, qui agit en toute autonomie. Tout cela pénalise fortement l'activité des Forges : pannes récurrentes, arrêts de production, faible productivité, climat social anxiogène. Le problème provient également du manque de volume et de perspectives pour l'avenir : de nombreuses annonces sont faites et des communiqués sont publiés par la direction d'Europlasma sur de futurs contrats, nouveaux clients et prises de commandes – cela doit représenter un million de pièces ; or la réalité est que la seule commande reçue pour 2026 est de trente mille corps d'obus pour Nexter.

Europlasma a annoncé une production de cent soixante mille corps pour 2025 et pour 2026 ; on ne les a pas en commande et, qui plus est, la capacité de notre outil de production ne nous permettrait pas de réaliser ce volume.

Je ne comprends pas pourquoi Europlasma cherche à faire cette communication et à donner une telle image des Forges de Tarbes. Est-ce pour attirer des financiers ? Toujours est-il que les volumes annoncés ne correspondent pas à la réalité.

Maël Le Goff. Les annonces ont pour seul but de faire monter le cours de l'action d'Europlasma. Certaines ont, par exemple, concerné le développement à la Fonderie de Bretagne d'une activité dans le domaine de l'éolien. Or nous n'avons absolument rien fait dans ce secteur, à l'exception d'une coquille en plastique fabriquée avec notre imprimante 3D. Le système correspondant n'a d'ailleurs toujours pas été défini : ils ne savent pas s'il s'agirait d'enfouir les câbles ou de les

poser en surface sur le sable... L'objectif est uniquement de faire monter le prix de l'action et d'attirer des fonds. Regardez l'historique du niveau des actions : vous constaterez que chaque hausse fait suite à une annonce, le jour précédent.

Mme Josiane Frétier. On a par ailleurs découvert, en décembre 2024, la société Lafayette Défense, créée sous la coupe d'Europlasma et dont on ignore à quoi elle sert.

De même, en février 2025, est apparue l'existence d'un établissement secondaire des Forges de Tarbes, qui n'est autre que le site de Valdunes-Leffrinckoucke. Nous l'ignorions, comme beaucoup d'autres choses.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie de votre concours.

*

* *

23. Audition de MM. Jérôme Garnache-Creuillot, président-directeur général, Julien Morelle, secrétaire général, et Laurent Collet-Billon, administrateur d'Europlasma (2 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous poursuivons notre journée de travaux par l'audition des dirigeants d'Europlasma. Je souhaite donc la bienvenue, en notre nom à tous, à M. Jérôme Garnache-Creuillot, président-directeur général, M. Julien Morelle, secrétaire général et M. Laurent Collet-Billon, administrateur du groupe.

Vous me permettrez quelques mots de présentation du groupe Europlasma. Il s'agit d'un groupe industriel historiquement constitué de plusieurs sociétés spécialisées dans le traitement des déchets dangereux, avec des filiales comme Europlasma Industries, Inertam ou Chopex.

Monsieur Garnache-Creuillot, vous exercez depuis 2019 les responsabilités de dirigeant de ce groupe. Depuis cette date et bien que le groupe soit en difficulté financière, vous menez une politique très volontariste d'acquisitions d'entreprises qui, pour la plupart, sont éloignées de votre cœur de métier initial et en redressement judiciaire.

Votre groupe est de plus en plus orienté vers l'industrie de l'armement. Je pense notamment aux Forges de Tarbes, à Luxfer, à Satma Industries, à Valdunes, à FP Industries ou encore à la Fonderie de Bretagne.

Notre invitation à échanger avec les membres de la commission d'enquête tient à des activités qui sont au centre de polémiques et en lien direct avec l'objet de notre commission. Ce qui se trouve interrogé est l'interaction entre le monde industriel et celui des fonds d'investissement et la mobilisation de mécanismes extrêmement contestables : je fais ici référence aux conditions dans lesquelles plusieurs acquisitions ont été opérées, avec l'appui de filiales du fonds d'investissement Alpha Blue Ocean (ABO) et un recours intensif à un financement par obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions.

Il s'agit d'une technique dont les effets dilutifs et les conséquences sur la valorisation des patrimoines de petits porteurs ont été dénoncés, à plusieurs reprises, par l'Autorité des marchés financiers.

Vous êtes donc entendus afin de vous permettre, dans le respect du contradictoire, d'exprimer votre position. Nous vous écouterons avec beaucoup d'intérêt sur l'ensemble de ces points, qu'il s'agisse de vos investissements dans le domaine militaire, de relations sociales parfois conflictuelles ou de la stratégie financière au fondement de votre développement.

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

(MM. Jérôme Garnache-Creuillot, Julien Morelle et Laurent Collet-Billon prêtent serment).

M. Jérôme Garnache-Creuillot, président-directeur général d'Europolasma. Je vous propose tout d'abord, pour lancer nos échanges, une rapide présentation du groupe Europolasma. Il s'agit d'un groupe français, créé en 1992, présent dans des secteurs industriels stratégiques tels que la défense, et qui contribue à la préservation de l'environnement, grâce à des solutions uniques de destruction des déchets dangereux, ainsi qu'à la décarbonation des industries.

Le groupe, qui emploie aujourd'hui plus de sept cents salariés, comprend trois grands pôles d'activité. Le premier est l'industrie, avec la fabrication de pièces forgées et fondues, notamment des corps creux, des roues de train, des pièces pour l'automobile et des feuilles d'aluminium anodisées qui entrent dans la fabrication des condensateurs. Le second pôle est la dépollution : Europolasma apporte des solutions de traitement de l'amiante, des crasses d'aluminium et des cendres volantes ; pour chacune de ces technologies très disruptives, le groupe est quasiment le seul acteur mondial. Enfin, le pôle décarbonation produit du combustible solide de récupération (CSR) à partir de déchets d'activité économique, permettant de générer une énergie aujourd'hui considérée comme verte.

En 2019, le groupe a fait l'objet d'une procédure de redressement judiciaire. Un plan de redressement a été arrêté, avec pour objectif d'assurer le retournement du groupe. C'est à ce moment que j'interviens. Dès la reprise, il m'est apparu que le groupe détenait deux activités à très fort potentiel : d'une part, une pépite technologique capable de détruire définitivement des déchets dangereux comme l'amiante par vitrification au moyen d'une torche à plasma ; d'autre part, une usine de gazéification avancée, exploitée sur le site de Morcenx et qui permet d'obtenir de l'électricité à partir de déchets.

La technologie du plasma permet de détruire définitivement les déchets d'amiante en les portant à environ 1 500 °C au sein d'un four de fusion. Le vitrifiât qui en résulte est un matériau inerte, appelé « Cofalit » et que nous valorisons comme matière première secondaire dans des applications telles que les sous-couches routières, le mobilier urbain ou des éléments d'architecture. Plus

récemment, nous avons lancé un partenariat dans le secteur de la haute joaillerie, dont les acteurs s'intéressent aux propriétés du Cofalit pour réduire leur empreinte carbone en l'utilisant dans la confection de bijoux. Grâce aux dernières évolutions législatives, notamment la loi du 23 octobre 2023 relative à l'industrie verte, nous avons désormais la possibilité de faire sortir le Cofalit du statut juridique de déchet pour en faire un véritable produit, répondant à toutes les normes de sécurité pour l'homme et l'environnement. Notre technologie d'inertage de l'amiante constitue, au niveau mondial, la seule solution d'ores et déjà opérationnelle et la seule alternative durable à l'enfouissement. Notre usine dans les Landes reçoit des déchets d'amiante de France et de l'étranger. D'ailleurs, l'Assemblée nationale elle-même nous a choisis dès 2008 pour le traitement de ses déchets et a renouvelé sa confiance dans notre technologie dès la reprise de l'activité, en 2019.

La seconde technologie (gazéification) vise à produire de l'électricité tout en réduisant l'impact environnemental. Lancée en 2010, cette activité devait permettre de produire de l'électricité sans émissions de dioxine et de furane. Si la technologie de gazéification des déchets n'était pas nouvelle, elle n'avait encore jamais pu être développée à l'échelle industrielle. En 2010, Europlasma a donc lancé la construction d'une centrale à Morcenx, une première mondiale à l'échelle commerciale. Toutefois, des difficultés techniques successives ont forcé la centrale à des arrêts répétés et elle n'a jamais atteint sa capacité nominale. Dès la reprise en 2019, nous avons diligenté des audits, qui ont mis en évidence des erreurs de conception et une usure majeure des équipements. Un investissement massif d'environ 30 millions d'euros (M€) aurait permis de résoudre les difficultés techniques, mais sans certitude de rentabilité, tandis qu'un investissement de 100 M€ aurait été nécessaire pour atteindre cet objectif, impliquant un démantèlement et une reconstruction totale. En 2021, après avoir désintéressé les créanciers et désendetté massivement le groupe à hauteur de 21 M€, Europlasma a décidé de recentrer ses activités autour de la préparation du CSR. Cette activité, auparavant simple étape du processus de gazéification, est désormais réalisée pour le compte d'industriels, notamment des cimentiers, en substitution d'énergies fossiles. Ce recentrage a permis de conserver l'ensemble du personnel de l'usine.

La deuxième phase du retournement, en 2021, a été l'acquisition des Forges de Tarbes. Nous avons repris les engagements figurant dans le plan de cession, notamment un investissement de 2 M€ sur deux ans, que nous avons porté à 9,6 M€ sur quatre ans. Notre projet consistait à intégrer l'ensemble de la chaîne de valeur de la torche à plasma en fabriquant à Tarbes les électrodes en cuivre, des pièces de huit kilos qui constituent un élément coûteux de la torche. En effet, il est nécessaire de mobiliser des forgerons pendant une semaine pour forger une seule dizaine d'électrodes, alors qu'ils pourraient produire des séries de milliers d'autres pièces : la forge étant presque à l'arrêt, nous disposons donc de l'outil industriel pour fabriquer ces petites séries, ce qui nous différenciait de nos concurrents. Malheureusement, entre le moment de notre proposition et celui de la reprise effective, le marché de l'énergie a explosé. Tous nos projets de décarbonation liés à la torche à plasma avec des cimentiers, des verriers et d'autres industriels électro-intensifs ont été différés, leur seule préoccupation étant de survivre.

Puis Vladimir Poutine a décidé d'envahir l'Ukraine. Nous nous sommes alors retrouvés à la tête de la seule usine de fabrication de corps d'obus explosif 155 LU 211 pour KMW Nexter Defense Systems (KNDS). Nous avons donc totalement reconfiguré notre projet, décidant de faire passer la production de 2 000-5 000 obus par an à un rythme annuel de 150 000-160 000 obus fin 2025... ce qui signifie une capacité mensuelle d'environ quatorze mille obus. Nous avons changé de modèle économique pour les Forges de Tarbes, déployant des capacités de production massives pour l'État français. Nous avons intégré la commande française tout en diversifiant notre gamme vers les standards de l'Organisation du traité de l'Atlantique nord [Otan] (obus M107 de calibre 155 mm) et de l'ancien Pacte de Varsovie (obus de calibre 152 mm), la priorité restant KNDS et la direction générale de l'armement (DGA).

Face à un marché de la défense porteur et un marché de la conversion électrique moribond, nous avons, dans l'intérêt social de la société, privilégié la production de corps creux de gros calibre. Notre ambition est de porter cette capacité à un rythme annuel de deux cent mille obus d'ici 2027 et de créer un établissement secondaire sur le site de Valdunes (Dunkerque). Le projet initial d'internaliser la fabrication des électrodes a été différé. En revanche, nous avons annoncé, cette semaine, la création d'une filiale au Luxembourg avec un partenaire pour développer un procédé de décarbonation des hauts fourneaux.

En 2022, Europlasma a repris le fonds de commerce de la société Satma Industries, dans le Grésivaudan. Cette ancienne usine de Pechiney est la seule au monde, hors de Chine, à fabriquer les feuilles d'aluminium anodisées indispensables à la production de condensateurs. Nous avons repris l'intégralité du personnel (43 salariés), conscients de l'enjeu de souveraineté majeur.

En 2024, nous avons repris Valdunes, dernier fabricant français de roues et d'essieux pour l'industrie ferroviaire, avec ses deux sites de Leffrinckoucke et Trith-Saint-Léger. Cette reprise a permis de pérenniser 178 postes et, aujourd'hui, l'entreprise emploie 214 personnes.

Enfin, en 2025, Europlasma a repris la Fonderie de Bretagne, avec un projet de diversification vers la défense, notamment la fabrication de corps de mortier, assurant le maintien de 266 postes sur 295.

Je conclurai en indiquant qu'Europlasma ne se reconnaît pas dans les termes définissant votre commission d'enquête. Notre approche est à l'opposé de toute logique « prédatrice » ou « spéculative », le groupe s'inscrit dans une perspective de long terme, fondée sur la création de valeur durable et une volonté constante de préserver des activités historiques et un savoir-faire français. Dans un contexte de pression internationale forte, il est essentiel de soutenir et de sécuriser les capacités industrielles nationales.

Notre démarche vise précisément à consolider des activités stratégiques, à maintenir des compétences rares et à inscrire notre développement dans une logique de résilience et de durabilité au service de l'intérêt collectif.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous avons besoin de mieux comprendre votre démarche et le fonctionnement d'Eurolasma.

Vous avez eu recours, en juin 2019, à la technique des obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa).

L'année suivante, l'Autorité des marchés financiers a mis en garde le public contre les dangers inhérents à cette technique, en raison de la dilution de l'actionnariat existant qu'elle induit et des risques de forte décote sur le cours. Dans ces conditions, pourquoi avez-vous continué à mobiliser cette technique pour acquérir rapidement de nouvelles entreprises, de préférence à des financements plus conventionnels de type bancaire ou obligataire ? Quel regard portez-vous sur la pression négative et durable exercée par l'usage massif et répété des Ocabsa sur l'évolution du cours de bourse d'Eurolasma ?

Vous êtes à la fois dirigeant social, responsable juridiquement de la société Eurolasma, et actionnaire, à hauteur de 38 % et selon des documents officiels, d'un fonds luxembourgeois Zigi, véhicule investisseur d'Alpha Blue Ocean.

Avec cette double responsabilité, n'y a-t-il pas un risque de confusion préjudiciable, dans la mesure où les situations de contrôle que je viens de décrire ont pour base nécessaire la dilution du capital, une dilution extrême permise par les Ocabsa ? Une telle dilution réduit très fortement l'effectivité des garanties prévues par la loi pour assurer la transparence de la gestion des sociétés et leur solidité.

Je rappelle également que plusieurs procédures ont été engagées contre des délégués syndicaux, représentant les salariés au sein de vos filiales. Certains y ont vu une stratégie d'intimidation, destinée à éviter l'expression de contestations. Pourquoi ces procédures ? Pourquoi l'échec du dialogue social a-t-il conduit à devoir recourir à de tels instruments ? Comment jugez-vous, plus généralement, la qualité du dialogue social dans vos entreprises ?

Nous vous saurions gré d'apporter des réponses précises à l'ensemble de ces questions.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Je suis un ancien banquier, j'ai passé vingt-cinq ans dans le financement d'infrastructures publiques et je connais donc quelque peu la réglementation bancaire.

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. Si je devais emprunter à des banques (en supposant qu'elles l'acceptent, car l'aversion au risque est énorme), elles devraient donc mobiliser beaucoup plus de fonds propres, ce qui aurait une incidence directe et majeure sur les taux d'intérêt facturés. Il est quasiment impossible à un banquier classique de financer la reprise d'une entreprise, après une procédure collective.

Dès lors, si vous voulez reprendre une entreprise industrielle à la barre du tribunal de commerce, il ne vous reste que deux solutions.

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. Sur des modèles de reprise comme ceux d'Europlasma, de Valdunes ou des Forges de Tarbes, il y a une période, que les spécialistes du retournement estiment durer entre trois et cinq ans, où il faut investir massivement avant d'espérer revenir à l'équilibre. C'est pourquoi nos comptes sont dégradés, vous avez raison, mais je ne suis pas d'accord avec le fait que nous aurions des difficultés financières.

L'option du fonds d'investissement classique se ferme alors, car nous n'avons pas la capacité de servir un tel rendement, et l'option « être très riche » n'est pas la nôtre. 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. Il n'y avait pas d'alternative. Pourquoi avoir choisi les Ocabsa ? Parce que je n'avais pas d'autre choix.

Quant à l'alerte de l'Autorité des marchés financiers (AMF), l'année suivante, elle ne me pose aucune difficulté. L'Autorité n'alerte pas sur les Ocabsa d'Europlasma, en particulier : elle rappelle simplement que ce mécanisme de financement comporte des risques de perte totale pour les actionnaires et les souscripteurs.

M. Julien Morelle, secrétaire général d'Europlasma. Le caractère dilutif des Ocabsa, sur lequel l'AMF attire l'attention, est contrebalancé par une obligation d'information qui pèse sur Europlasma en tant que société cotée. À chaque fois que nous avons recours à ce type de financement, nous sommes en relation avec les équipes de l'AMF pour nous assurer que l'information que nous donnons est complète et exacte et qu'elle attire l'attention du marché sur les risques, qui sont inévitables : plus nous émettons d'obligations, plus le financeur les convertit en actions et, au moment de la revente, le cours de bourse subit ce que l'AMF appelle une « pression baissière ». Pour que le fonds qui nous finance puisse céder ses actions, il faut nécessairement un acheteur en face et notre rôle, en qualité d'émetteur, est d'attirer l'attention de ces acheteurs, parfois des actionnaires particuliers, sur le fait qu'il existe mécaniquement un risque que le cours subisse une pression à la baisse.

La Bourse est ouverte à tout investisseur et peut-être que tous ne sont pas aguerris à ce type de financement. Nous ne sommes pas en position d'en tirer une conclusion. En revanche, nous devons nous assurer que l'information que nous donnons au public est complète et exacte : chez Europlasma, nous avons fait le choix, depuis au moins 2021, de ne pas nous contenter de rappeler le mécanisme obligataire lors de sa mise en œuvre, mais de l'inclure dans tous nos communiqués de presse. Quelle que soit l'information, même si nous annonçons une bonne nouvelle comme un nouveau contrat, nous rappelons que nous sommes toujours financés par un mécanisme d'Ocabsa. À partir de là, nous considérons que nous remplissons notre devoir d'information.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. C'est là un point très important : nous nous conformons totalement à la réglementation en matière d'information et allons même, de mon point de vue, au-delà. Objectivement, lorsque nous annonçons un contrat, nous n'avons pas l'obligation de rappeler que notre financement comporte des risques.

En 2019, si nous n'avions pas été là, la société aurait été liquidée et les titres auraient valu zéro ; c'est important de le rappeler. A la reprise, nous étions seuls. L'administrateur judiciaire avait demandé la liquidation à deux reprises et nous sommes arrivés avec un projet de reprise financé : c'est ainsi que nous avons sauvé Europlasma.

Notre financeur était Alpha Blue Ocean, présent dès la première seconde. En 2024, ils sont toujours là et continuent de financer le groupe. Depuis l'origine, ABO a financé Europlasma à hauteur de 105 M€ : cet argent a permis de désendetter le groupe à hauteur de 21 M€, de financer 21 M€ d'investissements et d'éviter à l'État des plans sociaux qui lui auraient coûté environ 15 M€. Nous rapportons chaque année une quinzaine de millions d'euros de TVA. En définitive, nous avons créé de la richesse pour l'État français, parce qu'un fonds d'investissement nous a accompagnés pour reprendre des entreprises qui, toutes, seraient autrement parties en liquidation.

Les effets dilutifs sont connus. À chaque émission d'obligation convertie ensuite en action, il y a un mécanisme de dilution. Ce mécanisme ne pourra être compensé que lorsque l'ensemble des entités que nous avons reprises créera plus de valeur qu'elles n'en consomment. Ce n'est pas encore le cas aujourd'hui, car il faut entre trois et cinq ans pour retourner une entreprise. Or nous avons empilé des entreprises en redressement judiciaire, tout en subissant une crise énergétique, puis la crise sanitaire de la covid-19, puis une nouvelle crise énergétique... alors que toutes nos activités sont énergivores.

Pour ce qui est du dialogue social, nous respectons toutes les réglementations en matière de représentation syndicale. La liberté de parole est à peu près complète chez Europlasma. Je réponds à toutes les questions, même si mes réponses ne plaisent pas toujours. J'ai récemment expliqué que j'estimais qu'une entreprise devait être pilotée par la méritocratie, ce qui peut susciter des désaccords. Je n'empêche personne de s'exprimer et de nombreux journalistes parlent massivement à des représentants du personnel. Quand je lis que nos représentants du personnel auraient peur des représailles s'ils s'expriment, je me demande bien de qui ils ont peur ! Personne ne parle, en revanche, de tous les salariés qui, quotidiennement, viennent nous dire qu'ils nous soutiennent... y compris des représentants du personnel issus de certaines centrales syndicales qui, étonnamment, n'ont pas été auditionnés.

Nous sommes dans l'univers particulier du retournement. Quand on reprend une entreprise, on est systématiquement soutenu par les salariés à la barre du tribunal de commerce. Cependant, la semaine ou le mois qui suit, la situation s'inverse, car on a créé une attente. On arrive avec un projet pour retourner une entreprise qui a souvent connu plusieurs redressements judiciaires. Les gens sont

très abîmés psychologiquement. Il est impossible d'obtenir la confiance de l'ensemble du personnel en quelques jours, il y a une défiance naturelle. Au début, cette défiance me surprenait ; aujourd'hui, je considère qu'elle fait partie de l'exercice. La seule chose qui permet de reconquérir cette confiance, c'est le temps et la mise en œuvre des promesses qui ont été formulées.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous ai laissé beaucoup de temps pour développer votre argumentation, car c'est ce que nous souhaitons dans le cadre du contradictoire.

Ce qui frappe et interpelle beaucoup de monde, c'est une stratégie globale et l'accumulation de certaines situations. Les faits parlent aussi.

M. Jérôme Garnache-Creuillet. Quels sont les faits qui interpellent ?

M. le président Emmanuel Mandon. Vous les avez rappelés vous-mêmes : une situation de manque d'investissements parfois, un dialogue social compromis, des questions autour de la soutenabilité de ce modèle dans le temps. Vous avez donné vos explications, mais nous avons d'autres questions, peut-être un peu plus précises.

La séance est suspendue de 11 heures 35 à 12 heures.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. Vous dites ne pas avoir de difficultés financières, mais vous affichez tout de même 15 M€ de déficit en 2024... et sans doute beaucoup plus en 2025. Pourtant, vous reprenez plusieurs usines en difficulté qui ne sont pas dans votre cœur d'activité, comme les Forges de Tarbes, la Fonderie de Bretagne et Valdunes. Vous n'avez pas parlé de Luxfer, un projet mort-né pour lequel vous étiez aussi engagé. Dans tous ces cas, on observe des promesses de redressement et d'investissement, un grand renfort d'aides publiques puis des engagements non tenus, notamment à Valdunes et à la Fonderie de Bretagne, ce qui met en danger des usines et plus d'un millier d'emplois. En tant qu'élus, nous craignons d'assister à la cavalerie d'un groupe qui finira par s'écrouler, alors qu'il aura acquis des responsabilités industrielles majeures. Les Forges de Tarbes sont, je le rappelle, le seul site en France capable de produire des corps d'obus de 155 mm. Il s'agit de capacités industrielles qui concernent la défense nationale et la ministre a reçu une lettre signée par le député de la circonscription et les deux sénatrices des Hautes-Pyrénées, qui alerte sur la situation des Forges de Tarbes.

La façon dont vous poursuivez certains salariés et dirigeants d'entreprise licenciés nous alerte d'autant plus. Je rappelle la poursuite pour diffamation de l'ancienne déléguée syndicale des Forges de Tarbes, ainsi que de son prédécesseur. Il n'y a toujours pas de CSE, alors que l'entreprise compte plus de cinquante salariés. À Valdunes, le DRH est en arrêt et le directeur de l'ingénierie a démissionné. D'autres drames se sont produits et une commission d'enquête aurait pu se tenir uniquement sur ces situations.

Derrière Europlasma, il y a un fonds financier aux méthodes plus que douteuses, qui semble même dans l'illégalité. Basé aux îles Caïmans et aux

Bahamas, il a déjà ruiné les actionnaires de plusieurs entreprises. Son fondateur, M. Pierre Vannineuse, a été condamné par l'AMF en 2024 pour manipulation de cours sur Auplata.

On peut se demander comment l'État a pu confier une partie de la défense nationale à un acteur aussi fragile que vous. Je suis donc heureuse, monsieur Collet-Billon, que vous soyez présent aujourd'hui, vous qui avez été délégué général pour l'armement pendant neuf ans.

Ma première question concerne Alpha Blue Ocean. Êtes-vous conscient qu'Alpha Blue Ocean est probablement dans l'illégalité, puisqu'il doit disposer d'un agrément de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) pour émettre des Ocabsa, agrément qu'il semble ne pas avoir ?

Deuxièmement, le cours d'Europlasma est aujourd'hui à 3 centimes d'euro. Quelle était sa valeur il y a cinq ans ?

Troisièmement, votre cas est le plus saisissant de ceux auxquels nous avons été confrontés. C'est le seul où aucun représentant de salariés n'a accepté d'être auditionné hors d'un huis clos et le seul où nous ne pouvons pas auditionner le fonds d'investissement, car nous ne savons pas où se trouvent ses dirigeants. Savez-vous comment contacter et auditionner monsieur Vannineuse ? Avez-vous ses coordonnées ?

M. Jérôme Garnache-Creuillet. Vous parlez de la « prédation » d'actifs stratégiques par des « fonds spéculatifs ». La prédation fait référence au monde animal. Nous sommes totalement en dehors de ce champ, nous allons à la barre du tribunal de commerce avec un projet de retournement pour une entreprise dont le seul avenir, sans nous, serait la liquidation. Quand une entreprise s'arrête, les premiers qui en profitent, ce sont les ferrailleurs. Nous, nous sommes là pour essayer de relever un animal blessé, pour le soigner.

Nous ne sommes peut-être pas les meilleurs vétérinaires du monde, mais nous nous efforçons de faire en sorte qu'une entreprise qui a de l'avenir puisse se retourner.

Quant aux questions d'autorisation pour souscrire une obligation, elles ne m'appartiennent pas : c'est une discussion qui doit avoir lieu entre ABO et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) ou l'AMF, je ne suis pas concerné.

De la même manière, vous m'expliquez que M. Pierre Vannineuse a été condamné. De nombreuses banques françaises le sont aussi par la commission des sanctions de l'AMF... pour autant, on ne demande pas à chacun de leurs clients de s'exprimer sur la condamnation de leur banque ! Je considère aujourd'hui qu'ABO joue un rôle de banquier pour Europlasma. Je n'ai pas à commenter des décisions de la commission des sanctions de l'AMF et, encore moins, à vérifier si monsieur Vannineuse est en règle par rapport à une réglementation que je ne connais pas.

M. Julien Morelle. Vous faites référence au caractère supposément illégal de l'intervention d'ABO, probablement par référence à un arrêt de la Cour de cassation de juillet 2023.

La Cour elle-même a eu besoin de solliciter l'avis du Haut Comité juridique de la place de Paris, ce qui montre que le sujet n'est pas du tout tranché. Nous suivons la question attentivement, car si des obstacles juridiques apparaissaient pour notre financeur, cela risquerait de nous impacter. Mais, à l'heure actuelle, qu'un investisseur se finance par émission d'Ocabsa ne soulève pas de difficultés d'ordre juridique.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Ma question ne porte pas sur l'illégalité d'utiliser les Ocabsa, mais sur le fait de faire appel à ABO, qui est dans l'illégalité puisque ce fonds n'a pas l'agrément requis pour les émettre.

M. Julien Morelle. Vous faites référence à l'agrément pour la prise ferme. C'est justement cette notion juridique qui fait débat. La Cour de cassation, dans un arrêt de l'année dernière (Cass. Com., 9 juillet 2025, pourvoi 23-15.492), a tranché un litige entre un financeur et un financé. Le financé estimait avoir subi un préjudice au motif que son financeur n'avait pas les agréments. À ma connaissance, la Cour de cassation n'a pas tranché ce point précis. Cependant, nous suivons le sujet de près.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quelle était autrefois la valeur de l'action Europlasma, qui est maintenant à trois centimes d'euros ? Pouvez-vous vous engager à nous donner les coordonnées de monsieur Vannineuse, pour que nous puissions l'auditionner ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Je demanderai à monsieur Vannineuse l'autorisation de le faire, mais je ne peux pas prendre cet engagement ici.

S'agissant du cours de l'action il y a cinq ans, il était également de quelques centimes. Entre-temps, il ne vous aura pas échappé que nous avons procédé à des regroupements d'actions. On peut s'amuser à comparer la valeur de l'action aujourd'hui en annulant l'effet de ces regroupements, ce qui ferait accroître qu'un investisseur aurait mis un milliard d'euros sur la table pour que cela vaille trois centimes aujourd'hui... Mais personne n'a investi un milliard d'euros ! Si cela avait été le cas, nous aurions fait beaucoup plus de choses. Nous avons investi les flux de trésorerie obtenus à travers les émissions d'obligations convertibles, chaque tranche faisant un million d'euros.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'aurais dû vous demander le cours de l'action en 2018, avant qu'il ne devienne quasi nul à partir de 2019. J'espère que nous aurons les réponses via le questionnaire.

Si vous ne me donnez pas ses coordonnées, j'irai peut-être aux Bahamas pour trouver monsieur Vannineuse, que nous ne parvenons pas à joindre pour l'auditionner. Nous avons réussi à auditionner Mutares, Apollo, KKR et d'autres fonds, mais pas Alpha Blue Ocean. Le fonds qui vous finance est le seul qui ne répond pas : c'est un élément qui interroge...

J'en viens à la question de la « prédation », une qualification qui, de mon point de vue, pourrait s'adresser à Alpha Blue Ocean. Savez-vous combien ce fonds a gagné grâce aux Ocabsa émises par Europlasma ?

Vous dites qu'il n'y avait pas d'alternative en 2019. Mais Europlasma a eu recours aux Ocabsa bien avant, via Bracknor Capital, ancêtre d'Alpha Blue Ocean. N'avez-vous pas simplement poursuivi la même stratégie d'enrichissement d'un fonds, avec toujours monsieur Vannineuse dans l'affaire ?

Quels sont vos liens avec monsieur Vannineuse ? L'un d'entre vous a-t-il des participations dans ses fonds ?

Enfin, avez-vous été rémunéré du fait de l'acquisition par Europlasma de certaines usines ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Je ne suis pas partie prenante à ce fonds d'investissement et je ne m'interroge pas sur la rentabilité de ma ligne de financement chez ABO. Ma priorité est d'avoir la certitude qu'ABO m'enverra des liquidités quand j'en aurai besoin pour financer mon développement. Je n'ai pas la moindre idée de leur rendement et, objectivement, cela ne m'intéresse pas.

Concernant la stratégie de refinancement, il y avait eu effectivement Bracknor avant. Les mêmes causes produisent les mêmes effets : Europlasma avait déjà fait l'objet d'un redressement judiciaire avant notre arrivée et, si Bracknor a financé le groupe à l'époque, c'est probablement qu'il n'existait pas d'autre mode de financement pour ce type de retournement... sauf à être très riche ou à pouvoir servir des rendements très élevés.

Quant à savoir si j'aurais été rémunéré pour l'acquisition d'usines, ma réponse est claire : je n'ai jamais reçu de rémunération d'ABO. Cela me placerait dans une situation de conflit d'intérêts et poserait un problème majeur.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Est-ce que l'un de vous trois, ou un membre du conseil d'administration, a des participations dans les fonds gérés par M. Pierre Vannineuse ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Non.

M. Laurent Collet-Billon, administrateur d'Europlasma. Non.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Je ne vois même pas comment nous pourrions le faire. Les fonds que vous avez cités ont tous des représentations en France, alors qu'ABO n'en a pas. Les prospectus d'ABO sont publics et je pense que vous y trouverez les coordonnées de monsieur Vannineuse.

Je reviens sur la prédation. Un fonds spéculatif cherche à tirer le rendement maximum dans le délai le plus court possible. Or ABO nous accompagne depuis 2019. Sans eux, nous n'aurions pas pu reprendre Tarbes, Valdunes ou la Fonderie de Bretagne.

Quelques corrections : à Luxfer, il y a sept cents salariés, pas plus d'un millier. Pour Tarbes, le CSE est en cours de constitution. La loi nous donne dix-huit mois pour le faire après avoir dépassé le seuil de cinquante salariés : nous étions dix-neuf à la reprise et sommes soixante-deux aujourd'hui, nous sommes donc dans les délais. Quant aux « très gros montants d'aides d'État », je pense que vous aurez des surprises si nous comparons ces montants à notre contribution.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'ai réalisé un contrôle sur pièces et sur place au ministère des finances et j'ai les chiffres. Quand j'évoque de grands montants d'aides, je sais de quoi je parle.

Je suis très étonnée que vous ne puissiez pas donner ne serait-ce qu'une estimation de ce qu'Alpha Blue Ocean a pu gagner grâce à votre activité. Vous parlez de 103 M€ d'obligations qui sont immédiatement revendues. Tout le monde sait que, dans ces cas-là, le fonds acquiert des actions à faible valeur qui sont immédiatement revendues avec une forte plus-value. C'est ce qui fait la fortune des fondateurs d'Alpha Blue Ocean, fortune dont ils ne se cachent d'ailleurs pas sur les réseaux sociaux. Ce fonctionnement entraîne la ruine – ou la très forte dévalorisation des actions – de nombreux petits porteurs, dont nous avons les témoignages.

Quelle est votre rémunération, tous revenus issus de l'activité d'Europlasma confondus, par exemple pour l'année 2025 ?

M. Julien Morelle. Nous pourrions vous transmettre des réponses sur ce sujet par écrit.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous refusez donc de nous donner publiquement les rémunérations concrètes et détaillées de vous trois ?

M. Julien Morelle. Je rappelle qu'Europlasma est une société cotée sur le marché Euronext Growth. Contrairement aux sociétés du marché réglementé, nous n'avons pas l'obligation de présenter chaque année aux actionnaires les éléments de rémunération. C'est une distinction de règles.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Ma question est précise : quelles sont les rémunérations de MM. Collet-Billon, Garnache-Creuillot et Morelle via toutes les activités d'Europlasma en 2025 ? Je n'ai pas besoin d'une explication sur le fonctionnement d'une assemblée générale !

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Ma rémunération annuelle brute au titre d'Europlasma est de cent quatre-vingt mille euros. La rémunération des administrateurs est très modeste.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Ce montant prend-il en compte tous les revenus issus des activités d'Europlasma et les jetons de présence ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Je dois vous décevoir, car vous imaginez sans doute que nous sommes des multimilliardaires : je ne le suis pas, je ne vis pas aux Bahamas, je suis fils d'instituteurs, j'aime payer pour l'école et l'hôpital et je paie mes impôts en France. Nous sommes tous les trois résidents français. Si vous êtes allée à Bercy, il fallait demander mes feuilles d'impôts, c'était plus simple...

M. Julien Morelle. La seule information que nous ayons l'obligation de communiquer en assemblée générale est la rémunération cumulée des cinq ou dix plus gros salaires du groupe. Lors de la dernière communication, ce montant était de huit cent mille euros cumulés pour les cinq plus gros salaires.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Cent quatre-vingt mille euros est-il bien le montant de votre salaire brut annuel, sans les jetons de présence ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Je ne reçois pas de jetons de présence.

M. Laurent Collet-Billon. Pour ma part, je reçois quarante mille euros bruts de jetons de présence pour Europlasma et vingt mille euros bruts pour les Forges de Tarbes.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous remercie.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Je reviens sur vos questions précédentes.

Je ne me préoccupe pas de la rémunération d'ABO, ce n'est pas mon sujet. Je suis un industriel : tant qu'ABO est satisfait de financer Europlasma, je sécurise le financement du retournement du groupe et je n'ai pas de problème avec le fait qu'ABO gagne de l'argent. 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, ce qui montre qu'ils ne sont pas spéculatifs, puisqu'ils ont implicitement l'obligation de vendre pour reconstituer notre capacité de tirage. Quant au trading qu'ils réalisent pendant cette période, il ne me regarde pas.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Avez-vous les moyens de savoir combien ABO a pu gagner grâce à l'activité d'Europlasma ? En tant que parlementaires, la réponse nous intéresse et il est même de notre devoir de comprendre la situation.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Je n'ai pas le moyen de savoir ce qu'ils font de ces titres, ni à quel moment ils les vendent. Le cours évolue toute la journée : sur un mois, vous avez des journées à + 30 % et d'autres à - 40 % ; il nous est impossible de suivre leur position sur le marché à la minute...

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'en arrive aux répercussions concrètes sur les usines.

Les cessions de la Fonderie de Bretagne et des Forges de Tarbes ont fait l'objet d'un contrôle des investissements étrangers en France (IEF). C'est bien la reconnaissance, par Bercy, du fait qu'Europlasma est sous l'influence déterminante d'un capital étranger pour la seule production française d'obus de 155 mm. Ma question est donc la suivante : quels engagements Europlasma a-t-il pris vis-à-vis de Bercy dans le cadre de ce contrôle, étant donné les craintes légitimes que le financement d'Europlasma peut susciter ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Nous avons nous-mêmes déclenché la procédure relative aux investissements étrangers en France (IEF).

Avant de racheter, par exemple, les Fonderies de Bretagne, nous avons soumis à Bercy un dossier IEF, car nous envisagions d'y fabriquer des corps d'obus de mortier. C'est bien Europlasma qui a mobilisé les IEF en présentant nos prévisions d'activités, notre schéma de constitution de la nouvelle entité et son financement. Nous avons agi ainsi pour nous assurer de l'absence d'opposition à la reprise d'un actif que nous rendons stratégique. C'est d'autant plus important que nous pourrions être en risque de refinancement. Je vous rejoins sur ce point : notre

risque majeur actuel réside dans la fermeture de la liquidité sur notre titre, ce qui poserait un problème de refinancement.

Nous avons donc mobilisé les IEF... mais pas en raison d'investissements étrangers en France, car la très grande majorité des détenteurs d'actions Europlasma sont français. En revanche, notre société est cotée en bourse : de ce fait et parce que la holding détient 100 % des Fonderies de Bretagne ou des Forges de Tarbes, qui sont des actifs stratégiques, il est impératif d'imaginer un mécanisme protégeant la souveraineté de l'État français contre, par exemple, une offre publique d'acquisition (OPA) hostile.

Nous sommes cotés et, comme vous l'avez mentionné, notre capitalisation boursière est très faible. Un groupe comme Rheinmetall, par exemple – bien qu'il ne soit pas concerné par les procédures IEF, car il est allemand – ou un investisseur étranger américain pourrait facilement acquérir les Forges de Tarbes ou les Fonderies de Bretagne si nous ne nous étions pas protégés par les IEF, notamment en achetant massivement des titres Europlasma. Il prendrait ainsi le contrôle d'Europlasma, puis des Fonderies de Bretagne, des Forges de Tarbes, de Valdunes et d'autres entités. C'est bien pourquoi nous mobilisons les IEF et cette démarche est à notre initiative.

Nous proposons donc un schéma qui nous protège d'une OPA hostile : si, demain, un investisseur étranger non européen attaquait Europlasma et décidait de l'acquérir, nous saurions résister à cette OPA. Nous avons mis en place le mécanisme permettant de protéger tous les actifs stratégiques du groupe. C'est pourquoi, sur chacun des dossiers évoqués – j'ai vu votre vidéo – nous avons effectivement mobilisé les IEF : c'est notre initiative.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. C'est votre interprétation... mais je pense que la question ne se limite pas à celle d'une OPA hostile. Il s'agit simplement du fait qu'Europlasma est, en réalité, dans une forme de « fuite en avant ». Le fonds demande à la société d'alimenter constamment un flux pour soutenir les titres, et l'action est finalement si basse qu'il devient impossible de lever des fonds, ce qui risque de mettre fin à l'entreprise assez rapidement. En fait, Alpha Blue Ocean pourrait très bien, à un moment donné, cesser de vendre ses actions, tant leur valeur a chuté. La preuve en est que ses actions ne valent quasiment plus rien.

Concernant la convention de trésorerie, existe-t-il des flux entre vos filiales ? C'est ma première question.

Ma seconde question porte sur votre situation. Quel est le résultat du groupe pour 2025 ? Qu'anticipez-vous pour 2026 ? Vous affichez un déficit de 15 M€ en 2024, qu'en est-il pour 2025 et 2026 ? Pour une entreprise qui ne serait pas en difficulté financière, je constate que la situation n'est pas glorieuse...

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Vous qualifiez notre démarche de « fuite en avant », ce qui est votre droit. J'observe qu'en sept ans, nous avons levé 103 M€ et que nous avons couvert les pertes du groupe, pertes que je vous ai expliquées précédemment. Nous sommes dans des structures en retournement : des investissements sont réalisés, des charges doivent être supportées, des opérations de

maintenance considérables doivent être effectuées... Tout cela consomme des liquidités et c'est pourquoi, depuis 2019, nous n'avons jamais été dans le vert.

Nous avons des commissaires aux comptes, nous sommes cotés et des contrôles sont effectués en permanence pour s'assurer de notre capacité à emprunter sur les marchés, notamment grâce aux injections de liquidités provenant des émissions obligataires. Grâce à ce mécanisme, nous sommes en mesure de supporter ces pertes.

Vous affirmez que nous sommes en difficulté et il est vrai que nos résultats sont négatifs de manière récurrente, car nous reprenons des entreprises qui sont, elles-mêmes, très déficitaires. Nous cumulons des entreprises dont les résultats sont négatifs et nous nous efforçons de les transformer. Dans l'intervalle, un financement est nécessaire : nous n'avons pas de prêteur, un fonds nous accompagne et il a apporté 103 M€ en sept ans.

C'est pourquoi j'affirme que la situation financière d'Europlasma n'est pas une « fuite en avant » : nous agissons en fonction de nos moyens.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pouvez-vous nous communiquer le résultat du groupe pour 2025 et vos projections pour 2026 ?

M. Julien Morelle. Nous ne pouvons pas encore vous les communiquer, mais nous le ferons par écrit. Pour 2025, les projets de comptes sont en cours d'audit et ils feront l'objet d'une communication officielle. En tant que société cotée, nous avons le devoir de maîtriser le calendrier de publication de telles informations.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. À vous entendre, on a l'impression que tout va bien ! Mais il faut maintenant aborder la réalité de la situation dans les usines.

S'agissant des Fonderies de Bretagne, un cas que je connais bien, pouvez-vous confirmer qu'aucun obus n'en est sorti pour l'instant ? Depuis que vous détenez cette entreprise, la production n'a eu lieu que pendant huit mois. Pendant combien de temps avez-vous pu produire quelque chose ? Sans même parler des obus, puisqu'il n'y a pas de certification pour l'instant, y a-t-il encore une seule production aux Fonderies de Bretagne ? Sur onze mois, combien les Fonderies de Bretagne ont-elles produit ?

Concernant l'investissement, vous vous étiez engagé à apporter près de huit millions d'euros. Combien avez-vous investi au final ? Confirmez-vous qu'il y a sept cent mille euros d'impayés aux fournisseurs ? En ce qui concerne les aides, vous deviez percevoir 12 M€ d'avances remboursables de BPIFrance, 7 M€ du fonds de développement économique et social (Fdes) et 6 M€ au titre du chômage partiel, si mes chiffres sont exacts. Ces aides ont-elles été versées, sinon pourquoi ?

Comme je l'ai rappelé, il n'y a toujours pas de certification de prototype d'obus. Avez-vous bien indiqué aux Fonderies, comme on a pu l'entendre, que ce prototype devait être développé par elles-mêmes, alors que la recherche et le développement ne sont absolument pas leur cœur de métier ?

M. Jérôme Garnache-Creillot. S’agissant des Fonderies de Bretagne, nous avons été désignés repreneurs en mai 2025, avec un projet visant à transformer une usine entièrement dédiée à Renault en une usine qui produira notamment des corps d’obus de mortier, mais qui a également vocation à accélérer son développement vers la diversification – c’est-à-dire des activités en dehors des secteurs automobile et défense. Cela inclut l’agriculture, l’énergie et le ferroviaire, entre autres.

Oui, nous devons produire des obus en 2025. Non, nous ne les avons pas produits. Il ne vous a pas échappé que je représente la holding, et non un fondeur. Notre métier consiste à nous assurer de la présence d’un axe de développement porteur dans la défense, capable de soutenir ce projet de retournement.

Cet axe existe, malheureusement, du fait d’une forte demande mondiale en munitions.

Nous avons donc estimé que, dans l’environnement géopolitique actuel, des obus de moyen calibre fondus et fabriqués aux Fonderies de Bretagne trouveraient un marché.

Il s’avère qu’historiquement, ces obus étaient forgés. Il a donc fallu concevoir et développer un obus fondu de 120 mm selon le standard du Pacte de Varsovie, en gardant à l’esprit qu’il est très complexe de passer d’un *design* forgé à un design fondu.

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 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 incompetent, ce n’est pas mon métier.

Notre erreur a été de penser que la transformation se ferait en trois mois, alors qu’elle a pris un semestre. Telle est la situation. Nous évoluons dans un environnement industriel et nous avons aujourd’hui, pour ces obus, un portefeuille commercial en construction.

M. le président Emmanuel Mandon. Vos affirmations ne laissent pas d’inquiéter le citoyen que je suis. Vous confirmez que vous n’étiez pas dans votre cœur de métier, ce que nous avons compris. Ces petits délais, ces trois mois supplémentaires, sans parler de votre appréciation, nous interrogent sur la stratégie sous-jacente.

M. Jérôme Garnache-Creillot. Notre travail a consisté à évaluer un marché et à estimer sa capacité à absorber la production des Fonderies de Bretagne, selon un modèle et une conception nouveaux.

Évidemment, avant de reprendre les Fonderies de Bretagne, nous avons interrogé plusieurs interlocuteurs dans le secteur de la défense afin de savoir s’ils seraient intéressés et susceptibles d’acheter ces obus, une fois produits. Nous avons

également décidé de proposer des obus au standard 843B, car leur fabrication n'est pas très complexe.

Il fallait d'abord s'assurer de la qualité et de la cohérence de notre production par rapport aux besoins du marché. Ensuite, il faut tester les prototypes d'une certaine manière, notamment par fragmentation, puis effectuer des tests balistiques. Tout ce processus prend du temps industriel et c'est là que nous nous sommes trompés, en pensant que nous irions beaucoup plus vite sur la conception. J'espérais que nous mettrions trois, voire quatre, mois au maximum et qu'à partir de septembre ou octobre 2025, nous commencerions à produire.

M. le président Emmanuel Mandon. Oui, mais vous n'êtes pas seul dans ce pays sur les questions de défense. Vous êtes bien accompagné, d'après ce que je comprends, et je m'interroge donc sur cette situation.

M. Jérôme Garnache-Creuillet. Sur la production d'obus de gros calibre, nous sommes seuls. Sur la production d'obus de moyen calibre fondus, nous serons également seuls demain.

M. le président Emmanuel Mandon. Il y a des commandes publiques.

M. Jérôme Garnache-Creuillet. Ce n'est pas la commande publique qui soutient actuellement le projet des Fonderies de Bretagne, ce sont les marchés étrangers.

Deux obus sont actuellement en développement aux Fonderies de Bretagne. L'un est développé par un important donneur d'ordre français, pour un projet très spécifique concernant un obus particulier. Ce projet a progressé et notre partenaire a confirmé son intérêt pour des commandes importantes aux Fonderies de Bretagne, dès cette année et encore plus l'année prochaine. Il y a également le standard en obus de mortier (843B), qui est en cours de test.

Lorsque vous dites que nous n'avons rien produit, c'est donc faux. Des obus sont déjà sortis des Fonderies de Bretagne, même si les volumes sont inférieurs à ceux que nous avions estimés avant la fin de l'année. Nous avons simplement décalé notre plan d'affaires de quelques mois : dans l'industrie, les décalages sont quotidiens, nous ne sommes pas dans une science exacte.

Il se trouve par ailleurs, puisque vous me demandez combien de temps nous avons produit, qu'en janvier 2026, un incendie nous a paralysés. La direction régionale de l'environnement, de l'aménagement et du logement (Dreal) nous a interdit de reprendre la production tant que la cause de l'incendie n'avait pas été déterminée. Nous sommes donc à l'arrêt, en raison d'un accident industriel et parce que nous évoluons dans l'industrie, de manière générale.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous avons bien intégré ces données et essayons simplement de comprendre votre positionnement par rapport à notre industrie de défense, sachant qu'il y a, comme je le disais, un certain « choc des cultures ».

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Même sans incendie, il n'y aurait pas aujourd'hui de production d'obus aux Fonderies de Bretagne. Vous vous étiez engagé pour soixante-dix mille obus à la fin 2025 : rien n'est sorti.

Monsieur Garnache-Creullot, pouvez-vous confirmer que vous auriez dit au tribunal qu'avec monsieur Collet-Billon au conseil d'administration, il n'y aurait « pas de problèmes » pour obtenir les éléments nécessaires à la certification ? Or il n'y a toujours pas de certification, n'est-ce pas ?

En tout cas, les salariés ont manifestement dû s'adresser à notre collègue Jean-Michel Jacques, président de la commission de la défense nationale et des forces armées de notre assemblée, pour pouvoir avancer...

M. Jérôme Garnache-Creullot. Je ne suis pas d'accord...

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. C'est une audition ! Je finis ma prise de parole en tant que rapporteure de la commission d'enquête et vous laisserai la parole ensuite : nous sommes d'ailleurs impatients d'avoir vos réponses.

Sur onze mois, pendant combien de semaines avez-vous pu faire produire aux Fonderies de Bretagne ? Sur les aides publiques qui étaient prévues, combien ont été effectivement versées ? Elles sont toutes conditionnées à un investissement de votre part et si vous nous dites que quasiment aucune aide n'a été versée, c'est donc sans doute qu'il y a un problème. Enfin, y a-t-il bien sept cent mille euros d'impayés aux fournisseurs ?

M. Jérôme Garnache-Creullot. Je vous invite à venir un jour voir comment fonctionne une usine : vous verrez qu'effectivement, l'industrie n'est pas une science exacte.

En 2025, la production a duré environ quatre mois, car nous avons été désignés en mai, le mois d'août n'est pas travaillé et, en septembre, nous avons eu une panne qui nous a arrêtés au niveau de la noyauteuse. Nous avons redémarré en octobre, novembre et décembre. Voilà ce qui s'est passé.

Nous avons eu environ quatre mois de production en 2025. Pendant ces quatre mois, nous avons servi des clients historiques comme Renault, mais nous avons également travaillé avec d'autres clients dans le cadre de la diversification. Nous travaillons d'arrache-pied pour développer un portefeuille de clients autres que l'automobile, car l'industrie automobile n'est pas porteuse aujourd'hui.

Nous avons réalisé de premiers tests. Le président de la commission de la défense de votre assemblée m'a aimablement expliqué qu'il aurait pu nous aider à obtenir des créneaux pour tester des obus 843B grâce à la DGA, sur le pas de tir de l'armée française... mais il se trouve que la DGA ne teste pas d'obus au standard du Pacte de Varsovie, car elle est contrainte aux seuls formats Otan. Donc, à aucun moment, nous n'aurions pu tester des formats au standard du Pacte de Varsovie et, en conséquence, nous sommes allés en Roumanie, membre historique du Pacte de Varsovie. En Roumanie, nous avons livré des obus, ces obus ont été testés et les résultats des tests ont été très bons.

Maintenant, nous entamons une deuxième série de tests, les tests à la fragmentation. Nous avons envoyé, une nouvelle fois, des obus en Roumanie. Les tests sont relativement longs, car il faut que la DGA et le ministère des Armées locaux se concertent pour effectuer le remplissage des obus, les acheminer sur le pas de tir, puis les tester. Tout cela prend du temps et il y a des contraintes organisationnelles. Tous les obus sont aujourd'hui remplis sur le pas de tir et nous attendons qu'ils soient tirés.

Dès qu'ils seront tirés, nous pourrons démarrer très vite la production du 843B, avec néanmoins certaines contraintes capacitaires. Les obus bruts une fois fabriqués, il faut ensuite les usiner et cet usinage nous limite aujourd'hui, en termes de capacité, à environ cent quatre-vingt-dix mille obus. Notre objectif actuel est donc d'investir dans une capacité additionnelle d'usinage, pour atteindre d'abord trois cent mille, puis sept cent mille, et ensuite 1,5 million.

Quand nous avons repris les Fonderies de Bretagne, nous avons fait une offre. Cette offre était conditionnée à un apport du Fdes. Le Fdes n'est pas une aide d'État, mais un prêt, une avance : ce prêt était de 7,5 M€ sur trois ans. Un mécanisme fiduciaire a été mis en place par Renault pour accompagner la restructuration des Fonderies de Bretagne et sa désensibilisation à l'activité automobile, qui représentait 25,8 M€. Enfin, l'apport d'Europlasma était de 15 M€ sur trois ans. Pendant la période qui a précédé l'audition, nous avons eu une discussion très logique avec l'État et avec Renault.

Renault devait apporter 25,8 M€ et l'État prêter 7,5 M€. Nous avons séquencé l'exploitation de la fiducie, le versement du Fdes et le financement des collectivités locales à la réalisation d'un certain nombre d'étapes d'investissement, de restructuration, etc. Dans le projet initial, il y avait 26 M€ d'investissements à réaliser en 2025, car nous devions changer la ligne de fusion. Ces investissements ont été réexaminés : en effet, nous nous sommes rendu compte que les changements sur la ligne de fusion n'allaient pas apporter les améliorations de rendement nécessaires pour nous repositionner sur le marché automobile. Nous avons donc décidé d'arbitrer ces investissements et de partir sur un autre programme d'investissements qui, lui, allait nous mettre en capacité d'être compétitif sur les marchés de diversification et les marchés de défense.

Après la présentation d'une offre de reprise et malgré toutes les informations obtenues en amont, on découvre des éléments post-reprise. Nous avons reconsidéré l'ensemble du programme d'investissement des Fonderies de Bretagne pour nous concentrer sur les activités de diversification et la défense. Nous avançons progressivement : un ensemble d'investissements a été validé pour démarrer, de manière significative, l'usinage des corps d'obus dès le mois de mai et nous prévoyons une montée en puissance au cours du dernier trimestre de l'année 2026.

Aujourd'hui, l'État contribue massivement au soutien des Fonderies de Bretagne à travers le mécanisme de l'activité partielle de longue durée rebond. Mais nous n'avons reçu aucune avance remboursable, aucuns fonds, du Fdes.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je comprends que cette audition puisse vous bousculer, mais je vous invite à avoir du respect envers les parlementaires et les élus de la nation. Vous nous dites que nous n'avons jamais visité d'usine : c'est complètement faux, j'en ai visité un grand nombre. Par ailleurs, arrêtez de vous moquer de nous : vous nous expliquez que le Fdes n'est pas une aide d'État. Or c'est formellement une aide d'État. Je vous invite à faire preuve de respect et à ne pas nous considérer comme des ignorants.

Je note que vous n'avez pas réalisé les investissements sur lesquels vous vous étiez engagés. Combien avez-vous effectivement investi depuis onze mois ? Par ailleurs, confirmez-vous qu'il y a sept cent mille euros d'impayés aux fournisseurs des Fonderies de Bretagne, sachant qu'à Valdunes, il me semble que c'est huit cent mille euros.

M. Jérôme Garnache-Creuillet. Il y a bien eu à un moment, aux Fonderies de Bretagne, des retards de paiement des fournisseurs à hauteur de sept cent mille euros, qui étaient des retards de moins d'un mois. Ils étaient liés à une situation critique, puisque nous avons eu à faire face à un incendie et à l'arrêt d'une direction financière. Dans l'intervalle, nous avons essayé de mettre en place ce qui était nécessaire pour pallier une absence structurelle. Dans le même temps et pour les mêmes raisons, nous avons subi des retards de paiement des clients à hauteur de 2 M€. Il était absolument nécessaire de reprendre la main sur le programme de gestion des Fonderies de Bretagne, pour déclencher à la fois les paiements et les encaissements.

Par ailleurs, je suis désolé si je vous ai heurtée : je sais que vous visitez des usines et cela m'ennuie que vous l'ayez pris ainsi. Le fonctionnement d'une usine, c'est la gestion des imprévus quotidiens. Il ne s'agit pas uniquement de visiter, mais de comprendre comment fonctionne le cœur du système.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quels sont les investissements réalisés depuis onze mois ?

M. Jérôme Garnache-Creuillet. Nous avons pris des engagements de financement sur la période et nous les avons tenus.

Nous avons dû apporter 4,5 M€ de liquidités, auxquels s'ajoutent 2 M€ de *factoring*, soit 6,5 M€. Nous devons avoir cinq cent mille euros de ce qu'a apporté le groupe et qu'il ne refacture pas aux Fonderies de Bretagne.

Notre engagement était de 7,5 M€, dans un contexte de financement d'investissements de 26 M€. L'année dernière, nous avons réalisé 6 M€ d'investissements.

Le tribunal de commerce avait mentionné une réalisation de 26 M€ d'investissements par l'État, la fiducie Renault et Europlasma.

Nous n'avons pas réalisé 26 M€ et nous sommes les seuls à avoir investi, avec la partie Renault. Aujourd'hui, nous sommes toujours les seuls à financer les Fonderies de Bretagne.

Le Fdes est un fonds qui accorde des prêts : ce n'est pas une aide, ce n'est pas une subvention, c'est un prêt. Un désaccord n'est pas synonyme d'un manque de respect.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. La définition du prêt est notifiée en aide d'État. Le chômage partiel est également une aide publique. Existe-t-il des flux entre vos filiales ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Il existe un système de centralisation de trésorerie, qui ne concerne pas les Fonderies de Bretagne. Nous avons en effet pris l'engagement de ne faire remonter aucune somme d'argent au niveau de la holding pendant deux ans, même si les Fonderies de Bretagne enregistrent un résultat très positif une fois que l'activité « Défense » aura démarré.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Les investissements que vous avez engagés en propre s'établissent-ils bien à 4,5 M€ ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Nous avons envoyé 4,5 M€ de liquidités. Il est nécessaire de tenir compte de cinq cent mille euros de non-refacturés et des 1,9 M€ de *factoring*.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Comment justifiez-vous le fait d'avoir engagé une procédure pour dénigrement à l'égard d'une syndicaliste, membre du CSE et qui, de notre point de vue, fait son travail d'alerte ?

Pourquoi avez-vous revendu les murs des Forges de Tarbes ? Aujourd'hui, les louez-vous ? À quel coût ?

Monsieur Collet-Billon, vous avez exercé des responsabilités publiques du côté de la DGA, qui n'étaient pas mineures. Aujourd'hui, vous êtes au service d'une entreprise privée. N'avez-vous pas le sentiment d'être aussi un atout de communication ? N'avez-vous pas le sentiment que votre présence donne une solidité à Europlasma, qu'elle n'a peut-être pas par elle-même ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Aucune procédure de dénigrement n'est menée contre une syndicaliste.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Ma question concerne la procédure pénale pour diffamation menée à l'encontre d'une syndicaliste membre de la CGT.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Cette personne n'est plus salariée et la procédure est en cours. Je ne peux pas m'exprimer sur ce sujet.

Vous avez compris que notre mode de refinancement était tributaire de notre réputation sur les marchés. À la reprise d'Europlasma, nous nous concentrons sur la partie environnementale et nous n'imaginons pas du tout nous tourner vers la défense. Il est vrai que l'expérience professionnelle passée de monsieur Collet-Billon coïncide avec cette activité, mais elle ne pesait pas dans la décision initiale.

La liberté syndicale et la liberté d'expression sont fondamentales. Cependant, j'estime qu'il y a un moment à partir duquel les propos tenus peuvent abîmer notre capacité à nous refinancer et menacent donc l'ensemble du groupe.

Quand des propos sont diffamatoires, qu'ils relaient des informations contraires à la réalité de l'entreprise et qu'ils nuisent au marché, je protège la personne morale... et protéger la personne morale, c'est aussi protéger les salariés. Si, demain, je n'ai plus accès au marché, le refinancement deviendra difficile, de même que le versement de la rémunération de tous les salariés.

L'opération sur les murs des Forges de Tarbes est une opération de *lease-back*. Nous nous posons en effet un certain nombre de questions sur notre capacité à produire davantage. Nous avons engagé presque 10 M€ à Tarbes : nous avons investi dans des centres d'usinage et dans des grenailleuses, nous avons automatisé la partie « Ogivage » et nous avons des ceintureuses. Désormais, à Tarbes, nous n'avons plus de place. Nous allons donc peut-être devoir arbitrer et aller ailleurs, je n'ai pas vocation à rester nécessairement propriétaire de ce site.

M. Laurent Collet-Billon. Vous prêtez beaucoup d'importance à mon influence sur le marché de la défense et sur le retraitement des déchets. C'est l'opportunité de 2021 qui m'a conduit à m'intéresser aux Forges de Tarbes et à la production de corps d'obus de 155 mm, une partie microscopique de mon métier à la DGA, il y a bien longtemps. Vous remarquerez que j'ai une présence dans la presse qui est nulle...

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Cela n'empêche pas d'être influent.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Monsieur Collet-Billon, vous avez été mandaté par l'actuel Premier ministre, quand il était ministre des armées, pour lui remettre un rapport sur la filière munitionnaire. Dans ce rapport, est-il question de la filière « Obus » ?

M. Laurent Collet-Billon. Cette mission n'a jamais existé. Je n'ai jamais eu une lettre de mission et j'ai dit que tant que je n'aurais pas de lettre de mission, je ne travaillerais pas. Je n'ai donc pas travaillé.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Il n'y a donc pas de rapport. C'est une bonne nouvelle, qui clarifie la situation : en effet, personne ne semble capable ni de nous fournir le rapport, ni de nous dire qu'il n'existe pas... ce qui est un peu surprenant.

M. Laurent Collet-Billon. Je confirme que je n'ai pas eu de lettre de mission. C'était une condition préalable pour moi.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Cela semble tout à fait normal. Vous venez de préciser que les activités de fonderie des Forges de Tarbes représentaient évidemment un pourcentage très marginal de votre activité à la DGA. Avez-vous saisi les autorités compétentes, en l'occurrence la commission en charge de ces questions, pour vous assurer de l'absence de conflit d'intérêts lorsque vous avez rejoint Europlasma ?

M. Laurent Collet-Billon. J'ai quitté la DGA en juillet 2017, la durée de contrainte déontologique est de trois ans et les Forges de Tarbes sont arrivées dans le paysage d'Europlasma en 2021 : il n'y a donc pas de sujet.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Avez-vous tout de même formulé une demande, en 2019, pour les activités « vertes » ?

M. Laurent Collet-Billon. Non, car ces activités vertes n'entraient pas dans le champ d'application de la déontologie concernant les aspects professionnels de la DGA.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous disiez, monsieur Garnache-Creuillot, qu'il était très important que la réputation de votre groupe ne pâtisse pas d'informations qui seraient, à votre sens, inexactes – ce que je comprends très bien.

En revanche, il me semble que vous avez une pratique des médias intéressante : en février 2026, France Info réalise un sujet en indiquant que la production des Forges de Tarbes est multipliée par cinquante. Quelle est l'origine de cette information ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Je l'ignore. Quand nous avons repris les Forges de Tarbes, la production était pratiquement à l'arrêt, comprise entre deux mille et cinq mille obus par an. Si vous passez de deux cents (ou trois cents) obus par mois à une production de douze mille, le volume est multiplié par quarante. Si vous passez à quinze mille, le volume est multiplié par cinquante. Quoi qu'il en soit, je ne me suis pas adressé à France Info.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous considérez que la production de cinquante mille obus par an est multipliée par cinquante. C'est intéressant.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Si nous regardons la situation objectivement, en 2020, les commandes n'arrivaient pas en raison d'un problème structurel sur la production à Tarbes : cette production était à zéro lors de la reprise.

Partant de très loin, nous arrivons en rythme annuel à cent cinquante mille, ce qui représente peut-être un volume multiplié par cinquante. Ce n'est pas un trophée et, selon moi, ce n'est pas très important, puisque nous ambitionnons de monter à cent quatre-vingt mille, voire deux cent mille, obus dans le courant de l'année 2027.

C'est cela qui est important : reprendre un outil industriel quasi mort et en refaire quelque chose de performant. La réputation de Tarbes traverse nos frontières, car la forge produit des obus de 155 mm qui ont la réputation d'être les plus performants au monde.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). En juillet 2023, Europlasma a annoncé un contrat avec l'équivalent de la DGA ukrainienne. Ce contrat a porté sur soixante mille obus pour l'année 2024. A-t-il été honoré ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Il n'a pas été honoré. Il a été signé, mais il est « *pending* » en raison de la situation au niveau de l'agence ukrainienne.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Avez-vous communiqué sur ce fait ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Il est *pending*.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Pouvez-vous préciser ce que vous entendez par ce mot ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Il est en suspens. Je vous répondrai par écrit sur ce sujet.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). J'ai demandé à une intelligence artificielle, dont je confesse qu'elle n'est pas française, de réaliser une analyse de l'histoire récente d'Europlasma. La conclusion est la suivante :

« On touche le mécanisme central d'Europlasma. Il existe une corrélation très nette et asymétrique entre les passages médiatiques et annonces industrielles, les émissions obligataires, le comportement du cours, mais cette corrélation est contre-intuitive. Chez Europlasma, les médias ne sont pas un signal fondamental fiable, mais plutôt ils servent souvent de catalyseurs de liquidités qui permettent ensuite le financement qui détruit la valeur actionnariale. Résumé très clair : corrélation, médias positifs, hausse, émission, dilution, baisse. »

M. Jérôme Garnache-Creuillot. C'est l'analyse d'une intelligence artificielle. Cette semaine, nous avons fait deux annonces et, deux fois, cela a fini en baisse. C'est le contraire de ce que vous êtes en train de dire.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). En mai 2025, vous vous êtes adressé, via TF1, au Président de la République pour expliquer que les commandes n'arrivaient pas. Votre modèle repose-t-il sur les commandes publiques ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. C'est totalement faux. J'ai expliqué qu'il ne fallait pas compter uniquement sur la commande publique pour se positionner dans ce marché et ce qui a été fait de mes propos à l'antenne concerne TF1.

J'ai dit qu'il était anormal que les industriels, quels qu'ils soient, attendent en permanence une commande publique dans un contexte budgétaire contraint. J'ai expliqué qu'Europlasma n'avait, quant à lui, pas attendu de telles commandes : les investissements réalisés à Tarbes visent à la consolidation sur le marché du gros calibre de KNDS. En réalité, ils ne vont représenter, à terme, qu'une petite portion de notre production puisque nous produisons du 152, du M107 et que nous menons des recherches pour des clients non français.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Menez-vous toujours une activité de torche à plasma ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Nous avons annoncé, cette semaine, la création d'une filiale avec un groupe d'équipementiers dans la sidérurgie pour installer des procédés de décarbonation des hauts fourneaux dans toute l'Europe.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous avez tendance à annoncer des choses qui ne se réalisent pas. Pourrait-on revenir sur le nombre de torches à plasma que vous auriez vendues ces dernières années ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Le sous-jacent de la torche à plasma est la décarbonation. Or, en pleine crise énergétique, l'énergie coûte très cher.

Nous avons vendu une torche à plasma en trois ans. Nous avons renouvelé du matériel et nous n'étions plus du tout concentrés sur la partie « Décarbonation via un système plasma », puisqu'elle consomme énormément d'énergie électrique et qu'elle était très chère.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vos concurrents ont-ils arrêté de vendre ce genre de produits sur le marché mondial ?

M. Jérôme Garnache-Creuilhot. Nous avons peu de concurrents, nous sommes trois dans le monde sur ce marché.

Selon moi, le plus actif aujourd'hui est le concurrent canadien. Mais son activité diffère de la nôtre : il utilise la torche à plasma dans le cadre de la *Navy* pour brûler des déchets embarqués. Europlasma travaille davantage sur le remplacement d'une chauffe carbonée par une chauffe décarbonée. Ce concurrent a conclu deux accords, peut-être trois, au cours des dernières années.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Pouvez-vous nous donner la part de l'année durant laquelle le site de Tarbes est à l'arrêt ?

M. Jérôme Garnache-Creuilhot. Ce site est à l'arrêt, comme toutes les usines, en cas de pannes et d'opérations de maintenance.

La semaine dernière, le site a été arrêté pour neuf ou dix jours, car des stocks d'obus très conséquents étaient en attente chez un sous-traitant qui a rencontré un problème. Dans ce type de situation, je considère qu'il est nécessaire d'arrêter la partie « Forge », car il est insensé de « brûler » du besoin en fonds de roulement (BFR) uniquement pour stocker des obus en attente de livraison.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Pensez-vous que cette réalité, que je comprends au demeurant, est en cohérence avec l'ensemble du récit médiatique concernant Europlasma, selon lequel « *On n'arrête jamais.* », « *L'entreprise ploie sous les commandes.* » ou « *On travaille quasiment H24 à Tarbes.* » ?

M. Jérôme Garnache-Creuilhot. Je ne sais pas qui vous a dit que nous ne nous arrêtons jamais.

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. À Tarbes, les pannes sont effectivement nombreuses, mais elles diminuent car nous réalisons le travail de maintenance, de réinvestissement et de remplacement qui est nécessaire. Cependant, le niveau de production n'est pas celui d'une usine chinoise à 99,99 % de la capacité maximale, mais plutôt de 60 % – étant rappelé qu'à notre arrivée, le niveau de production était inférieur à 20 %. Nous progressons et l'objectif de l'année est une montée à 65 %.

Il faut garder à l'esprit que l'outil industriel, c'est-à-dire la forge, a quatre-vingts ans et que si on l'arrête, on ne produit plus d'obus.

M. Laurent Collet-Billon. L'état de l'outil industriel résulte de l'absence complète d'investissements de la part des anciens détenteurs des Forges de Tarbes : c'est la situation dont Europlasma a hérité lors de la reprise. La situation s'améliore, mais cela prend un certain temps.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Êtes-vous en relation avec ces anciens dirigeants ?

M. Laurent Collet-Billon. Non.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous n'avez pas non plus de projet de déménagement du site ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Nous en avons parlé tout à l'heure : nous sommes à l'étroit à Tarbes, mais je ne peux pas déplacer la forge. Nous sommes le fournisseur de KNDS, qui a des critères de qualification extrêmement stricts : dès que je modifie quelque chose dans le processus, je leur demande de valider le changement et KNDS vérifie que cette modification ne pose pas de problème. Le niveau attendu de qualité de production est contraignant.

Par ailleurs, nous souhaitons accélérer notre développement. Historiquement, le savoir-faire est à Tarbes, les agences étrangères sont très surprises par la capacité de Tarbes à fabriquer des choses compliquées et nous voulons conserver l'activité à Tarbes.

Il ne s'agit donc pas de déménager la forge, mais de déterminer comment nous allons pouvoir nous agrandir à proximité pour embarquer davantage de production. Nous travaillons sur des obus complexes, qui supposent des centres d'usinage dédiés, et aujourd'hui, au-delà de quatre centres d'usinage, je n'ai plus de place. Le projet est un emménagement ailleurs, sur des centres d'usinage, des îlots de fabrication, adaptés à des produits spécifiques. Nous ne changerons rien au processus KNDS.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous évoquiez tout à l'heure Rheinmetall et la nécessité, pour vous, d'aller chercher des marchés à l'étranger. Pouvez-vous nous dire quel est l'état réel du marché européen et quelles sont vos perspectives ? Combien Rheinmetall produit d'obus par an ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Nous ne faisons pas le même métier : Rheinmetall est un munitionnaire, il produit des obus finis, chargés et prêts à tirer ; Europlasma produit des corps d'obus, nous sommes forgers. Nous essayons naturellement d'intégrer de plus en plus d'éléments, de manière à créer de la valeur et à nous rapprocher de la munition... mais nous ne serons jamais un munitionnaire : nous ne sommes pas en concurrence avec Rheinmetall.

Notre capacité à Tarbes, à terme, pourrait atteindre deux cent mille obus par an, tandis que Rheinmetall a un objectif d'un million d'obus. Pour mémoire, le marché Otan de l'obus de gros calibre, représente aujourd'hui entre 5 et 5,5 millions d'obus. Au moment où nous avons repris Tarbes, c'était sept cent mille obus par an.

Il s'agit d'un marché implicitement inhérent à un certain nombre de conflits. Or dans ces conflits (et notamment dans les conflits qui opposeraient certains belligérants à l'Otan), la capacité de production est déterminante. Aujourd'hui, la Russie a une capacité de production qui croît très rapidement, beaucoup plus vite que la capacité de production au sein de l'Otan (notamment sur l'obus de mortier).

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Quel était votre contact à la DGA et avec quelle récurrence avez-vous affaire à cette direction générale ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Nous avons des contacts avec des ingénieurs de l'armement, notamment pour travailler avec les Fonderies de Bretagne et avec Tarbes sur de nouveaux concepts – ou d'anciens concepts pour lesquels nous avons besoin de leur savoir-faire. Nous avons également des relations avec la direction des industriels de l'armement : nous nous voyons au moins une fois par trimestre.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Monsieur Collet-Billon, êtes-vous spécifiquement en charge de quelque chose, dans la conduite des opérations ou dans les relations extérieures, ou êtes-vous un simple administrateur ?

M. Laurent Collet-Billon. Je ne vais pas à la DGA et je n'interviens pas dans la marche opérationnelle, en particulier vis-à-vis de la DGA.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Quels contacts avez-vous eu avec le ministère de l'Industrie ? Avez-vous un agenda des rencontres qui ont eu lieu avec ce ministère, au sein de la délégation aux restructurations ou surtout avec le cabinet du ministre ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Nous avons communiqué par téléphone, à deux reprises, avec le cabinet de M. Sébastien Martin, ministre délégué chargé de l'industrie, et nous avons rencontré le ministre il y a un mois.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Je pensais au cabinet précédent, en réalité, c'est-à-dire le cabinet de M. Marc Ferracci.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Nous n'avons eu aucun contact avec le cabinet Ferracci. J'ai été en contact avec le cabinet Lescure pour la reprise de Valdunes et avec M. Marc Ferracci pour la reprise des Fonderies de Bretagne. Je n'ai plus de contact avec eux.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Ce n'était pas le sens de ma question, qui était : avez-vous eu un contact régulier avec les cabinets ou avec les services et selon quelle fréquence ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Aujourd'hui, les contacts que nous avons sont avec la mission interministérielle aux restructurations d'entreprise (Mire).

Nous nous parlons au moins une fois toutes les deux semaines, nous échangeons des mails, notamment pour déclencher des versements d'aides Fdes. Quand nous formulons une demande de déblocage d'une tranche d'aides, la Mire nous demande une série d'éléments et nous les fournissons.

Je n'ai pas un agenda particulier avec la Mire aujourd'hui, pas plus qu'avec avec le comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri). 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.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je note que vous dites que vous avez été mobilisés par le Ciri et par Bercy. C'est intéressant.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Quand une entreprise part en redressement judiciaire, la mission du Ciri est de mobiliser un maximum de repreneurs potentiels. Nous faisons partie du panel qui est interrogé.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous reprenez Valdunes en mars 2024 et vous proposez alors une diversification vers la production d'obus sur deux sites, Leffrinckoucke et Trith-Saint-Léger. Ces sites produisaient des roues pour les trains et les flux de commandes sont peu élevés – vous avez ainsi produit quatre-vingt-dix roues en décembre 2025. D'où mes questions :

Y a-t-il une production sur Leffrinckoucke en ce moment ?

Y a-t-il eu un seul obus produit depuis mars 2024 sur Valdunes ?

Les investissements ont-ils été réalisés pour le nouveau centre CDR et l'unité de production d'énergie, pour lesquels vous vous étiez engagés ?

Sur 17 M€ d'investissements pour lesquels vous vous étiez engagés en 2024-2025, combien, au final, ont été réalisés ?

Confirmez-vous que vous avez une dette auprès de vos fournisseurs de huit cent mille euros ?

Nous avons connaissance d'une lettre du ministre Sébastien Martin, datant de novembre 2025 et qui indique qu'après le versement de 5 M€ d'aides, les nouvelles tranches Fdes sont bloquées. Le ministre vous demande un audit, car des problèmes semblent exister.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Nous n'avons pas produit d'obus, car, quand nous avons repris Valdunes, nous envisagions de produire des corps d'obus. La puissance de la presse nécessaire pour produire un corps d'obus s'établit à environ 1 200 tonnes : aux Fonderies de Bretagne, à Leffrinckoucke, nous avons deux presses, une de cinq mille tonnes et une de six mille tonnes. Nous avons donc imaginé, à ce moment-là, que nous serions en capacité de produire davantage.

Mais une presse est tenue par l'hydraulique et il est nécessaire de prendre en compte des temps de passage incompressibles. À Tarbes et Valdunes, le temps de passage s'élève à quatre-vingt dix secondes et nous avons estimé que nous pourrions peut-être faire quatre obus d'un coup. Nous avons travaillé sur ce sujet pendant quasiment un an. Le problème était que l'expulsion des quatre obus doit se faire parfaitement, ce qui suppose une lubrification parfaite et identique. Or nous ne pouvions pas la garantir, compte tenu de l'état du matériel – la presse date du plan Marshall (1946), c'est une presse qui avait été livrée par les Américains...

Nous avons donc abandonné l'idée de produire des obus sur du matériel ferroviaire. Nous avons décidé d'utiliser l'ancien bâtiment d'usinage pour y installer de nouvelles lignes de production de gros calibre : c'est le projet que nous sommes en train de porter en ce moment. Ces décisions ont décalé une partie du projet de retournement que nous avions anticipé.

Concernant Valdunes, on nous a demandé si nous étions capables d'embarquer la partie « Forge » à Leffrinckoucke, à l'exclusion de la partie « Traitement thermique, usinage, etc. », qui est à Valenciennes : en effet, il y avait des repreneurs pour cette partie, qui étaient Interpipe en Ukraine, Lucchini en Italie et Bonatrans en République tchèque. Nous avons été mobilisés fin 2023 et nous avons remis une offre le 15 décembre. A cette date, Interpipe était le seul en lice sur la partie valenciennoise (Trith-Saint-Léger) et il a demandé que des tests supplémentaires soient faits, avant de finalement décliner la reprise.

En six jours, Europlasma s'est vu demander s'il était capable de faire une offre sur l'ensemble. À l'époque, un grand cabinet nous indique que 100 M€ d'investissements sont nécessaires pour produire cent mille roues. Nous établissons qu'il y a un programme d'investissement réalisé d'à peu près 30 M€. Par ailleurs, nous avons comptablement, en stock, 3,3 M€ de matières premières et 21,2 M€ de roues. 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€. Par ailleurs L'État, dans le cadre de la mise en place du Fdes, prend une sûreté sur les actifs qui nous empêche de réaliser le *lease-back* : nous perdons 5 M€ supplémentaires.

Nous avons dû reconstituer un stock, ce qui prend du temps. Nous avons porté une activité « à blanc » pendant cinq mois, ce qui a décalé l'ensemble du projet de retournement.

Nous réalisons les investissements aujourd'hui en fonction de ce décalage et les programmes sont bien plus limités : nous en sommes à 3 M€ par an.

Europlasma emploie aujourd'hui sept cents personnes, verse 70 M€ de salaires par an, a permis à l'État d'économiser 30 M€ au titre de la CSE et génère 35 M€ de recettes fiscales annuelles, notamment via la TVA – et sans compter les emplois indirects. Or, depuis 2019, Europlasma n'a perçu que 4 M€ au titre du Fdes. Je regrette le départ de monsieur Saintoul, car il affirmait, comme vous, que nous aurions touché des centaines de millions d'euros : la réalité est que, depuis 2019, les avances remboursables perçues par Europlasma pour sauver sept cents emplois s'élèvent à 4 M€.

Lorsque l'on parle de « prédation » et de « fonds spéculatifs », il convient de comparer : à côté de Valdunes se trouve l'ancien site d'Ascométal, anciennement NovAsco et devenu Ascodunes. Les montants des aides qui y ont été versées nous placent dans un tout autre univers.

Nous sommes des industriels et agissons en fonction de nos moyens. Nous ne coûtons rien à l'État ; au contraire, nous lui rapportons de l'argent.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Lorsque nous parlons d'aides publiques, nous incluons bien évidemment le chômage partiel, qui est une aide publique, ainsi que les avances remboursables et les fonds du Fdes.

Vous avez raison sur un point : des aides plus conséquentes, se chiffrant en dizaines de millions d'euros, étaient prévues. Toutefois, elles n'ont pas été versées parce que vous n'avez tout simplement pas honoré vos engagements.

Vous nous indiquez que, sur les 17 M€ d'investissements prévus pour la période 2024-2025, seuls 6 M€ ont été réalisés. Vous avez mentionné 3 M€ par an pour Valdunes, ce qui aboutirait bien à ce total de 6 M€. Est-ce bien cela ?

Par ailleurs, la dette vis-à-vis des fournisseurs s'élève-t-elle bien à huit cent mille euros ?

M. Jérôme Garnache-Creuillet. Oui, nous avons effectivement une dette auprès de nos fournisseurs de huit cent mille euros en ce moment.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Confirmez-vous que 6 M€ d'investissements ont bien été réalisés sur les 17 M€ prévus ?

M. Jérôme Garnache-Creuillet. Pour Valdunes, je n'ai pas affirmé que nous investissions 3 M€ par an : j'ai indiqué que 3 M€ étaient prévus pour l'année en cours.

Les investissements que nous avons réalisés chez Valdunes, depuis la reprise, consistent principalement à rattraper un retard, avec des réparations très conséquentes et de nombreuses opérations de maintenance qui n'avaient pas été effectuées. Nous nous efforçons de tenir le choc, car nous avons démarré avec un déficit de 25 M€ par rapport à notre projet initial. La discussion que nous menons actuellement avec le ministère et la Mire vise précisément à « recalculer le projet » pour intégrer ce manque de 25 M€. Les pouvoirs publics comprennent que, dans un ensemble industriel, ce soit un problème : l'objectif est de travailler ensemble sur un projet qui permettra de débloquer les aides du Fdes, lesquelles sont nécessaires pour engager les investissements futurs.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Sur les 17 M€ d'investissements prévus pour 2024-2025 – et je parle bien d'investissements hors salaires et charges d'exploitation courantes, – devons-nous comprendre qu'aucun investissement n'a été réalisé ?

M. Jérôme Garnache-Creuillet. Nous avons injecté 9 M€ en fonds propres dans Valdunes. Ces fonds ont financé des investissements et bien d'autres choses. L'État, de son côté, a versé 4 M€. Cela représente un total d'au moins 13 M€ qui ont été injectés dans l'entreprise.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous demande combien vous avez investi.

M. Jérôme Garnache-Creuillet. En fonds propres, nous avons investi près de 9 M€ dans Valdunes.

L'engagement d'Europlasma pour Valdunes portait sur un investissement de 15 M€ en fonds propres sur trois ans. Nous avons été désignés repreneurs en avril 2024 et avons aujourd'hui investi environ 9 M€. Nous respectons donc nos engagements.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. L'engagement pour lequel vous aviez été retenu portait sur 17 M€ ! Je reviens donc à ma question précise : combien de fonds propres avez-vous investis dans Valdunes depuis mars 2024, en excluant les salaires et les charges d'exploitation courante ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Nous avons injecté environ 8,5 M€ de fonds propres dans Valdunes. Je le répète : l'engagement d'Europlasma dans le cadre de la reprise était de 15 M€ de fonds propres en trois ans et nous en sommes à près de 9 M€ en moins de deux ans. L'État, qui s'était engagé sur un ratio de un pour un, n'a versé que 4 M€.

Par ailleurs, il nous est impossible de recourir au *lease-back* sur les actifs immobiliers, car l'État a pris une sûreté sur ces derniers.

Nous menons actuellement une discussion constructive avec la Mire pour sortir de cette situation. Ses services n'ont en effet découvert que très récemment les informations que je vous ai communiquées : le stock a été massivement surévalué, ce qui représente une perte de 15 M€ dès le départ, et il n'y avait pas de matières premières. Face à cette réalité, l'ensemble du projet doit être revu.

M. le président Emmanuel Mandon. Si je comprends bien, vous mettez en cause l'État.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Non. En revanche, il est vrai que la situation a été altérée par des éléments trompeurs présents dans la *data room*. Ce n'était pas intentionnel, mais il y a eu un défaut d'études initiales.

Nous n'avons eu que six jours pour analyser le dossier. Après la reprise de Valdunes, nous nous sommes aperçus rapidement que les roues en stock, valorisées en moyenne entre mille et mille cinq cents euros l'unité, étaient en réalité destinées à des modèles de trains qui ne sont plus en circulation : il n'y avait donc plus de clients pour ces produits. Cette situation s'explique par une pratique historique de Valdunes, qui consistait à fabriquer systématiquement 20 % de roues en plus des commandes. Sur vingt ans, cela a conduit à un stock évalué à 21 M€, sur lequel nous n'avons pu réaliser que 6,5 M€ de ventes. Et cela change complètement la donne : 15 M€ ont immédiatement disparu de l'actif, auxquels s'ajoutent 3 M€ de matières premières manquantes.

L'État, qui ne remet pas en cause notre présence, convient aujourd'hui que nous devons retravailler le projet, car ces éléments nouveaux sont déterminants.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous pouvions supposer que les échanges porteraient sur une stratégie industrielle, alors que vous nous exposez un problème de valorisation de stock.

Nous lisons avec attention vos réponses écrites au questionnaire adressé par la rapporteure.

*

* *

24. Audition de M. Nicolas Dufourcq, directeur général de BPIFrance (9 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. La banque publique d'investissement BPIFrance est née le 31 décembre 2012 du regroupement de plusieurs institutions financières spécialisées. Les pouvoirs publics ont ainsi voulu constituer un outil d'intervention efficace de l'État en faveur de l'industrie, de l'innovation et de la croissance des entreprises. Sa mission principale est de les financer et de les accompagner à chaque étape de leur développement, y compris à l'international.

BPIFrance intervient comme investisseur direct et financeur de fonds. Sa logique est celle du long terme : renforcer la souveraineté économique, soutenir la réindustrialisation et les transitions, notamment écologique et numérique.

En 2025, BPIFrance a engagé 72 milliards d'euros (Md€) dans l'économie, dont 1,8 Md€ en « fonds de fonds » et 21,7 Md€ pour les actifs sous gestion. Cet argent est investi au nom et pour le compte de l'État, donc des Français.

La commission d'enquête a pu se faire une opinion du fonctionnement des fonds d'investissement. Ce sont des réalités complexes et disparates : il ne serait pas raisonnable de leur appliquer une grille d'analyse uniforme, ni de les dénigrer systématiquement. L'activité de certains d'entre eux a toutefois suscité des interrogations, des inquiétudes, voire de la colère : il faut donc, à tout le moins, la considérer avec une très grande vigilance, d'autant que l'encadrement légal de ces fonds est peu contraignant – à la différence de ce qui a cours pour le secteur bancaire. Cette attitude est d'autant plus nécessaire quand ces fonds sont adossés à une institution liée à l'État, comme BPIFrance.

Vous revendiquez, personnellement et institutionnellement, une place privilégiée d'observateur et d'acteur dans l'économie industrielle française. Or les fonds d'investissement y ont pris une place grandissante. Votre audition est donc particulièrement importante.

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

(M. Nicolas Dufourcq prête serment.)

M. Nicolas Dufourcq, directeur général de BPIFrance. BPIFrance a été créée par la loi n° 2012-1559 du 31 décembre 2012, avec une doctrine d'investissement votée par l'Assemblée nationale et le Sénat qui encadre l'ensemble de ses investissements en fonds propres. Ce texte, assez long, constitue la référence pour toutes nos actions.

Le modèle opérationnel de BPIFrance est celui d'une banque dotée, à sa création, de 20 Md€, devenus depuis lors un peu plus de 30 Md€, afin de pouvoir effectuer beaucoup d'investissements en fonds propres et d'asseoir la solidité de ses deux autres métiers (le crédit et la garantie) grâce à des fonds lui permettant de proposer aux entrepreneurs français des prêts sans garantie – c'est-à-dire des prêts au soutien desquels BPIFrance ne prend pas de collatéral sur le patrimoine de l'entrepreneur ou de l'entreprise.

BPIFrance effectue donc des investissements directs, mais aussi indirects au travers de son activité de « fonds de fonds », héritée de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) et créée par nos prédécesseurs, fondateurs de cette action dans les années 2005-2006, sous le nom de CDC Entreprises.

Elle finance l'innovation. Elle fait du crédit direct et de la garantie des banques françaises pour leurs propres crédits aux entrepreneurs. Elle fait également du financement de l'export et de la garantie export, ainsi que de l'accompagnement, c'est-à-dire du conseil aux entrepreneurs.

BPIFrance est la « boîte à outils » la plus profonde de toutes les banques de développement au niveau européen, voire mondial. C'est un actif extraordinaire pour le pays.

Nous investissons chaque année environ 4 Md€ en fonds propres, dont entre 1,5 Md€ et 1,8 Md€ en fonds de fonds. Ceci fait partie de la stratégie fondatrice de la banque, définie voici une quinzaine d'années et consistant à considérer qu'il fallait à la fois investir directement et permettre à un écosystème de fonds d'investissement français d'éclore. Cette stratégie a fonctionné, puisque la France dispose de l'écosystème de fonds de capital-investissement et de capital-risque de loin le plus profond d'Europe. Nous investissons dans quelque cinq cents fonds, eux-mêmes gérés par deux cents équipes de gestion. 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, alors totalement dominante – et qui a elle-même beaucoup progressé depuis lors : il s'agit toujours d'une course. Mais nous sommes très fiers de constater que quantité de fonds gèrent désormais 2, 3, 4 ou 5 Md€ et sont devenus de vraies maisons d'investissement, professionnelles, régulées par l'Autorité des marchés financiers (AMF) et au comportement irréprochable : ce sont nos co-investisseurs. Chaque fois que nous sommes sur une situation d'investissement, nous avons des co-investisseurs qui sont, dans l'immense majorité des cas, des fonds français.

Les fonds français sont, en revanche, moins nombreux à pouvoir intervenir dans les opérations à « gros ticket », où l'on trouve plutôt des fonds étrangers – suédois, hollandais, américains, britanniques ou suisses. La France n'a pas encore réussi à engendrer un écosystème de très gros fonds, capables d'investir des tickets de trois cents, deux cents ou même cent millions d'euros (M€), en particulier dans les entreprises de taille intermédiaire (ETI) industrielles. Je parle bien ici de « *private equity* », c'est-à-dire d'investissement dans les entreprises rentables.

S'agissant du capital-risque, nous avons également réussi à faire éclore, en une quinzaine d'années, le plus gros écosystème continental en nombre de fonds, en capitaux sous gestion et en levées, sans toutefois réussir à rattraper la Grande-Bretagne – notre voisin d'outre-Manche a démarré son action avec beaucoup de capitaux américains, près d'une dizaine d'années avant la France. Dans la catégorie des fonds de capital-risque, quelques-uns commencent à être capables, comme nous, d'investir parfois des tickets de 100 M€.

Depuis le début de son action, le 1^{er} janvier 2013, la banque publique d'investissement (BPI) 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 %. À la fin de l'année 2025, le taux moyen de création de valeur du portefeuille de la BPI, que l'on retrouve essentiellement dans les fonds propres, était de l'ordre de 6 %. Il atteint parfois 7 %, lorsque la Bourse est très favorable et que les valeurs boursières de notre portefeuille s'envolent. Inversement, des corrections boursières très importantes, comme celles qu'ont subies Stellantis et STMicroelectronics en 2025, jouent défavorablement sur la création de valeur de l'année.

Depuis la création de la BPI, nous avons investi au total dans 3 300 entreprises. Nous sommes donc une très grosse maison d'investissement – en termes de volumétrie, probablement la plus grande en France et l'une des plus grandes à l'échelle de l'Europe, voire dans les classements mondiaux. Comme nous investissons beaucoup de « petits tickets », nous effectuons un très grand nombre d'opérations. Nous sommes très peu, dans le monde, à le faire, de sorte que nous sommes régulièrement surpris d'apprendre que nous sommes n° 1, n° 2 ou n° 3 mondiaux en nombre d'opérations d'investissement direct, ce qui est une fierté pour le pays.

Quels sont les standards de la profession ? Investir en fonds propres revient à prendre dix à quinze fois plus de risques qu'accorder un crédit. Il faut donc faire très attention : nous investissons dans environ un dossier sur quinze. Le métier de nos investisseurs consiste, avant tout, à effectuer de la sélection, avec une grande discipline d'instruction. Cela suppose de travailler sur les *business plans*, de critiquer les hypothèses présentées par le management des entreprises (que nous revoyons toujours à la baisse...), d'avoir une connaissance intime des secteurs, des chaînes de valeur... Cela explique que notre filiale BPIFrance investissement compte près de sept cents personnes : c'est la plus grosse société de gestion française.

De nombreux dossiers entrants sont donc écartés, après instruction. Mais, même après cette sélection rigoureuse, il arrive toujours que des entreprises « tombent » : c'est lié à la qualité du management, mais aussi au fait que 60 % de nos investissements sont effectués dans des entreprises familiales qui n'avaient jamais ouvert leur capital. Or les écosystèmes de gouvernance familiaux sont compliqués. On est régulièrement confronté à des situations difficiles, à des entreprises travaillant dans des secteurs directement touchés par la concurrence chinoise, notamment dans le *retail*. Il existe de nombreuses raisons pour lesquelles

une entreprise dans laquelle nous avons investi, étant convaincus de la qualité du cas, peut finir par être inscrite sur notre liste de surveillance des entreprises qui ne vont pas bien.

Environ 20 % des entreprises de notre portefeuille de PME sont sur cette *watch list* : nous savons qu'elles ne nous feront rien gagner à la revente. Le ministère des finances connaît très bien ce phénomène : le sous-jacent de la réduction d'impôt de solidarité sur la fortune pour un investissement dans des PME (ISF-PME) était que, de nombreuses petites et moyennes entreprises ne marchant pas, le risque serait payé par les contribuables... raison pour laquelle il ne faut pas regretter ce dispositif.

Toute la profession fonctionne à partir de l'idée selon laquelle couvrir ce risque statistique nécessite de viser, lors de tout investissement, un taux de rendement interne (TRI) d'au moins 15 % – en sachant que le taux de rentabilité réalisé du portefeuille global sera, par construction, plus faible, puisque vous aurez connu des échecs.

Le capital-développement de la BPI, c'est-à-dire tout ce qui ne relève pas du capital-risque et des start-up – et couvre donc un spectre allant de Stellantis jusqu'à une société qui fabrique des engins de levage au bord du lac d'Annecy – a, sur l'ensemble de la période depuis 2013, un TRI réalisé de 5 % sur la totalité du portefeuille coté et non coté.

La partie cotée pèse beaucoup, car elle est très volatile. La Bourse de Paris manque incontestablement de profondeur en liquidités et notre portefeuille coté est risqué et principalement industriel, conformément au mandat qui nous a été donné. BPIFrance était, à l'origine, la « banque de l'industrie » : elle a été créée par le président François Hollande, après de nombreux débats au sein du parti socialiste sur les moyens permettant de stopper la désindustrialisation. L'une des solutions résidait dans la création d'une grande banque de l'industrie : cela explique que le portefeuille de la BPI soit massivement industriel (Stellantis, STMicroelectronics, Soitec, Constellium ou Valeo) et massivement automobile. Le TRI moyen de notre portefeuille coté, depuis l'origine, est très dilutif du TRI global de la banque.

Depuis la création de la BPI, le TRI moyen de notre portefeuille non coté est de 12 %. Cela correspond au taux de rendement interne de ce que nous avons déjà vendu et au TRI latent des participations qui sont encore dans notre portefeuille.

Nous faisons, par ailleurs, beaucoup de capital-risque en direct sur fonds propres, où nous prenons beaucoup plus de risques. Le rendement du *private equity*, c'est-à-dire de l'investissement dans des entreprises rentables, finance les investissements réalisés dans les start-up, quelles que soient les étapes de leur développement.

Le fonds Large Venture, par exemple, que nous avons créé en 2013, était le premier fonds français d'investissement dans ce qu'on appelle le « *late stage* » – pour mémoire, le capital-risque commence par l'amorçage, puis viennent les séries de levées de fonds A, B et C et, enfin, des tickets de 20 M€, 50 M€ et parfois 100 M€ pour des entreprises déjà bien développées. Le TRI moyen de ce fonds, depuis sa création, est nul : nous rendons juste l'argent. C'est globalement vrai pour

l'essentiel des actions que nous menons en capital-risque : les quelques grands succès que nous obtenons financent des échecs. C'est notre rôle que de prendre ces risques.

Comment procèdent les fonds privés de capital-risque français ou américains, qui sont nos co-investisseurs, pour accepter des TRI moyens aussi faibles sur une quinzaine d'années ? La réponse est importante pour vous : nous prenons beaucoup plus de risques de portefeuille qu'eux. Nous prenons des risques à chaque fois, alors qu'un fonds privé va « panacher » ces risques, c'est-à-dire prendre un gros risque et l'équilibrer par de nombreux petits investissements beaucoup moins risqués (par exemple, dans une quinzaine d'entreprises sur une génération de fonds).

Ces chiffres vous montrent comment nous fonctionnons et quels sont nos résultats.

Jusqu'à présent, BPIFrance n'a jamais été investisseur majoritaire. Elle va désormais pouvoir l'être dans des cas exceptionnels, notamment dans le domaine des nouvelles technologies lorsqu'une consolidation est nécessaire. Nos deux actionnaires, la Caisse des dépôts et l'Agence des participations de l'État (APE), le font déjà. Le mandat implicite de BPIFrance, depuis le début, est d'être un « multiplicateur de puissance » du marché, en étant investisseur minoritaire. Cet élément est très important : cela signifie notamment que nous n'investissons pas en direct pour faire du retournement.

Il existe un gradient dans les difficultés des entreprises. Si certaines se sont « cassé une cheville », d'autres souffrent d'une « maladie auto-immune » grave :

- Une cheville cassée, c'est un mauvais moment à passer : avec du capital, l'entreprise repart. Cette situation peut être celle d'une entreprise fondamentalement saine, mais trop endettée. Il faut alors « capituler sur la dette » et relancer l'entreprise ;

- La maladie auto-immune, c'est tout autre chose : c'est la situation d'entreprises très abîmées depuis longtemps, pour lesquelles il faut vraiment un « traitement de choc » douloureux avec des licenciements, des cessions d'actifs, etc., que seul un fonds d'investissement majoritaire est capable d'effectuer. C'est le métier des fonds de retournement. BPIFrance n'en fait pas partie, mais nous avons reçu mandat d'investir dans des fonds privés de retournement qui effectuent ce travail en toute indépendance ; nous l'avons beaucoup fait. Bien que ces fonds soient très professionnels – France Special Situations de Perceva, Vermeer Capital, Développement et Partenariat... et d'autres générations de fonds avant eux, comme les premiers fonds de Didier Calmels ou d'Arcole, – beaucoup ont péri, car, même pour eux, le retournement est une opération extraordinairement risquée. Nous ne faisons donc pas de retournement en direct, mais nous finançons des fonds qui prennent ce risque.

Nous sommes actionnaires d'environ mille entreprises en capital-risque : start-up, PME, ETI et entreprises cotées. Lorsque nous avons investi, toutes étaient en bonne santé. Certaines sont ensuite tombées malades et connaissent de graves

difficultés : elles correspondent aux 20 % du portefeuille inscrits sur la liste de surveillance. En tant qu'actionnaire, nous exerçons nos responsabilités jusqu'aux limites du possible. Quand la situation tourne à l'impossibilité financière catégorique, c'est-à-dire quand nous savons que, quels que soient les capitaux injectés, ils seront perdus, nous sommes obligés d'arrêter. Nous restons toutefois actifs le plus longtemps possible en soutien de ces entreprises : accompagner les sociétés en difficulté de notre portefeuille est une partie importante de notre vie quotidienne.

M. le président Emmanuel Mandon. À la tête de BPIFrance depuis treize ans, vous êtes bien placé pour observer l'évolution de l'activité industrielle en France, dont vous avez indiqué qu'elle était très contrastée. Certains effectuent un lien entre la montée en puissance des fonds d'investissement, signe d'une domination de l'industrie de la finance, et la persistance d'une désindustrialisation. Quel regard portez-vous sur cette évolution ? Comment la qualifieriez-vous ?

Dans ce contexte, comment BPIFrance a-t-elle fixé sa doctrine d'investissement ? Son approche a-t-elle évolué ? Selon quels critères choisit-elle d'appuyer un fonds d'investissement plutôt que de réaliser un investissement en direct ? J'imagine que le contexte international joue un rôle.

Selon quels critères BPIFrance choisit-elle les fonds d'investissement dont elle décide de soutenir l'action ? La préservation de l'emploi sur le territoire national, qui constitue un enjeu pour les Français, entre-t-elle en ligne de compte ? Les outils mobilisés par les fonds d'investissement (rachat avec effet de levier, retournement, etc.) sont-ils un critère de choix objectif ?

Des interlocuteurs de la commission d'enquête ont déploré le petit nombre de fonds de retournement français, alors que les fonds de ce type interviennent à un moment particulièrement difficile de la vie de l'entreprise, où l'emploi est directement menacé. Ils ont souligné que ces fonds regrettaient parfois d'être peu soutenus par des établissements de crédit français, dont BPIFrance. Quelles réponses pouvez-vous nous apporter sur ce point ?

M. Nicolas Dufourcq. Il n'y a pas, à mon sens, de relation bijective (ou simple) entre financiarisation et désindustrialisation. Les décennies se succèdent et l'industrie du *private equity* évolue.

Le début des années 2000 a vu le décollage du *private equity* français, sous influence anglo-saxonne et avec des fonds anglo-saxons assez présents. Avant la loi Dutreil de 2003, des familles aisées ont beaucoup vendu, notamment pour payer l'ISF (alors déplafonné) et des fonds, en particulier américains, ont pu racheter des entreprises industrielles françaises et les sacrifier dès la première crise : vous achetez quand tout va bien ; une crise industrielle mondiale survient ; vous êtes un fonds américain et décidez de réduire la voilure en Europe – où la rabattez-vous ? En France. Des entrepreneurs m'ont affirmé que c'était beaucoup arrivé au début des années 2000, en raison du coût du travail, de la compétitivité... bref, de tous ces arguments dont certains relèvent de préjugés sur la société française et sa supposée conflictualité – qui, en réalité, avait déjà beaucoup baissé.

Depuis une quinzaine d'années, honnêtement, nous ne constatons plus cela. J'ai interrogé les équipes de la BPI, qui sont très stables, pour savoir si elles avaient été confrontées, depuis une décennie, à des comportements *rogue*, dans lesquels la financiarisation engendrait la désindustrialisation et justifierait l'expression « fonds vautours » que vous avez adoptée. La réponse est plutôt négative : les équipes peinent à trouver des exemples en ce sens. Cela s'explique notamment par le fait que nous choisissons nos cibles et nos co-investisseurs. Il existe certes un petit nombre de fonds « radioactifs », particulièrement brutaux, avec lesquels nous n'avons jamais travaillé et ne travaillerons jamais. Les fonds avec lesquels nous collaborons sont des fonds de la place, qui se sont toujours très bien comportés. Ce n'est pas là une réponse d'économistes, mais d'opérationnels et de praticiens qui participent à l'essentiel des comités d'investissement de BPIFrance : depuis la création de la banque publique d'investissement, mes collaborateurs et moi-même n'avons pas en tête, dans notre portefeuille, de cas flagrants dans lesquels le *private equity* serait responsable de la désindustrialisation.

L'analyse des critères d'investissement dans un fonds est un vrai métier. Quarante professionnels travaillent sur le sujet à BPIFrance : c'est la plus grosse équipe d'Europe. La décision d'investir ne se prend pas du jour au lendemain, mais nécessite de longues instructions au cours desquelles on travaille notamment sur le *track record* des individus. Nous finançons quelque deux cents fonds, composés chacun d'une quinzaine d'investisseurs, soit environ trois mille professionnels au total. Ces trois mille personnes constituent l'infrastructure du *private equity* et du capital-risque français. Chacune a un historique d'investissement, un *track record*, que nous connaissons. Nous savons qui sont les meilleurs et qui sont les moins bons. Lors du renouvellement des accords pour le financement de nouvelles générations de fonds, nous regardons évidemment le rendement et la capacité de ces personnes à engendrer de la performance financière.

Nous sommes également très attentifs à la question climatique. Nous avons même créé des écoles pour investisseurs, dans lesquelles nous faisons entrer chaque année une dizaine de fonds pour travailler sur la question de leur responsabilité dans la décarbonation du portefeuille.

Nous analysons par ailleurs, naturellement, l'impact sur l'emploi, l'impact économique dans les territoires, etc.

Nous sommes ceux qui finançons le plus les nouveaux fonds, qualifiés de « *first time teams* » dans le jargon de la profession. Nous repérons systématiquement les nouvelles équipes particulièrement innovantes, qui interviennent sur de nouvelles thématiques, et nous les finançons beaucoup plus que nos cofinanceurs, qui sont des compagnies d'assurances, des fonds de pension, le Fonds européen d'investissement, etc. Cet ensemble constitue la famille européenne et mondiale des « fonds de fonds », qui est très connectée et dont nous sommes membre à part entière.

Notre particularité est d'effectuer beaucoup de capital-risque : sur les 1,8 Md€ de fonds de fonds investis chaque année, quasiment 1 Md€ correspond à

du capital-risque. Nous prenons, par conséquent, beaucoup de risques – et peu le font.

En revanche, nous n'investissons pas dans les fonds à effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO) qui endettent démesurément les entreprises. Un LBO permet d'augmenter la vitesse de propulsion en prenant un peu de dette : investir dans une entreprise vise, en effet, à lui permettre d'effectuer un « saut quantique », de sortir de sa routine, ce qui requiert de la dette. Mais il existe deux types de fonds : ceux qui mettent en dette sept fois le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (*Earnings before Interest, Taxes Depreciations and Amortizations*, 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.

Les premières générations de fonds LBO ont gagné beaucoup d'argent, car la dette était peu chère et le saut quantique accompli par l'entreprise très rentable. En revanche, l'histoire ne se termine souvent pas très bien pour le dernier fonds qui investit, le fonds quaternaire. Cela conduit à des échecs comme ceux de Vivarte ou de Camaïeu, qui ont terni la réputation de la profession. 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.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Le débat sur les missions de la banque publique d'investissement a eu lieu dès sa création : devait-elle être une banque privée classique, poursuivant avant tout des objectifs de rendement et de performance financière, ou un bras armé de l'État dans l'économie, avec des missions d'intérêt général allant au-delà de la performance financière ? Manifestement, avec votre nomination à la tête de la banque publique en 2013, la première vision l'a emporté : BPIFrance est plutôt une banque classique, guidée par la performance financière. Vous revendiquez d'ailleurs une logique d'investisseur avisé – ce qui peut susciter des interrogations, puisque BPIFrance, créée par la loi avec une mission d'intérêt général, devrait être un outil de politique publique. Lorsque je vous entends, je me demande ce qu'il en est de cette mission : mis à part le point relatif au climat, j'ai l'impression d'être face au président-directeur général d'une banque, d'un fonds d'investissement ou d'une société de gestion classiques.

Lorsqu'il est question d'opérations comme celles impliquant Mutares ou Greybull, il nous est répondu qu'il n'existait pas d'alternative. L'absence de la BPIFrance est flagrante.

On peut également estimer que vous avez participé à des opérations discutables – je pense au cas de Verallia, où vous étiez en co-investissement avec Apollo.

Considérez-vous toujours, comme vous l'avez dit devant la commission des affaires économiques, que les fermetures d'entreprises relèvent de la « destruction créatrice » et que la puissance publique est fondée à ne pas intervenir pour les redresser ? Assumez-vous de vous comporter comme une banque privée classique, qui aurait avant tout pour mission de maximiser le taux de rendement, la performance financière, et donc de miser particulièrement sur le *private equity*, alors que nombre de ces pratiques conduisent à des désastres sociaux et économiques ?

Il est question de crise financière potentielle liée au *private equity*. Est-ce le rôle de la puissance publique et de la banque publique d'investissement de se comporter comme une banque ordinaire ? L'intérêt général, le soutien à la souveraineté nationale et à la préservation des actifs stratégiques ne devraient-ils pas faire plus fortement partie des missions de BPIFrance ?

M. Nicolas Dufourcq. Votre propos est très radical et ne correspond absolument pas à la réalité.

BPIFrance ne ressemble pas aux banques privées, dont aucune n'accepterait un taux de création de valeur compris entre 5 % et 6 %. La rentabilité des capitaux propres (*return on equity*, RoE) globale de la BPI, en tenant compte de son activité de crédit, est de l'ordre de 3 %. Après avoir autorisé les États à sauver des banques privées européennes pendant la crise financière, la Commission européenne a exigé que les banques concernées engendrent un RoE de 9 % ! Au moment de la création de BPIFrance, je me suis rendu à Bruxelles pour expliquer la spécificité d'une banque publique de réindustrialisation, d'une banque du climat, d'une banque de développement, qui ne peut, en aucun cas, prétendre atteindre un tel RoE. J'ai plaidé pour que la Commission autorise la banque publique d'investissement à avoir des objectifs financiers correspondant à ses missions d'intérêt général : cela n'a pas été facile, mais j'ai obtenu gain de cause.

BPIFrance regorge de missions d'intérêt général. Ses collaborateurs arrivent le matin pour rendre service au pays. Ils n'ont pas de *carried interest* et ne sont donc, du point de vue de la structure de leurs rémunérations, pas du tout dans les standards du marché. Ils viennent travailler pour développer l'économie française... et c'est ce qu'ils font. Notre beau portefeuille – les 3 300 entreprises dans lesquelles nous avons investi depuis l'origine et les mille entreprises qui y sont présentes aujourd'hui – développe l'économie française.

Il est important de rappeler régulièrement les missions d'intérêt général de BPIFrance, afin que l'idéologie selon laquelle ce serait une « banque sur papier glacé », avec des banquiers en chaussures Weston qui se moquent du pays, ne continue pas à ruisseler : ce n'est absolument pas le cas.

Parmi les missions de BPIFrance, figurent le financement de l'innovation, à hauteur de 3 Md€ par an, et la garantie des banques françaises sur leurs risques les plus élevés : personne d'autre ne fait cela.

La troisième mission est le conseil : nous sommes le premier cabinet de conseil aux PME français. Nous sommes obligés, pour ce faire, de prendre sur nos fonds propres, car les PME ne sont évidemment pas capables de payer les prix

pratiqués par McKinsey, Bain ou Capgemini. Les tarifs de conseil de la BPI sont ceux d'une mission d'intérêt général.

En *equity*, donc en investissement direct (quatrième de nos missions), nous sommes les seuls à investir dans des entreprises qui n'avaient jamais ouvert leur capital : cela concerne 60 % de nos investissements. Le travail consistant à convaincre les familles d'ouvrir le capital de leurs entreprises et de passer à une étape nouvelle de leur vie, c'est la BPI qui le fait. Pourquoi ces familles finissent-elles par accepter ? Parce que la BPI, c'est « bleu-blanc-rouge », parce qu'elle représente l'intérêt général. Ces familles savent que BPIFrance ne cherchera pas à sortir le plus vite possible du capital de l'entreprise en se faisant le maximum d'argent : ça s'appelle la confiance. Les entrepreneurs des territoires ont extrêmement confiance en la BPI et cela fait partie de notre patrimoine, maintenant. Une fois le capital ouvert, l'entreprise commence une nouvelle vie et va progressivement aller chercher d'autres actionnaires, privés, dont certains que nous finançons, dans un continuum de volonté de développement du pays. J'ai beaucoup de respect pour des fonds privés comme Siparex – et je pourrais en citer mille autres : leurs valeurs sont de très belles valeurs. Je ne peux pas laisser dire que les belles valeurs sont réservées au secteur public, alors que les valeurs du privé seraient « moches » : c'est faux. Tout cela est un continuum, comme un arc-en-ciel : il y a de très belles couleurs partout... et évidemment, vous avez également du noir ; mais il est circonstanciel et nous le tenons à distance.

Nous n'avons pas décidé, de notre propre chef, d'être un « investisseur avisé » : c'est la loi qui nous l'impose, nous en avons l'obligation. Si vous souhaitez qu'il en soit autrement, changez la loi ! Les fonds d'investissement régulés par l'AMF ont l'obligation d'être des investisseurs avisés. La Commission européenne impose, par ailleurs, que les investissements soient « avisés », sans quoi ils seraient assimilés à une aide d'État et devraient alors faire l'objet d'un accord. Si vous voulez que la BPI effectue des investissements non avisés, changez la Commission européenne ! BPIFrance n'est pas une banque classique, mais elle respecte les règles.

Vous parlez d'« absence flagrante » de BPIFrance dans certaines situations. Je le répète : les fonds propres de la BPI appartiennent aux Français. Nous ne sommes pas là pour brûler cet argent en connaissance de cause. Si nous savons que nous allons investir en étant obligés de provisionner dès le lendemain de l'investissement, alors nous ne le faisons pas. C'est votre argent. 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.

En revanche, lorsque nous investissons dans une entreprise qui va bien et se met à aller mal, nous sommes là autant que possible. Nous encaissons des échecs sur nos prêts : leur taux de sinistralité, en particulier sur les prêts sans garantie, est de 4 %, c'est-à-dire beaucoup plus élevé que celui des autres banques.

Je ne vois pas l'intérêt de raconter aux Français que la banque publique d'investissement est une banque que l'on pourrait privatiser sans que cela ne change rien. Je peux vous assurer que si BPIFrance était privatisée, les entrepreneurs

pleureraient, car ils ne bénéficieraient plus de prêts sans garantie, ni de garanties, ni d'*equity* tel que le pratique BPIFrance, ni enfin de toutes les prestations de conseil que nous leur apportons.

Vous parlez d'opérations discutables et j'imagine que vous avez une liste.

Commençons par parler de Verallia et d'Apollo. Le fonds Apollo a racheté Verallia avec notre concours. L'entreprise ne va pas mal... même si elle a fermé un four, ce qui a entraîné la suppression de cinquante emplois. Bien entendu, il est toujours violent de supprimer des emplois ; mais, en l'occurrence, les salariés ont été reclassés à 90 %. Je ne vois pas l'intérêt de faire de ce dossier un scandale national – je le dis d'autant plus aisément que l'on a eu un dialogue permanent avec la CGT de Verallia, en particulier avec mon ami Mohammed Oussedik, désormais conseiller de Mme Sophie Binet et qui vient de la filière « Verre » : l'affaire a été plutôt bien traitée, Verallia est entre de bonnes mains et c'est une entreprise pour laquelle il ne faut pas s'inquiéter.

Vous avez néanmoins raison de souligner qu'Apollo a voulu maximiser le rendement de son investissement. Le rôle de la BPI a précisément consisté à les freiner, voire à les en empêcher, de manière à préserver les intérêts de l'entreprise. BPIFrance a parfaitement rempli son rôle : accompagner l'entreprise, la sauver, nommer d'excellents directeurs généraux et de bons managers et tempérer l'avidité du fonds Apollo – d'ailleurs compréhensible, puisque c'est, après tout, son modèle.

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 » par sauvetage de toutes les entreprises, y compris celles qui ont échoué du fait d'un mauvais management ou d'un positionnement sur des segments détruits par la concurrence internationale – parce que l'on refuse de reconnaître que la compétitivité française a été abîmée par nombre de décisions prises et que les impôts de production y sont trop élevés... cela s'appelle la nationalisation générale de l'économie ! Il s'agit d'un modèle qui n'est pas le nôtre : BPIFrance s'inscrit dans un modèle d'économie démocratique et capitaliste.

Je dirige BPIFrance depuis bientôt quatorze ans. Citez-moi, dans le portefeuille de la BPI, des désastres sociaux liés au *private equity* ? J'ai en tête certains moments très difficiles que nous avons vécus. Je me souviens de Sequana et d'Arjowiggins : ce fut éprouvant. BPI a tout perdu, après avoir redonné régulièrement sa chance à l'entreprise. J'avais même mon effigie, prenant la forme d'un pendu, au mur de l'usine... On sait aller jusqu'au bout du possible, mais, parfois, le cas n'est pas sauvable. Vallourec est également un souvenir difficile : là aussi, la BPI a tout perdu.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je ne mets aucunement en cause le travail de vos équipes. Mais nous interrogeons les orientations et les choix stratégiques de BPIFrance, dont vous êtes garant.

Vous avez qualifié mes propos de « radicaux » : je vous invite à ne pas faire de commentaires sur mes interventions, ni à les caricaturer. Nous ne sommes pas sur RTL, mais devant une commission d'enquête parlementaire, avec une rapporteure qui pose des questions ! Je vous suggère donc plutôt d'énoncer des faits démontrant ce que vous avancez. Quels sont, par exemple, vos choix d'investissement ? Quels sont les filières, les secteurs, les emplois que vous avez décidé de soutenir et qui montrent que la BPI remplit des missions d'intérêt général pour l'économie ? Nous sommes un certain nombre de parlementaires à nous poser ces questions et il est logique que nous vous interroguions sur ces éléments, dans le cadre d'une commission portant sur les fonds prédateurs.

BPIFrance a participé, avec Apollo, à la prise de Verallia et à celle de Cerba avec EQT. A-t-elle recours à des LBO en direct ? Finance-t-elle des fonds qui y ont recours ? Je rappelle que les LBO reposent sur un fort endettement, contracté par un fonds puis supporté par l'entreprise. Vous indiquez mettre des garde-fous : comment justifiez-vous le recours même aux LBO, sachant qu'ils mettent les entreprises en grande difficulté ? Cet outil est-il conforme à des missions d'intérêt général ?

J'en viens plus précisément au cas de Verallia. En 2015, Saint-Gobain vend Verallia à Apollo, sans doute le plus gros fonds américain d'investissement, qui s'associe à la BPI, laquelle prend 10 % du capital. L'opération n'a coûté cher ni à Apollo, ni à la BPI : environ 200 M€. Elle a, en revanche, coûté cher aux contribuables : le taux d'imposition est de 0,007 % grâce à un montage fiscal au Luxembourg par l'intermédiaire de la holding, avec des transferts de centaines de millions d'euros aux îles Caïmans... Ces éléments nous ont été révélés lors d'une audition. Étiez-vous informé de ces montages ? La BPI a-t-elle perçu des dividendes issus de cette optimisation fiscale ? Verallia ferme des capacités et supprime des emplois : cela correspond-il vraiment à la stratégie industrielle que la BPI pensait soutenir ? N'auriez-vous pas pu anticiper et stopper cette dégradation ? À quoi cela sert-il, dans un cas comme celui-là, de posséder 10 % du capital ? L'endettement massif de Verallia, auquel vous avez participé, n'a-t-il pas grandement fragilisé l'entreprise ?

M. Nicolas Dufourcq. Verallia est une longue histoire. Nous y avons investi environ 60 M€ en octobre 2015, aux côtés d'Apollo et de managers co-investisseurs, pour accompagner le développement de la société en France et à l'international lors de la cession par Saint-Gobain.

Nous avons participé à sa cotation en Bourse, en octobre 2019. À cette occasion, Brasil Warrant Administração de Bens e Empresas SA (BWSA), très grande entreprise brésilienne fiable et stable dans la durée, est devenue actionnaire à nos côtés, avec près de 9 % du capital. Apollo est ensuite sorti peu à peu du dispositif, en vendant ses titres de la société cotée lors de plusieurs opérations, puis a quitté définitivement le capital de Verallia, en novembre 2021. Apollo est donc resté actif de 2015 à 2019, avant de se délester progressivement de sa participation.

Je répète que notre rôle, dans cette affaire, était d'assurer l'ancrage français de l'entreprise, mais aussi de ralentir, tempérer, voire stopper, les prétentions

d’Apollo d’en extraire des dividendes trop importants. On parle alors d’opération de *dividend recap*, consistant à réendetter l’entreprise, à charge pour cette dernière de vous verser un dividende avec la dette prise. Ce processus a eu lieu une fois, puis nous avons expliqué – y compris votre serviteur – à Apollo que ce n’était plus possible.

Verallia est détenue à 77 % par des actionnaires brésiliens ; les salariés en détiennent 4 %, tout comme BPIFrance ; le reste est du « flottant ». L’entreprise vit sa vie : elle essaie de passer à des fours électriques, elle investit. C’est un actif industriel fondamental du pays. Je n’entre pas dans le détail des raisons pour lesquelles elle a estimé nécessaire de fermer un four à Cognac et de se séparer d’une cinquantaine de salariés : elle doit, pour rester compétitive, adapter son outil de production, comme tous ses concurrents.

Vous me demandez à quoi sert que BPIFrance soit au capital, puisqu’elle ne peut pas éviter une décision managériale d’adaptation de l’outil de production. Je vous répondrai que notre administrateur, qui est l’un des membres de l’équipe de BPIFrance, qui connaît par cœur l’industrie du verre et qui est chez Verallia depuis le début, il y a une dizaine d’années, considère qu’il est en effet indispensable d’adapter l’outil de production pour rester compétitif. Nous sommes en économie de marché.

Il est vrai, toutefois, que les choses doivent être faites proprement et je pense que cela a bien été le cas, puisque 90 % des salariés concernés par le premier plan ont été reclassés. Le sujet est désormais essentiellement allemand et ne concerne pas particulièrement les sites français. Tout cela n’a, par ailleurs, plus rien à voir avec la présence d’Apollo au capital, puisqu’il s’en est désengagé voici quatre ans. C’est juste la vie normale d’une entreprise industrielle : tantôt elle recrute, tantôt elle « rabat de la toile » pour rester aussi compétitive que possible.

Depuis l’investissement de BPIFrance en 2016, Verallia a maintenu le nombre de ses emplois en France (2 247 emplois en 2016, 2 248 en 2025) et opéré, en moyenne, des recrutements en CDI à hauteur de 150 personnes au cours des six dernières années – et ce, malgré la concurrence croissante des importations de verre et la baisse tendancielle de certains marchés. J’ai donc envie de dire « mission accomplie ».

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous n’avez pas répondu à mes questions sur l’évasion fiscale : étiez-vous informé des montages impliquant le Luxembourg et les îles Caïmans ? La BPI a-t-elle perçu des dividendes issus de cette optimisation fiscale ?

M. Nicolas Dufourcq. Je ne sais pas. Je peux simplement vous dire que nos équipes fiscales et juridiques sont extrêmement strictes sur ces sujets. Je réserve ma réponse.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Si vous ne pouvez pas répondre sur les 0,007 % d’impôts versés en 2019, date à laquelle vous étiez au capital, et sur le montage impliquant des paradis fiscaux et judiciaires, nous vous reposerons la question par écrit et attendrons vos réponses.

J'en viens maintenant au cas de Biogaran, qui a aussi provoqué des réactions sur de nombreux bancs parlementaires. Biogaran, qui produit un tiers des médicaments génériques vendus en France, a été racheté par le fonds britannique BC Partners, avec lequel vous travaillez. Vous avez, de façon très volontaire, contribué à hauteur de 15 %. Nous avons de grandes craintes quant au devenir des sous-traitants industriels de l'entreprise et à la possibilité que BC Partners délocalise la production à court terme – j'ai effectué un contrôle sur pièces et sur place à Bercy sur ce sujet. Cette opération pourrait contribuer à ce que la production de médicaments génériques se fasse de plus en plus ailleurs qu'en France, alors que le besoin de souveraineté nationale est majeur dans ce domaine.

Votre participation n'a-t-elle pas surtout servi à apporter la caution de l'État à une transaction qui a suscité un tollé ? De quels leviers disposera la BPI pour influencer les choix de l'entreprise concernant ses sous-traitants ? Si, dans quelques années, BC Partners décide d'abandonner un sous-traitant, pourrez-vous l'en empêcher ? Disposez-vous d'un document écrit garantissant que vous pourrez intervenir pour maintenir la production en France ?

M. Nicolas Dufourcq. Le cas de Biogaran a donné lieu à de très longues discussions entre BPIFrance et les laboratoires Servier, qui nous ont prévenus très tôt qu'ils souhaitaient se séparer de cette activité... sachant qu'ils avaient été approchés par des laboratoires indiens, mais n'avaient aucun acheteur stratégique européen ou américain. Nous leur avons indiqué, avec nos partenaires de la direction générale des entreprises (DGE), que nous préférierions qu'ils gardent l'activité dans la mesure du possible, mais que, s'ils se trouvaient dans la nécessité de la vendre pour des raisons stratégiques qui leur sont propres, il fallait faire les choses correctement et proprement, avec un certain nombre de conditions.

L'entreprise a finalement été mise en vente et BC Partners s'est porté candidat, puis acheteur. Il faut savoir que peu de candidats se sont manifestés. Il s'agit en effet d'une activité hautement dépendante des tarifs de remboursement, ce qui n'est pas facile à appréhender pour des investisseurs en économie de marché. Nous entretenons historiquement de bonnes relations avec BC Partners, qui a, par ailleurs, accepté une négociation très poussée avec la DGE et pris des engagements que les laboratoires Servier n'avaient jamais pris. Il n'avait jamais été demandé à Servier de protéger les sous-traitants : on faisait simplement l'hypothèse que Servier, étant une entreprise française, protégerait *de facto* ses sous-traitants français. BC Partners n'étant pas français, on a fait l'hypothèse qu'ils risquaient de ne pas protéger les intérêts du pays... ce qu'ils ont considéré avec sérénité. La négociation s'est bien déroulée.

Nous détenons 15 % du capital de Biogaran. Aurions-nous pu prendre plus ? Ce sont de gros tickets et nous n'avions pas forcément la capacité d'investir beaucoup plus dans une seule opération. Nous sommes extrêmement présents dans la gouvernance de l'entreprise : nous avons un administrateur sur cinq, des droits de veto sur les décisions stratégiques et sommes surtout présents dans les trois comités : le comité d'audit, le comité de nomination et de rémunération et le comité *ad hoc* sur la sécurité d'approvisionnement, donc sur la chaîne de valeur des sous-traitants.

Concernant le risque que Biogaran arrête de faire fabriquer ses médicaments en France, il faut savoir que l'objectif du management et des actionnaires est de produire localement, à condition que la qualité ne s'en ressente pas, ce qui est tout à fait possible aujourd'hui. Il existe en effet quantité de *Contact Development Manufacturing Organisations* (CDMO) français, assurant une sécurité de l'approvisionnement et proposant des coûts complets compétitifs. La question de la compétitivité des façonniers français, mais aussi européens, se pose toutefois avec l'augmentation des prix du gaz. Il est temps que la crise se termine, car elle a des conséquences directes sur ce genre d'entreprise.

Biogaran s'est engagé à faire produire en France et en Europe les médicaments les plus critiques, dans des proportions importantes. Si certains médicaments devaient être réalloués par choix du management, dans le cadre de réflexions sur le panel de fournisseurs, il faut savoir que Biogaran représente une faible part du chiffre d'affaires cumulé des principaux fournisseurs français.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous indiquez disposer d'un droit de veto sur les décisions stratégiques. Pouvez-vous nous confirmer que vous pouvez empêcher Biogaran de remplacer un sous-traitant français par un sous-traitant étranger ?

BC Partners a fait couler plusieurs entreprises en Angleterre, du fait de LBO trop lourds. Avez-vous vérifié le niveau de dette ? Le connaissez-vous ? Pouvez-vous nous l'indiquer ? N'est-ce pas un sujet d'inquiétude pour Biogaran ?

M. Nicolas Dufourcq. Le niveau de levier est cohérent avec ce que j'ai indiqué dans mon propos introductif, puisqu'il est de trois fois l'Ebitda, ce qui nous paraît acceptable. Sinon, nous n'aurions pas investi.

Le choix d'un sous-traitant n'est pas un choix stratégique, mais une décision opérationnelle. Nous n'avons donc pas de veto sur ce point précis. Nous sommes en revanche présents au sein du comité *ad hoc*, qui a accès de façon totalement transparente à la gestion de la *supply chain*. Si, d'aventure, une difficulté devait survenir vis-à-vis d'un CDMO français, un dialogue stratégique industriel se nouerait, dans lequel interviendrait la direction générale des entreprises. Le dispositif, composé de gens très professionnels, est assez bien construit. Les décisions stratégiques sur lesquelles nous pouvons exercer notre veto concernent plutôt les actions d'acquisition, de cession ou de démembrement.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous confirmez donc ne pas pouvoir empêcher une délocalisation, puisque cela ne fait pas partie des décisions stratégiques. Les conséquences en seraient néanmoins importantes.

J'en arrive au cas de LMB Aerospace. La vente de cette entreprise, qui fournit la défense nationale, au groupe américain Loar a suscité un tollé sur quasiment tous les bancs de l'Assemblée nationale. Or vous participiez au fonds Ace Aéro Partenaires (AAP), qui a décidé de vendre. Étiez-vous partie prenante de cette décision ? L'avez-vous appuyée ? Pouvez-vous nous indiquer les montants générés par cette vente pour la BPI ?

M. Nicolas Dufourcq. Nous sommes investisseurs dans les fonds Aerofund depuis le début, bien avant que la société de gestion de M. Thierry Letailleur, qui gérât ce fonds, ait été rachetée par Tikehau. Nous avons continué, aux côtés d'Airbus, de Safran, de Thales et de Dassault, à contribuer au financement d'Aerofund, qui réunit les grands industriels et BPIFrance. Ce fonds a effectivement investi dans LMB, qui était historiquement une entreprise américaine avant de devenir française, puis a décidé de la vendre à Loar.

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. Les investisseurs sont autonomes et l'équipe en charge de la gestion a décidé, en toute indépendance et en tant qu'investisseur avisé, de vendre LMB à Loar. Nous en avons été simplement informés. Il n'y avait pas une seconde de discussion, puisque le LP n'a pas voix au chapitre.

Nous avons reçu 9 M€ du fait de cette cession.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quel est votre point de vue sur cette vente à Loar Group ? Cela ne vous a-t-il pas posé problème d'être partie prenante d'un fonds, auquel vous participez historiquement, qui a pris la décision de vendre une industrie fournisseuse de la défense nationale à un groupe américain, alors même que le Président de la République a dit, à plusieurs reprises, qu'il fallait reprendre la main et renforcer la souveraineté nationale sur toute la chaîne de valeur de l'armement ?

M. Nicolas Dufourcq. J'ai beaucoup de respect pour l'État. L'État fonctionne et la direction générale de l'armement (DGA) n'a pas demandé que cette entreprise reste française. Le ministre des finances n'a pas activé le contrôle des investissements étrangers en France (IEF) pour bloquer la transaction. On peut toujours polémiquer... mais ces gens sont extraordinairement professionnels et ils n'ont pas considéré que cette entreprise, qui fabrique des ventilateurs, était stratégique. Que voulez-vous que la BPI fit ? Elle investit des capitaux dans un fonds qui porte toute la filière des sous-traitants de l'aéronautique française ; ce fonds décide de vendre ; les autorités de l'État décident qu'il peut le faire, considérant que l'entreprise en question n'est pas stratégique pour le pays : le fonds vend...

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Il faut en effet une autorisation de la part de Bercy pour ce qui concerne les investissements étrangers directs. Je vous interrogeais sur le rôle de la BPI dans cette affaire, puisqu'elle était partie prenante du fonds qui a décidé de vendre. J'entends que vous n'aviez pas la main sur les décisions du fonds. Sans doute comprenez-vous toutefois que cette histoire suscite des interrogations quant au rôle de la BPI et à sa mission d'intérêt général, mais aussi en matière de souveraineté nationale – quand bien même Bercy a autorisé la vente.

M. Nicolas Dufourcq. Les LP du fonds Aerofund, devenu AAP, sont les entreprises industrielles stratégiques et la BPI. Pourquoi n'y a-t-il ni fonds de

pension, ni compagnies d'assurance, ni banques ? Parce que ce fonds investit dans un sous-jacent extrêmement risqué et qu'il a des rendements – que nous vous communiquerons par écrit, car je ne peux les donner publiquement – qui relèvent de l'intérêt général et non d'une profession financière. Et, sans ce fonds, quantité de PME de la filière ne seraient plus là.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. BPIFrance est entrée au capital de Cerba en 2021 avec le fonds EQT, qui a l'habitude de pratiquer des LBO très agressifs – nous disposons, à ce sujet, d'une documentation détaillée. Avez-vous vérifié que le niveau d'Ebitda du LBO réalisé par EQT était inférieur à trois, conformément à votre politique de participation aux LBO ?

M. Nicolas Dufourcq. Nous sommes le quatrième actionnaire de Cerba, avec le fonds d'investissement suédois EQT, mais aussi avec le fonds de pension canadien public PSP. La performance de notre investissement est mitigée, du fait des deux facteurs défavorables que sont la quantité de dette, d'une part, et les tarifs de remboursement de la biologie après la covid-19, d'autre part – pour mémoire, l'assurance maladie a procédé à des baisses de prix qui ont atteint près de 20 % sur la période 2023-2024. Une telle baisse du prix de vente a forcément des conséquences significatives. Depuis le début des années 2000, la moyenne de baisse de prix annuelle imposée à Cerba est de 2 %. Une partie significative des laboratoires français est désormais en situation difficile, pour des raisons liées aux difficultés de financement de l'assurance maladie.

Nous vous communiquerons le niveau de levier, je n'en dispose pas ici. Une chose est sûre : le niveau de dette est trop important, il est nécessaire désormais de désendetter l'entreprise.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'en conclus que, contrairement à ce que vous avez indiqué précédemment, la BPI peut entrer au capital d'une entreprise dont le niveau de dette est bien supérieur à ce que vous prônez...

M. Nicolas Dufourcq. Non ! Car lorsque l'Ebitda n'est pas au rendez-vous, la dette, elle, est toujours là... si bien que le ratio dette/Ebitda se trouve à progresser fortement. Dans le cas particulier de Cerba, l'Ebitda espéré n'a pas été atteint, notamment parce que les prix de vente ont baissé de 20 % en deux ans.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Lorsque vous êtes entré au capital de Cerba, vous connaissiez le niveau d'endettement imposé par le fonds suédois EQT, qui procède ainsi avec toutes les entreprises...

M. Nicolas Dufourcq. Nous le connaissons sur la base d'un *business plan* qui promettait un Ebitda justifiant ce taux. Si l'Ebitda s'effondre par la suite, la dette a bel et bien été souscrite : c'est alors que les ratios divergent.

De telles situations doivent être traitées par du désendettement. Cela se traduira, pour la BPI, par un rendement de l'investissement très faible. En attendant, nous avons très largement ancré Cerba dans le territoire. Cela se conclura-t-il par une fermeture d'activité, avec les conséquences sociales qui en découlent ? Je ne le pense pas. Les conséquences seront surtout sur le rendement de l'investissement pour BPIFrance.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Les auditions ont montré que les conséquences sur les salariés, les patients et les prix étaient considérables et, de mon point de vue, désastreuses. Quel était le *business plan* proposé ? Quel était le niveau de dette attendu du fait du LBO, sachant qu'EQT a la réputation de pratiquer des LBO très agressifs et d'avoir déjà « plié » des entreprises ? En l'occurrence, il est question d'un laboratoire d'analyses médicales : ce n'est pas rien.

Nous avons effectué à BPIFrance un contrôle sur pièces et sur place, le premier du genre dans une commission d'enquête parlementaire. Je remercie vos équipes, qui nous ont bien accueillis et ont répondu à nos questions de façon très professionnelle.

La BPI participe à plusieurs centaines de fonds d'investissement, qui appartiennent eux-mêmes à plusieurs centaines de sociétés de gestion d'actifs. La liste de vos participations est-elle publique ? Sinon, pourquoi ? Comment sélectionnez-vous les fonds auxquels vous participez ? Quels critères utilisez-vous ? Participez-vous à des fonds étrangers ? Dans l'affirmative, pourquoi, puisque votre mission serait plutôt de favoriser des fonds français ? Certains fonds auxquels vous contribuez sont-ils domiciliés dans des juridictions fiscales « moins-disantes », autrement dit des paradis fiscaux et judiciaires ? Si tel est le cas, cela vous pose-t-il problème ? Y a-t-il enfin des fonds d'investissement avec lesquels vous ne travaillerez pas ? Pouvez-vous nous dire lesquels ?

M. Nicolas Dufourcq. Investir dans des fonds est un métier complexe, nécessitant un grand professionnalisme.

Nous investissons dans des fonds étrangers depuis le début de la BPI, en posant une condition : le fonds concerné doit investir en France deux fois ce que la BPI investit chez lui.

Nous sommes, par ailleurs, une banque européenne – ce sont nos valeurs et cela nous donne une sorte de mandat implicite. Nous travaillons de plus en plus avec l'Union européenne, qui nous a accordé des garanties nous permettant d'effectuer des prêts à hauteur de presque 12 Md€. Nous sommes très proches de la Commission et du Parlement et considérons qu'il faut aussi faire l'Europe par le capital. On imagine la démultiplication de puissance permise par un maillage complet de fonds d'investissement européens qui travailleraient ensemble, participeraient ensemble aux tours de table, se donneraient des « coups de main » et des informations pour entretenir le tissu économique européen – au lieu d'un chacun-chez-soi...

Nous avons investi dans des fonds allemands, deux fonds néerlandais en *biotech*, un fonds suédois et un ou deux fonds italiens, avec la condition que je mentionnais d'un investissement en France de deux fois le « ticket » que nous mettons chez eux. Ce dispositif fonctionne très bien et il les force à s'intéresser à notre pays. Il faut se souvenir de 2013, où la France était considérée comme un pays « paria » dans lequel il ne fallait surtout pas investir, un pays repoussoir... Ces règles ont permis d'attirer à Paris des équipes de gestion étrangères et nous en sommes très contents.

La *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW), notre partenaire et homologue allemand, investit beaucoup plus en France que nous n'investissons en Allemagne et nous en fait d'ailleurs parfois le reproche. Elle investit des sommes significatives dans les fonds de capital-risque français. Nous pensons que c'est l'avenir, dans la lignée des rapports Draghi et Letta. Nous aimerions que les banques de développement européennes, qu'il s'agisse de KfW, de *Cassa depositi et prestiti*, des banques suédoise, néerlandaise, danoise, polonaise ou espagnole puissent participer, en direct, au « tour de table » de certaines entreprises françaises.

Prenez l'exemple du quantique : il est tout de même rageant d'être obligé d'aller chercher des fonds américains ! Nous rêverions d'une situation dans laquelle les tours de table réuniraient quelques fonds privés européens – il y en a peu capables de prendre de très gros risques, cette tâche revenant en Europe plutôt aux États – et les grandes banques nationales de développement. La question des frontières va devoir être documentée à nouveaux frais à la lumière du rapport Draghi et de ce que l'on veut faire de l'Europe, entre les deux empires chinois et américain.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quels critères mobilisez-vous pour choisir les fonds ? Certains sont-ils situés dans des juridictions fiscales moins-disantes ?

M. Nicolas Dufourcq. Cette pratique nous est interdite. À l'étranger, nous n'investissons que dans des fonds de capital-risque, l'idée étant de développer l'écosystème du capital-risque européen. Nous sommes parfois allés un peu au-delà, en investissant par exemple dans un fonds canadien qui investissait lui-même en France. C'est du *venture*.

Les critères sont classiques : nous étudions le *track record*, la qualité des équipes, la pertinence de la thèse d'investissement, la nature du réseau entretenu par les fonds, etc. Ces fonds sont par ailleurs co-investisseurs de BPIFrance en capital-risque direct, dans les fonds Large Venture ou Digital venture, ou dans les fonds *Deeptech* ou *Biotech* de la BPI. Le fonds *Biotech* de la BPI (InnoBio) peut, par exemple, investir dans une entreprise aux côtés d'un fonds néerlandais, dont nous sommes aussi LP et qui ne serait probablement pas venu en co-investissement dans une start-up française s'il ne nous avait pas connus.

C'est donc une économie de contact et de réputation. Par ailleurs, ça rapporte : le retour sur investissement dans les meilleurs fonds allemands ou nordiques est très positif.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous assumez de ne pas investir directement dans des entreprises en difficulté, mais d'en passer par des fonds de retournement. Lors de mon contrôle dans vos locaux, il m'a été indiqué que vous investissiez dans quelques fonds de cette nature. Pourriez-vous nous redire lesquels et à la hauteur de quels montants ? Quelle est votre doctrine en la matière ? Ces fonds effectuent-ils exclusivement du retournement et pas du LBO ? En repoussez-vous certains du fait de leurs pratiques ? Avez-vous investi suffisamment dans ceux dans lesquels vous avez choisi d'investir ? Disposez-vous de garde-fous garantissant que ces fonds permettent bien de redresser les entreprises et ont les connaissances adéquates pour cela ? Cette activité requiert en effet des équipes très

solides. Quelles garanties avez-vous dans ce domaine ? Comment choisissez-vous les fonds de retournement dans lesquels investir ?

En un mot : la BPI a-t-elle fait sa part du travail en la matière, depuis dix ans ?

M. Nicolas Dufourcq. Nous avons fait le maximum, sur ce segment ultra-difficile, et vous confirmerons nos informations par écrit.

Entre 2005 et 2014, nous avons mené une première action de financement de fonds de retournement sur fonds propres, qui n’a pas été probante. Nous avons travaillé sur trois fonds avec les équipes de Développement et Partenariat, deux avec Perceva et un avec Vermeer. Or cinq de ces six fonds se caractérisaient par des performances très mauvaises, des plans de rebond d’entreprises accompagnées beaucoup trop longs à mettre en œuvre et des situations beaucoup trop dégradées dès l’entrée du fonds – il était probablement déjà trop tard pour intervenir. En d’autres termes, les modèles étaient mal pensés et les équipes de gestion des fonds peut-être pas les meilleures.

Nous avons tiré les conséquences de cette première décennie en proposant au programme d’investissements d’avenir (PIA) de nous confier, à partir de 2016, une enveloppe de fonds de fonds de retournement de 125 M€ (75 M€ au départ, avec un complément de 50 M€ par la suite), qui est désormais une enveloppe de France 2030. Nous avons effectué un gros travail pour donner envie de créer de nouvelles équipes de gestion, puisque les autres avaient *de facto* disparu. Cela s’est traduit par l’arrivée de quatre nouvelles sociétés de gestion : Hivest, Prudentia, Aldebaran et Arcole.

S’y est ajoutée une activité avec les petits fonds de rebond régionaux. De 2008 à 2020, nous en avons accompagné une dizaine, qui ont investi dans 155 entreprises sous-jacentes. Eux aussi ont très largement sous-performé, puisque la performance globale pour BPIFrance sur ces dix fonds est de 0,7, ce qui signifie une perte de 30 % sur les capitaux investis : pour un euro investi, nous ne récupérons que soixante-dix centimes.

Depuis 2021, un petit segment de France 2030, le fonds de fonds France relance État-régions, investit dans ce domaine en partenariat avec les conseils régionaux. Nous avons investi, par exemple, dans le fonds Irdi Impulsion en Occitanie, mais aussi dans le fonds Relance Nouvelle-Aquitaine, dans un fonds de rebond breton nommé Breizh Rebond et dans ReBest, un fonds du Grand-Est.

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. Les ordres de grandeur ne sont pas considérables, c’est beaucoup de travail pour quelques centaines d’emplois : mais il faut le faire... et j’ajoute qu’il n’existe que peu de candidats pour exercer ce métier.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous n'avez pas répondu à ma question sur la publication de la liste des participations de BPIFrance.

N'avez-vous pas une responsabilité dans le fait qu'il n'existe pas d'équipes structurées de fonds de retournement qui fonctionnent en France ? On pourrait penser que c'est là une mission d'intérêt général, qui, à ce titre, devrait incomber à la BPI.

M. Nicolas Dufourcq. C'est l'inverse ! Si nos équipes, dont je salue le travail, n'avaient pas encouragé et accompagné l'émergence de nouvelles équipes de retournement, il n'y en aurait pas du tout. Les quatre que j'ai citées existent bel et bien : c'est certainement insuffisant, mais tous les anciens fonds sont morts. Cette situation n'est pas uniquement française : il n'existe pas non plus d'écosystèmes de fonds de retournement en Allemagne, en Italie ou en Espagne. Il s'agit d'une thèse d'investissement très complexe.

Concernant la publication de la liste des entreprises, nous vous répondrons par écrit. Une chose est sûre : une fois que vous avez investi dans les fonds *retail* de BPIFrance, on vous donne la liste du sous-jacent. La liste du portefeuille coté et des principales participations est publiée. Il n'y aurait *a priori* aucun problème pour publier celle des fonds ; en revanche, la liste du sous-jacent des fonds ne nous appartient pas.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Vous êtes en poste depuis la création de BPIFrance et vous avez donc une vision très précise de sa genèse et de son évolution. Comment êtes-vous devenu directeur général de cette banque ?

Vous expliquez que la BPI ne se préoccupe pas de décisions opérationnelles et que, dès lors, vous ne pouvez pas, dans l'affaire des laboratoires d'analyses médicales, vous opposer à ce qu'un sous-traitant français soit « délogé », dans la mesure où cela relève d'une décision opérationnelle et non stratégique. Je m'interroge : BPIFrance a une mission d'intérêt général et si l'on a confié à la BPI une mission de réindustrialisation, c'est pour des raisons de souveraineté, d'autonomie du pays, pour développer l'industrie et l'aider à innover... tout cela, pour répondre à des besoins d'intérêt général.

Vous avez indiqué qu'il était interdit à la BPI d'être liée à un paradis fiscal : comment faites-vous lorsque vous vous trouvez confronté, comme dans l'affaire Verallia, à des entreprises et des fonds s'appuyant sur des paradis fiscaux pour payer moins d'impôts ?

M. Nicolas Dufourcq. Je suis devenu directeur général de la BPI après avoir reçu un appel de l'Élysée (10 octobre 2012) me proposant de me porter candidat pour la mission de préfiguration de la banque publique d'investissement. J'avais très envie, après vingt ans de direction d'entreprises – dix ans chez France Télécom, Orange et Wanadoo et autant chez Capgemini – et dans une ambiance pessimiste quant à l'avenir du pays, d'apporter mon concours et de contribuer à cette cause. J'ai donc décidé d'abandonner le confort offert par le secteur privé pour participer à un projet qui me semblait magnifique, à savoir créer une grande banque publique d'entrepreneuriat à mission d'intérêt général. J'ai convaincu le Premier

ministre Jean-Marc Ayrault le 16 octobre et j'ai été nommé le 17 par le Président de la République François Hollande.

Vous dites que nous ne nous préoccupons pas des affaires opérationnelles des entreprises : c'est inexact, il faut employer les termes appropriés. Nous nous en préoccupons !

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Je n'ai fait que reprendre vos termes : vous avez expliqué que vous ne pouviez pas vous opposer à des décisions présentant un caractère opérationnel. Cela visait, en l'occurrence, le fait qu'un sous-traitant français puisse être « délogé ». Or du point de vue de l'intérêt général du pays, une telle décision est tout à fait stratégique.

M. Nicolas Dufourcq. Ma remarque portait sur l'emploi du verbe « préoccuper » : nous nous préoccupons en permanence des décisions opérationnelles ! Nous n'avons simplement pas de droit de veto. Les actionnaires de l'État au conseil d'administration d'EDF, détenu à 100 % par l'État, n'ont pas non plus de droit de veto sur la politique de sous-traitance de l'entreprise. Nous sommes investisseur minoritaire : comment voulez-vous que l'on ait un droit de veto sur la gestion opérationnelle d'une entreprise qui ne nous appartient que marginalement ? Idem pour la SNCF et La Poste : les administrateurs de l'État n'ont aucun droit de veto sur les décisions relatives à la *supply chain*.

Nous sommes membres du conseil d'administration de Stellantis et étions auparavant à celui de PSA : nous nous préoccupons si peu des décisions opérationnelles que, voyant les politiques menées par le management de PSA à l'égard des sous-traitants, nous avons organisé, pour ne pas dire forcé, le dialogue entre le directeur général de PSA de l'époque et une dizaine de sous-traitants, dans les locaux mêmes de la BPI... C'est cela que nous pouvons faire : agir en influence. Mais aucun conseil d'administration ne prend la main sur des décisions strictement opérationnelles.

Concernant les questions de Verallia et des paradis fiscaux, je plaide la non-connaissance du sujet. Nous vous répondrons par écrit.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. La BPI a investi 130 M€ dans Ÿnsect, start-up de production de protéines animales à base d'insectes, liquidée le 1^{er} décembre 2025. Dans le milieu agronomique, dont je suis issue, on sait depuis dix ans que ce type de projet est aberrant des points de vue agronomique, économique et écologique, au point que l'on se demande ce que la BPI est venue faire dans cette affaire... La somme énorme investie dans Ÿnsect aurait pu être investie plus justement ailleurs, pour sauver de nombreuses autres entreprises. Des montants d'investissement beaucoup plus faibles sont demandés dans des reprises d'entreprise comme Vencorex. Devant la commission des affaires économiques, en décembre 2025, vous avez reconnu qu'il s'agissait d'une erreur. Mais quand même ! Pourquoi avoir effectué un tel investissement ? Comment avez-vous été amené à prendre une telle décision ? Aviez-vous compris les risques encourus, voire l'absurdité, de cet investissement ?

Plus globalement, vos choix sont fortement orientés vers les start-up et la *tech*. Or la France connaît une désindustrialisation massive, y compris dans des industries lourdes essentielles comme la chimie, le verre, l'industrie automobile ou la sidérurgie. Au-delà d'Ynsect, quelles sont vos grandes orientations d'investissement ? Dans quels secteurs souhaitez-vous investir et pourquoi ? Sur quel plan vous appuyez-vous pour que la France retrouve une souveraineté nationale, au moins dans les entreprises stratégiques ? Est-ce d'ailleurs bien votre objectif ? N'aurait-il pas mieux valu investir dans une industrie verte de l'acier ou de la chimie ?

M. Nicolas Dufourcq. Nous avons déjà eu ce débat devant la commission des affaires économiques. Il est toujours surprenant, pour moi, d'être face simultanément à deux visions contradictoires : on nous fait grief d'être une banque comme les autres... et dès que l'on cesse de l'être en prenant des risques très significatifs, on nous le reproche.

Il fallait prendre le risque d'Ynsect, qui s'inscrivait dans la filière de l'alimentation animale, voire humaine, à base d'insectes. Cette entreprise-là a échoué ; d'autres n'échouent pas, la filière n'est pas condamnée. À supposer qu'elle le soit, il ne faut pas imaginer que BPIFrance travaille seule dans sa grotte, avec des lubies... Tout cela est extraordinairement collectif : nos co-investisseurs, en l'occurrence des fonds privés, français et étrangers, y ont cru avec nous ; nous avons des scientifiques, des instituts, les équipes techniques de la direction de l'expertise de BPIFrance spécialisées dans l'agroalimentaire, les équipes techniques du secrétariat général pour l'investissement, celles de France 2030 et celles du ministère de l'agriculture. C'est tout un écosystème, ce qui permet de se forger une conviction sur un premier *business plan*, puis un second.

Il peut toutefois arriver que les choix industriels se révèlent plus coûteux que prévu. Ce sont des situations que les grandes entreprises industrielles vivent tous les jours, mais qui ne se savent pas, car elles restent entre les murs de l'entreprise. Toutes savent que rien ne se passe jamais comme prévu. Cela interroge d'ailleurs le concept de start-up industrielle : les besoins de capitaux pour faire émerger de nouvelles entreprises industrielles sont extrêmement élevés.

Le baromètre de la BPI, publié la semaine dernière, sur les ouvertures et fermetures d'usines en France – donc sur la politique de réindustrialisation – fait apparaître une pente plutôt favorable. En 2025, la France a connu 244 fermetures d'usines et 245 ouvertures, dont beaucoup concernent des start-up industrielles, financées par nous. On observe, en revanche, des fermetures de filiales de grands groupes et une baisse du nombre d'ouvertures de PME traditionnelles. Nous continuons donc à pousser notre plan en faveur des start-up industrielles, dans lequel s'inscrivait Ynsect.

Nous pourrions vous transmettre, sur le cas particulier de cette entreprise, toute la documentation nécessaire à un examen approfondi. J'avais expliqué, devant la commission des affaires économiques, que les managers fondateurs avaient fait le choix d'une usine verticale, alors qu'on sait maintenant qu'il aurait sans doute été

préférable d'opter pour une structure horizontale. Le choix de l'insecte lui-même n'était, en outre, pas forcément le meilleur. C'est l'industrie...

La banque publique d'investissement a engendré 1,3 Md€ d'euros de création de valeur en 2025. Cela n'apparaît pas clairement dans le résultat, puisque les normes comptables font que cela se situe essentiellement dans les fonds propres. Il s'agit d'un bon résultat pour les Français, qui possèdent cette banque. Ce résultat intervient dans un contexte de prise de risques importante : il nous est demandé de prendre des risques, nous le faisons.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Depuis quelques jours, des menaces de crise financière parties des États-Unis se confirment, liées notamment au développement du *private equity*. Ce système, caractérisé par des LBO et des fonds de retournement agressifs, met en danger les entreprises. Les fonds d'investissement peuvent se retrouver eux-mêmes en faillite. De nombreux investisseurs veulent retirer leurs fonds. Ce maillon peut faire s'écrouler l'ensemble, puisque les banques prêtent aux fonds qui, à leur tour, financent les entreprises.

La BPI est fortement partie prenante du *private equity*, elle en a même fait une politique. Quelle est l'exposition de la BPI au *private equity*, directement ou par l'intermédiaire des fonds ? Si une crise survient, quels seront les montants publics exposés à court terme ? Peut-on considérer que l'État est co-investisseur d'un système financier potentiellement instable du fait de la politique de la BPI ?

M. Nicolas Dufourcq. Ce n'est pas le management de la BPI qui a fait du *private equity* une priorité, mais les actes fondateurs de la banque... donc le législateur qui nous a, en outre, dotés des moyens nécessaires.

La crise financière potentielle venant des États-Unis ne porte pas tant sur le *private equity*, c'est-à-dire sur l'investissement en fonds propres, que sur le *private credit*, c'est-à-dire les fonds de dette privée. Je suis d'accord avec vous : la situation là-bas est devenue dangereuse. La BPI fait un peu de dette privée, mais de manière extrêmement prudente, avec un taux de sinistralité nul. Quant au taux de sinistralité sur nos crédits bancaires, il est de quelques pourcents. Le coût du risque est provisionné chaque année dans les comptes de la BPI, aux alentours de 100 M€. S'agissant, en revanche, de la dette privée, les crédits alloués sont essentiellement remboursables *in fine*. Nous avons sous gestion quelque 300 M€, avec zéro sinistre. Le dispositif est donc extrêmement sûr.

Si une crise de la dette privée survient aux États-Unis, engendrant un effet « boule de neige » sur le système financier américain, alors le système financier européen en subira forcément les conséquences.

La BPI est toutefois très solide. Elle est très bien notée par la Banque centrale européenne, qui est venue présenter ses conclusions devant le conseil d'administration de la BPI il y a dix jours, pendant une heure et demie. Elle a rappelé la qualité des ratios de la banque. Au-delà du fait que ses actionnaires soient publics, la BPI est très solide et elle n'est pas partie prenante de la bulle du crédit privé américain.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie.

*

* *

25. Audition, dans le cadre d'une table-ronde, des représentants de France Industrie, du Mouvement des entreprises de taille intermédiaires (Meti) et de la Confédération des petites et moyennes entreprises (CPME) (9 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Notre commission d'enquête a procédé, depuis plusieurs mois, à de nombreuses auditions et nos travaux ont mis en lumière les pratiques contestables de certains fonds, qu'il s'agisse de la mobilisation de techniques de financement qui épuisent les sociétés-cibles ou de la facturation de frais de conseil excessifs. Les entreprises que vous représentez, en raison de leur taille, sont directement concernées par ces pratiques. En tant qu'organisations professionnelles, vous avez certainement des retours d'expérience et des indications chiffrées à nous partager sur ce sujet, ainsi que sur les secteurs stratégiques particulièrement ciblés.

Avant de vous donner la parole pour une intervention liminaire, qui précédera nos échanges, je vous rappelle que l'article 6 de l'ordonnance du 17 novembre 1958 relative au fonctionnement des assemblées parlementaires impose aux personnes auditionnées par une commission d'enquête de prêter serment de dire la vérité, toute la vérité, rien que la vérité.

(M. Germain Simoneau, M. Lionel Vignaud, M. Frédéric Coirier, M. Jean-Philippe Thierry et M. Alexandre Saubot prêtent serment.)

M. Germain Simoneau, président de la commission « Financement » de la Confédération des petites et moyennes entreprises (CPME). Je souhaite aujourd'hui vous apporter un témoignage et un éclairage sur l'articulation entre le monde du *private equity* et le financement bancaire, tel que le vivent nos adhérents, qui sont des petites et moyennes entreprises (PME) et des entreprises de taille intermédiaire (ETI). J'y ajouterai une dimension plus personnelle, puisque mon métier consiste à accompagner des dirigeants, des familles dirigeantes ou des équipes de salariés dans leurs opérations de transmission ou de rachat d'entreprise, et que cette expérience de terrain me permet d'apporter un éclairage technique complémentaire.

Vous avez évoqué, monsieur le président, des affaires malheureuses et bien identifiées. Dans le questionnaire qui a été transmis, sont visés une dizaine de fonds d'investissement suspectés des pratiques que vous avez mentionnées. Pour notre part, nous en connaissons plus précisément quatre, impliqués dans des opérations dramatiques dont nous nous désolidarisons totalement. La CPME s'efforce de prémunir les entreprises contre de telles dérives, notamment par des actions de vulgarisation des techniques de financement, afin d'aider les dirigeants à mieux comprendre les offres des fonds d'investissement.

Permettez-moi d'apporter un éclairage opérationnel sur la fonction du capital-investissement dans le financement de l'économie française. Il ne vous aura pas échappé que cette industrie a presque doublé de volume depuis 2012, ce qui

correspond au moment où la régulation européenne des banques, avec les normes « Bâle II » puis « Bâle III », a commencé à se renforcer.

Or les PME et ETI françaises souffrent du mal endémique que représente la sous-capitalisation, un phénomène qui trouve ses origines dans un comportement culturel nous différenciant d'autres pays européens et qui se traduit par une insuffisance du capital, c'est-à-dire du « haut de bilan », au regard de la taille globale du financement : il faut garder à l'esprit que, dans les économies anglo-saxonnes, les entreprises se financent aux deux tiers par le haut de bilan et à un tiers par des concours bancaires, alors qu'en France ces proportions sont totalement inversées. Cette situation pose de nombreux problèmes, qui se sont faits plus prégnants après la crise de 2008 et se sont encore renforcés à partir de 2012, à mesure que le régulateur européen a imposé aux banques françaises des modèles de calcul du risque ainsi que de pondération de leurs capitaux et de leurs liquidités, les empêchant d'assumer le même niveau de risque qu'auparavant. Dans ce contexte, le renforcement du haut de bilan des entreprises est devenu nécessaire pour maintenir la fluidité de leur financement.

L'industrie du *private equity* s'est développée en volume et en quantité, tout en se rapprochant progressivement du terrain, pour arriver à plus de cent fonds d'investissement qui disposent désormais de représentations en province. Dans notre pratique quotidienne, lorsque nous travaillons avec une PME ou une ETI de province, nos interlocuteurs sont, dans une grande majorité des cas, des intervenants locaux, en proximité des entreprises.

Une clé de lecture simple permet d'identifier les fonds susceptibles d'adopter des comportements problématiques, voire immoraux. En France, une très large majorité des fonds d'investissement ont pour apporteurs de capitaux destinés à être redistribués aux entreprises, des acteurs eux-mêmes régulés – qu'il s'agisse des banques soumises aux accords de Bâle, des compagnies d'assurance encadrées par la directive « Solvabilité II », de la banque publique d'investissement (BPIFrance) ou encore des régions. L'essentiel de la masse financière qui irrigue les entreprises par l'intermédiaire des fonds d'investissement provient ainsi d'investisseurs eux-mêmes contrôlés, ce qui engendre une forme de régulation *de fait* de l'industrie du capital-investissement (dans la mesure où la liquidité détermine les règles opérationnelles des fonds). Cette spécificité du modèle français constitue un élément de sécurisation et il faut bien constater que les fonds ayant adopté les pratiques que vous avez relevées sont fréquemment capitalisés par des acteurs étrangers, parfois européens.

Très concrètement, quelle est l'utilité des fonds d'investissement sur le terrain ? Lorsqu'une entreprise souhaite se développer – que ce soit par la recherche et développement, des acquisitions, de la croissance ou des dépenses d'investissement (*Capital Expenditures*, Capex) – et qu'elle sollicite sa banque, celle-ci, contrainte par l'application des ratios de Bâle III, exige qu'elle améliore l'équilibre entre son endettement et son haut de bilan. Lorsque l'actionnaire ne dispose pas des moyens nécessaires pour y parvenir, l'exercice devient difficile et c'est précisément là que réside la première utilité du capital-investissement en France : intervenir en tant qu'actionnaire minoritaire, afin d'apporter de la liquidité

dans le haut de bilan des PME et des ETI. C'est grâce à ce mécanisme que s'opère, de manière concrète, le financement de l'économie réelle en France, qui repose donc sur deux piliers complémentaires : les apporteurs de liquidités à risque au niveau du haut de bilan, d'une part, et les banques, dont la capacité de prise de risques est contrainte et qui assurent le reste du financement, d'autre part – selon la répartition indiquée précédemment, à savoir environ un tiers de haut de bilan pour deux tiers de dette bancaire.

Les fonds d'investissement jouent également un rôle déterminant dans la facilitation de la transmission des entreprises. La France fait face, en la matière, à des difficultés, avec des perspectives préoccupantes puisque des dizaines de milliers d'entreprises, dont les fondateurs partiront à la retraite dans les dix prochaines années, ne disposent pas de repreneurs identifiés.

Il s'agit d'un enjeu structurel et macroéconomique majeur, auquel il conviendra de répondre. Depuis environ cinq ans, les fonds d'investissement ont fait évoluer leurs pratiques afin de se rendre capables de procéder à des rachats en position majoritaire. De notre point de vue, cette évolution présente un caractère très vertueux pour deux raisons :

– d'une part, l'entrée majoritaire d'un investisseur financier tend à renforcer la position stratégique des salariés, dès lors que celui-ci, ne détenant pas le savoir-faire, met en place une logique orientée vers leur accès au capital... non par altruisme, mais bien afin de préserver les compétences au sein de l'entreprise. Ce mouvement de fond pourrait ainsi contribuer à résoudre une partie des difficultés liées à la transmission, en permettant à des collaborateurs de devenir actionnaires, de s'approprier progressivement les enjeux de gouvernance et, potentiellement, de se positionner comme futurs repreneurs ;

– d'autre part, ces actionnaires financiers, à la différence d'une personne physique, disposent de liquidités importantes et présentent une réelle capacité à accompagner l'entreprise dans sa croissance externe. Ce processus, que nous appelons de nos vœux depuis deux décennies, consiste, pour une PME, à procéder au rachat de ses voisins afin d'atteindre progressivement la taille d'une entreprise intermédiaire, mieux armée face à la concurrence internationale.

Je conclus en soulignant qu'un fonds d'investissement en position minoritaire au sein d'une entreprise, souvent familiale, y produit des effets vertueux, puisque cet actionnaire professionnel, qui détient entre 20 % et 35 % du capital, mobilise, pour sécuriser son investissement, des moyens destinés à élever le niveau de gouvernance et à acculturer l'entreprise aux enjeux de la croissance. Il impose également des exigences de *reporting* qui structurent la gestion de cette entreprise. Cela favorise l'aspiration des compétences vers le capital, et de telles opérations minoritaires constituent fréquemment l'antichambre d'une reprise de l'entreprise, soit par un nouveau fonds venant soutenir les salariés, soit par les salariés eux-mêmes dans le cadre d'une acquisition financée à crédit et avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO).

M. Frédéric Coirier, co-président du Mouvement des entreprises de taille intermédiaire (Meti). J'aborderai les sujets qui intéressent la commission

d'enquête sous un angle différent, en appréhendant la prédation comme une forme d'atteinte à la souveraineté française.

La question centrale est celle de la préservation de nos centres de décision et du développement d'une économie inscrite dans le temps long car, lorsque les exigences de rentabilité deviennent excessives et que les horizons temporels se raccourcissent, l'alignement entre le capital et le management de l'entreprise se trouve rompu.

Je dirige, pour ma part, une ETI familiale cotée et, même si des fonds sont présents à mon capital, celui-ci demeure majoritairement français. Nous disposons de sites dans l'ensemble des régions, avec une vision de moyen et long termes.

Il nous faut revenir à l'année 1982, date à laquelle la France et l'Allemagne comptaient un nombre d'ETI comparable et présentaient une structure économique similaire. Par la suite, des mesures fiscales ont été mises en place qui ont rendu difficile, voire impossible, la transmission et la conservation d'entreprises de taille significative, puisque la transmission impliquait alors une ponction d'environ 50 % de la valeur de l'entreprise, ce qui conduisait l'héritier à devenir minoritaire et, par conséquent, à céder sa participation.

Les acquéreurs étaient souvent des acteurs étrangers attirés par le marché français et qui, malheureusement, procédaient à la fermeture de sites industriels dans les années suivantes, entraînant la disparition de filières entières. L'exemple de l'industrie du ski est, à cet égard, éclairant : la France était un leader mondial et Salomon, qui comptait deux mille salariés, n'en employait plus, dix ans plus tard, que cent quatre-vingt, provoquant la déstructuration de toute une vallée. La désindustrialisation peut certes résulter de choix stratégiques inadaptés ; mais elle tient également au fait que nous avons laissé partir nos fleurons, non par défaut de volonté des dirigeants, mais parce qu'ils ne pouvaient pas conserver le contrôle de leur entreprise.

Dans les quinze à vingt années qui ont suivi, ce constat s'est imposé. Des gouvernements de gauche, avec des personnalités telles que MM. Christian Sautter et Dominique Strauss-Kahn, ont alors mis en place les premiers instruments de transmission, qui ont abouti au « pacte Dutreil » en 2005. Le nombre d'ETI était alors tombé à trois mille, ce qui traduisait l'affaiblissement de notre *Mittelstand*. Grâce à ces dispositifs, ce nombre est remonté à quatre mille cinq cents, puis à sept mille aujourd'hui. Il demeure toutefois inférieur de deux à trois fois à celui observé en Allemagne et il est également moindre que celui de l'Italie ou du Royaume-Uni. Or un tissu plus dense d'ETI renforcerait assurément la robustesse de notre économie et limiterait les situations dans lesquelles des entreprises se trouvent soumises aux contraintes d'investisseurs à très court terme.

Les ETI se caractérisent par un actionnariat à 75 % patrimonial, composé de familles et de managers, par 125 000 établissements répartis sur l'ensemble du territoire, par 25 % de l'emploi salarié, par un tiers des exportations et par 40 % de l'activité industrielle, ce qui en fait un élément stratégique de notre économie.

S'agissant du financement, aucun outil ne peut être considéré comme inadapté en soi, car tous sont nécessaires. Le premier levier est l'autofinancement, qui suppose des marges suffisantes (et donc de la compétitivité), ce qui implique d'agir sur le coût du travail, les impôts de production ainsi que la complexité administrative. Les fonds d'investissement ont également leur place, puisqu'un tiers des ETI en comptent à leur capital. La Bourse constitue un autre mode de financement, même si les marchés réservés aux petites capitalisations demeurent malheureusement étroits. Enfin, le LBO n'est pas un instrument problématique, dès lors qu'il s'inscrit dans une perspective de long terme et que l'entreprise n'est pas soumise à une pression excessive liée au taux de rendement interne ou à des exigences de court terme – car le risque réside précisément dans de telles exigences. Le recours à un fonds spéculatif intervient en général en dernier ressort, faute d'alternative, et c'est une situation que nous devons collectivement nous attacher à éviter.

La transmission constitue un autre enjeu central, particulièrement dans le contexte économique actuel particulièrement dégradé. Environ deux tiers de nos entreprises font en effet état d'une dégradation de leur situation, marquée par une baisse significative de la rentabilité, des carnets de commandes très courts et des inquiétudes liées à l'énergie. À cela s'ajoute une concurrence chinoise d'une violence extrême, qui constitue un enjeu structurel, systémique et de long terme. Dans un environnement déjà contraint, il convient de ne pas accroître davantage les difficultés en augmentant les charges auxquelles les entreprises sont confrontées.

En matière de transmission et de risques de prédation, une ETI sur deux devrait être transmise d'ici à 2030 (ou 2033). Or une transmission défailante peut entraîner des conséquences graves tant sur le plan social qu'économique, parfois irréversibles.

Certains débats actuels contribuent à fragiliser les dirigeants et on observe des intentions de cession plus élevées qu'auparavant. Il importe avant tout d'éviter que des entreprises ne soient cédées pour de mauvaises raisons : une cession peut se justifier en l'absence de solution capitalistique ou managériale mais, dans de nombreux cas, la stabilité du capital, y compris avec un dirigeant extérieur, constitue la solution pertinente. En Allemagne, la majorité des ETI sont dirigées par des managers extérieurs à la famille, ce qui fonctionne efficacement. L'enjeu essentiel réside dans la présence d'un capital « patient », disposé à s'engager dans la durée et à assumer des risques, sans recourir à des exigences ou à des pratiques susceptibles de détruire la valeur économique de l'entreprise.

La France a besoin d'une véritable politique de la transmission. Il s'agit d'un enjeu transpartisan, relevant de l'intérêt général, visant à protéger nos intérêts et à maintenir nos centres de décision sur le territoire national. Il est impératif de ne pas reproduire les erreurs du passé, dont les conséquences sur notre industrie et nos territoires ont été particulièrement lourdes dans les années quatre-vingt. La fermeture d'une ETI entraîne en effet l'affaiblissement de tout un écosystème de PME, fragilisant par ricochet l'ensemble du tissu économique – y compris de grands groupes. La meilleure réponse aux comportements prédateurs consiste dès lors à

renforcer le capitalisme français et à veiller aux conditions permettant son développement.

M. Alexandre Saubot, président de France Industrie (FI).

L'organisation France Industrie représente la quasi-totalité de l'industrie française, avec pour mission de participer aux conditions du développement des capacités productives et de la réindustrialisation de notre pays.

Nous avons connu une longue période de désindustrialisation, qui ne s'est interrompue qu'au milieu de la décennie précédente après avoir entraîné la destruction de plus de deux millions d'emplois. Ce phénomène n'est en rien imputable aux fonds d'investissement, mais procède d'un environnement français, puis européen, marqué par une fiscalité et une réglementation plus lourdes que celles de nos principaux concurrents. Après une phase plus favorable, de nouvelles difficultés apparaissent aujourd'hui dans l'automobile, la chimie, la métallurgie et l'agroalimentaire, et ces premiers signes de fragilisation suscitent une réelle inquiétude, puisque notre objectif demeure de porter la part de l'industrie manufacturière entre 12 % et 15 % du PIB, alors qu'elle est descendue en dessous de 10 %.

La principale explication réside dans la fiscalité. Nous avons estimé que si les entreprises françaises appliquaient les niveaux de fiscalité et de charges en vigueur en Allemagne, elles acquitteraient entre 120 et 130 milliards d'euros (Md€) d'impôts en moins. Pour la seule industrie manufacturière, l'écart atteint 20 Md€ par an, ce qui signifie que, chaque année, notre secteur productif est privé de 20 Md€ de ressources par rapport à son principal concurrent allemand. Ce manque fragilise les entreprises françaises et les conduit à rechercher des financements moins longs, plus exigeants et davantage orientés vers le court terme, car la contrainte l'impose. Or la source de financement la plus fiable et la plus durable pour une entreprise industrielle demeure ses profits.

À cette situation s'ajoute une succession de chocs (la covid-19, la guerre en Ukraine, la politique douanière américaine, l'intensification de la concurrence chinoise, le conflit aux Proche- et Moyen-Orient...) qui exercent une pression considérable sur un tissu économique déjà plus fragile que celui de nos partenaires.

Dans ces conditions, la capacité à faire face à ces exigences (fiscales, réglementaires, etc.) et à ces chocs repose d'autant plus sur une approche de long terme que les entreprises ont préalablement consolidé leurs fonds propres et réalisé les investissements nécessaires. Or, dans le contexte qui vient d'être décrit, les entreprises françaises apparaissent en moyenne plus fragiles que celles de nos principaux voisins. À cette situation déjà tendue s'ajoutent des défis considérables, au premier rang desquels le numérique (avec l'essor de l'intelligence artificielle) et la décarbonation.

Ces exigences et ces chocs impliquent des besoins d'investissement très importants : aujourd'hui, entre les enjeux de transmission, les contraintes environnementales, les effets des crises successives et les révolutions technologiques et écologiques en cours, le volume d'investissement requis pour nos entreprises atteint un niveau exceptionnellement élevé. Dans cette perspective, tous

les modes de financement apparaissent légitimes : si une vision de long terme correspond le mieux aux besoins de l'industrie, il n'en demeure pas moins qu'il ne faut rien s'interdire, ni établir de hiérarchie entre des supposés « bons » et « mauvais » financements. Selon les situations, certains investisseurs se présentent et d'autres non, chacun étant lui-même lié à des contraintes et à des engagements vis-à-vis de ses propres clients. Il convient dès lors d'y être particulièrement attentif, chaque acteur ayant ses propres exigences, son horizon et ses cycles d'investissement.

Les instruments sont plus ou moins adaptés selon les cas et reflètent, comme cela a été souligné, la diversité des situations et des niveaux de fragilité des entreprises concernées : celles qui se trouvent en grande difficulté, en raison de résultats insuffisants, d'une concurrence chinoise intense ou d'un retard technologique, n'attireront pas les mêmes investisseurs que celles qui sont bien positionnées et ont développé leur réseau international. La variété des situations est très large et, face aux défis, il ne faut se priver d'aucune source de financement.

Du point de vue de l'industrie, il s'agit clairement de l'orientation défendue. Il n'y a pas lieu d'entrer dans un débat de principe sur la « prédation », car, comme dans toute activité, il existe à la marge des pratiques contestables, situées aux confins de la légalité (voire au-delà) et il appartient à la justice de s'en saisir, le cas échéant. Il revient également aux acteurs, lorsqu'ils interviennent, de prendre les garanties et les engagements nécessaires, en particulier lorsque des fonds publics sont mobilisés dans le redressement d'entreprises – ce qui suppose de s'interroger sur la conditionnalité de ces fonds publics à l'engagement de capitaux privés, ainsi que sur la simultanéité de ces engagements. Dans ce type de situation, l'un des engagements essentiels tient précisément à cette simultanéité, car les enjeux de pérennité et de viabilité sont déterminants.

Le point central est donc le suivant : nous avons besoin de l'ensemble des acteurs, étant entendu que plus une entreprise est en difficulté, plus elle attire des fonds susceptibles d'adopter des comportements risqués et de privilégier des logiques qui ne s'inscrivent pas dans le long terme. Dès lors, la meilleure protection de nos entreprises demeure leur solidité.

Préserver les capacités productives françaises suppose ainsi de défendre leur rentabilité, ce qui implique de tendre vers des règles comparables à celles de nos voisins. Dans l'industrie, où les besoins en capital sont particulièrement élevés, la question de sa taxation est déterminante, d'autant que, rapportée au PIB, elle est en France deux fois supérieure à la moyenne européenne et à celle observée chez nos principaux partenaires. Une fiscalité plus lourde conduit mécaniquement à des exigences accrues de la part des investisseurs ou, dans certains cas, à une moindre disponibilité du capital au niveau national.

Le niveau élevé de la fiscalité sur les entreprises et le capital contribue ainsi aux fragilités observées et explique certaines situations dont nous ne pouvons nous satisfaire.

La conviction de France Industrie est que des entreprises solides sont, par nature, moins exposées aux comportements agressifs. Pour s'en prémunir,

l'industrie française doit regagner en compétitivité et retrouver des marges de manœuvre pour investir, ce qui passe par la poursuite, voire l'amplification, de la politique de l'offre. Face aux montants considérables à mobiliser, la capacité à réunir des financements, quels qu'ils soient, demeure un facteur déterminant pour réussir la réindustrialisation ainsi que les transitions numérique et écologique.

M. le président Emmanuel Mandon. Même si j'ai bien noté la formule selon laquelle « *on a besoin de tout le monde* », j'aimerais obtenir votre appréciation plus précise sur la part croissante prise par les fonds d'investissement dans le financement des entreprises. Où cela peut-il nous mener, notamment pour les PME et ETI qui apparaissent comme des cibles privilégiées dans un contexte dégradé ?

Les organisations que vous représentez ont-elles pris position sur les qualités et les défauts des différentes catégories de fonds d'investissement, en particulier le capital-transmission, les fonds de LBO ou les fonds de retournement ? Ces derniers interviennent dans des entreprises en situation économique extrêmement délicate, où l'emploi est immédiatement menacé, et ils se prévalent souvent de sauver des situations périlleuses : quelle est votre opinion concernant cette appréciation largement contestée ?

Établissez-vous, par ailleurs, un lien entre la montée en puissance des fonds d'investissement et la réticence du secteur bancaire français à prendre des risques pour accompagner les secteurs que vous représentez ?

Enfin, alors que de nombreuses entreprises vont être transmises dans les prochaines années, ce qui constitue un moment de grande fragilité, l'activité des fonds vous paraît-elle suffisamment encadrée pour éviter, de leur part, des comportements de captation opportunistes ?

M. Frédéric Coirier. Il n'existe pas de distinction simple entre des fonds « vertueux » et d'autres qui ne le seraient pas, car, plus une entreprise est fragile, plus le fonds susceptible d'intervenir se montre exigeant, faute pour elle de disposer d'alternatives. Le sujet doit donc être traité à la racine, qui tient à la solidité du bilan des entreprises et à leur capacité à se développer par elles-mêmes, aucune réglementation ne pouvant, à elle seule, résoudre cette difficulté structurelle.

Il existe, en réalité, une grande diversité de fonds – y compris des fonds régionaux fortement ancrés dans leur territoire et inscrits dans des horizons de temps plus longs. Tout dépend de l'appréciation du risque et de la durée d'engagement de celui qui apporte les capitaux. Le prêteur fixe ses conditions en fonction du niveau de risque, afin de couvrir les pertes potentielles susceptibles d'intervenir sur d'autres opérations.

On peut, à cet égard, établir un parallèle avec le sport : lorsque les conditions d'équipement ou d'entraînement diffèrent, des écarts se creusent inévitablement. L'industrie s'inscrit dans un temps long, comparable à un marathon, et les différences de performance se construisent progressivement.

Ainsi, si mon entreprise acquitte chaque année plusieurs millions d'euros d'impôts de production alors que mon concurrent allemand en est exonéré, celui-ci peut consacrer ces ressources à des investissements productifs, comme l'acquisition

de robots ou l'ouverture de filiales. Il est donc indispensable de placer nos entreprises à égalité sur les plans économique, fiscal et réglementaire.

Les relations entre les ETI et leurs partenaires bancaires sont aujourd'hui globalement satisfaisantes.

Environ un tiers d'entre elles ont ouvert leur capital à des fonds, dans le cadre d'un choix délibéré visant à soutenir un projet de développement ou de croissance externe. Les situations problématiques que nous observons concernent essentiellement des entreprises engagées dans des impasses, souvent à la suite d'une transmission mal maîtrisée ou de difficultés accumulées.

Dans l'ensemble, la relation des ETI avec leurs partenaires financiers demeure positive et l'ouverture du capital à des fonds s'inscrit comme un levier stratégique permettant d'accélérer le développement. Les cas que nous déplorons correspondent à des entreprises qui n'avaient d'autre option que de se tourner vers des fonds de retournement ou des *hedge funds*, situation qui peut être interprétée comme la conséquence de deux décennies de perte de compétitivité et de politiques économiques successives.

M. Germain Simoneau. Une entreprise en bonne santé ne constitue pas une cible pour un fonds d'investissement spéculatif, car, dès lors qu'elle se porte bien, elle dispose d'un véritable pouvoir de choix (puisque les fonds sont en concurrence pour entrer à son capital), ce qui permet à sa gouvernance de sélectionner le partenaire le plus adapté. Dans ces conditions, il est difficile d'imaginer qu'une entreprise saine puisse volontairement accueillir un fonds prédateur à son capital.

La difficulté tient, en réalité, au fait que les fonds aux pratiques condamnables que vous avez identifiés interviennent en l'absence d'une industrie française du capital-retournement suffisamment structurée, si bien que, par défaut, d'autres acteurs se substituent à elle. Si cette industrie demeure peu développée en France, c'est en partie pour des raisons culturelles : pour être économiquement viable, un fonds de retournement doit compenser ses pertes par des gains très élevés sur ses succès, ce qui l'amène à viser des niveaux de rentabilité, en cas de réussite, parfois dix fois plus élevés que ceux d'un fonds classique. Or une telle logique se heurte à des réticences, dans un contexte national où l'appréhension du risque et sa juste rémunération demeurent intellectuellement difficiles à accepter. Il en résulte une lacune manifeste dans la chaîne de financement, puisque, lorsqu'une entreprise rencontre des difficultés, elle ne trouve pas aisément de financeur disposé à l'accompagner. Il est en effet particulièrement complexe de demander à l'industrie privée du capital-investissement de se positionner sur ce type d'opérations, dans la mesure où ses principaux investisseurs sont des acteurs régulés chargés de gérer l'épargne des particuliers, c'est-à-dire des fonds qu'il convient de préserver et qui ne peuvent être exposés à des niveaux de risque aussi élevés.

Cette situation révèle une incapacité structurelle à accompagner financièrement les entreprises en difficulté en France, ce qui constitue un enjeu majeur. La réponse pourrait résider dans la mise en place de dispositifs mixtes, associant, par exemple, un instrument tel que BPIFrance et des capitaux privés.

En l'état actuel, l'intervention des fonds que vous avez évoqués trouve précisément son origine dans l'absence d'acteurs nationaux régulés et positionnés sur ce segment du capital-retournement.

M. Alexandre Saubot. Il n'appartient pas à France Industrie de se prononcer sur la qualité des fonds mais, s'ils existent, c'est qu'ils répondent à des besoins : en l'absence d'entreprises à redresser, il n'existerait pas de fonds de retournement... Si les situations problématiques retiennent davantage l'attention, il n'en demeure pas moins que de nombreux retournements aboutissent favorablement grâce à l'intervention de fonds spécialisés.

S'agissant de l'encadrement de cette activité, il ne me semble pas que la France souffre d'un manque de réglementation et je doute donc qu'un renforcement de celle-ci permette de résoudre les difficultés identifiées. Il existe déjà des mécanismes encadrant les prises de contrôle par des investisseurs étrangers, et les entreprises en difficulté relèvent du tribunal de commerce, qui s'efforce de concilier le maintien de l'emploi, la protection des créanciers et la poursuite de l'activité. À cet égard, le maintien artificiel de concurrents fragilisés, au nom de la préservation de l'emploi, peut s'avérer préjudiciable, dans la mesure où il déséquilibre les acteurs en bonne santé.

Enfin, la réglementation bancaire européenne figure parmi les plus exigeantes au monde. L'équilibre entre financement de l'économie et protection de l'épargnant y penche nettement en faveur de cette dernière, si bien que nos banques, qui constituent pourtant un atout majeur, voient leur capacité de financement contrainte par des dispositifs tels que Bâle III. L'économie réelle se trouve ainsi privée de sa principale source de financement et se tourne vers des acteurs plus risqués et plus exigeants.

Dans ces conditions, la réponse réside moins dans l'adoption de nouvelles règles que dans le renforcement de la solidité des entreprises et le respect des conditions d'une concurrence équitable.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. Notre commission d'enquête porte sur ce qu'on appelle les fonds « prédateurs », c'est-à-dire des fonds qui s'appuient sur des LBO agressifs, des fonds de retournement agressifs et des *family offices* comme Alpha Blue Ocean ou Metavisio, qui causent des dégâts manifestes sur les entreprises.

Après trois mois d'auditions, je pense que tout le monde peut en être convaincu. Je vous propose donc de ne pas rester dans un débat général sur la politique économique. Bien que nous puissions comprendre qu'en tant que patrons d'entreprise, vous veniez à l'Assemblée nationale tenir un plaidoyer pour la baisse du droit du travail, des cotisations sociales et des normes environnementales, ce n'est pas le sujet de cette commission d'enquête.

À vous entendre, on a l'impression qu'il n'y a pas de problème (à part quelques cas marginaux). Je vais vous rappeler, rien que sur les cinq dernières années, quelques-unes des entreprises concernées : Lapeyre, Valti, Valdunes,

Pixmania, Fonderie de Bretagne, Camaïeu, Kem One, NovAsco, The Body Shop, Naf Naf, Pataugas, André... et bien d'autres. Toutes ces entreprises, reprises par ces fameux fonds prédateurs, sont soit déjà en faillite, soit en très grande difficulté aujourd'hui. De notre point de vue, il ne s'agit donc absolument pas d'un phénomène marginal.

Je prends l'exemple de Kem One, racheté par le fonds américain Apollo, qui est l'archétype d'une catastrophe industrielle due à une opération de LBO.

S'agissant de Lapeyre, vous affirmez qu'il n'existait pas d'autre alternative qu'un fonds comme Mutares à l'époque, alors qu'une reprise potentielle par un salarié et un industriel était sur les rangs.

Je suis étonnée de vous entendre car, en tant que représentants de patrons d'entreprises, vous avez à cœur, j'imagine, la reprise de ces entreprises, y compris celles qui sont mises à mal par ces fonds.

Mes questions sont les suivantes. Premièrement, pensez-vous que tout LBO est bon ou reconnaissez-vous qu'une part importante de cas se sont mal passés, à cause de LBO trop lourds ? Deuxièmement, reconnaissez-vous que des fonds de retournement tels que Mutares et Aurelius ont des pratiques qui mettent en danger les industries ? Enfin, que pensez-vous d'Alpha Blue Ocean qui, avec des obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa), ruine de nombreux petits actionnaires... en plus de mettre en très grande difficulté les entreprises sur lesquelles il met la main ?

M. Frédéric Coirier. Nous ne sommes pas spécialistes de l'ensemble de ces situations, mais il faut revenir à la question initiale : pourquoi ces entreprises ont-elles été reprises par ces fonds ? Cet aspect ne peut être écarté.

Il ne s'agit pas ici de faire de la politique, mais de décrire la réalité de nos entreprises et de leurs comptes de résultat. Parmi les cas que vous évoquez, figurent des entreprises en très grande difficulté, appartenant à des secteurs eux-mêmes en souffrance comme le commerce de détail, de sorte que, lorsqu'une entreprise se trouve dans une telle situation, elle ne dispose plus réellement du choix et elle se tourne vers les financements disponibles.

En soulignant cela, il ne s'agit pas de défendre les fonds d'investissement concernés, mais simplement de rappeler que si ces entreprises avaient été conduites avec une vision de long terme et un actionnaire patient, comme c'est le cas dans la plupart des secteurs, la situation aurait sans doute été différente.

Notre rôle consiste à alerter sur les risques qui pèsent sur les entreprises dès lors qu'elles se trouvent affaiblies, qu'elles se retrouvent en décalage par rapport à leurs concurrents et qu'elles n'ont d'autre choix que de recourir à des financements particulièrement coûteux – financements dont les conditions intègrent le niveau de risque encouru, les prêteurs fixant leurs taux en fonction de calculs probabilistes destinés à compenser les pertes éventuelles sur certains dossiers, ce qui constitue aujourd'hui le cœur du problème. L'enjeu est d'éviter que nos entreprises se trouvent placées dans de telles situations. Il est exact que certains fonds peuvent adopter des comportements problématiques ou formuler des exigences très élevées

et, sans porter de jugement sur l'opportunité de ces pratiques, il faut admettre qu'elles relèvent de la réalité du marché.

Pour autant, il n'est pas pertinent de condamner globalement certains modes de financement. Le LBO, par exemple, peut constituer un outil efficace : il existe des cas où des activités issues de la scission de grands groupes ont été reprises par leurs salariés dans ce cadre, avec l'appui d'un fonds, et ont ensuite connu un développement satisfaisant.

L'enjeu est donc de favoriser des montages équilibrés, inscrits dans des horizons de long terme, reposant sur un capitalisme familial durable et sur un actionnariat salarié aligné, afin d'éviter que les entreprises ne deviennent la cible de financements trop contraints ou trop risqués, susceptibles d'aggraver leur fragilité.

M. Germain Simoneau. Nous avons pleinement connaissance de la plupart des situations que vous avez évoquées et nous ne souhaitons pas minimiser le phénomène. Toutefois, si les cas cités sont assez nombreux, le nombre d'acteurs concernés demeure relativement limité, ce qui atteste de l'existence du phénomène sans en faire une généralité.

En outre, à notre connaissance, l'ensemble des dossiers évoqués concernent des entreprises en difficulté, pour lesquelles les solutions alternatives faisaient défaut. Il est parfois avancé que ces entreprises auraient pu être reprises par leurs salariés... mais encore aurait-il fallu que ces derniers disposassent des financements nécessaires, ce qui renvoie à la difficulté structurelle de l'insuffisance des outils de financement adaptés à ces situations. Quelle que soit l'approche retenue, cette problématique demeure centrale, car ce capital-investissement sauvage est, en réalité, subi par des entreprises fragilisées.

L'absence d'outils adaptés tend donc à orienter les entreprises en difficulté vers ce type de solutions, mais les exemples que nous connaissons confirment qu'il s'agit d'un phénomène circonscrit à un nombre limité d'intervenants. Il n'en demeure pas moins que ces situations sont préoccupantes.

M. Alexandre Saubot. Afin d'éviter tout malentendu, il me paraît nécessaire de préciser que ni mes collègues, ni moi-même n'avons appelé à une remise en cause du droit du travail. Si la question du coût du travail a pu être mentionnée, celle du droit du travail, en revanche, ne l'a pas été.

Face aux listes que vous déroulez, il convient de rappeler qu'il existe en France près de trois millions d'entreprises, dont 1,5 million emploient des salariés, de sorte que les quelques dizaines de cas mentionnés relèvent, d'un point de vue statistique, d'une réalité marginale. Cela ne signifie évidemment pas que ces situations ne posent pas de difficultés, ni qu'elles ne méritent pas une attention particulière, mais, rapportées à l'ensemble du tissu économique français, elles ne présentent pas un poids statistique significatif.

Je souhaite réaffirmer que l'existence même des fonds spéculatifs trouve sa source dans celle d'entreprises en difficulté. Or le nombre de ces entreprises augmente à mesure que se créent les conditions de fragilisation de notre tissu économique. Les exemples cités concernent notamment des secteurs confrontés à

l'essor du commerce en ligne ou à la montée en puissance d'industries chinoises particulièrement compétitives, ce qui accentue l'intensité de la concurrence. Ainsi, dans un grand nombre de cas, la première cause des difficultés observées n'est pas l'intervention d'un fonds d'investissement, mais bien un environnement économique qui a fragilisé des entreprises face à des défis qu'elles peinent à relever. C'est la raison pour laquelle nous avons souhaité attirer votre attention sur le fait que le moyen le plus efficace de limiter ce phénomène consiste à garantir au tissu économique français des conditions comparables à celles de ses principaux concurrents, afin de réduire le nombre d'entreprises susceptibles de se trouver confrontées à de telles situations.

Il ne faut pas perdre de vue que l'investisseur est, lui-même, redevable envers ceux qui lui ont confié des capitaux, quelles que soient ses pratiques ou les réserves qu'elles peuvent susciter, car il n'agit jamais seul dès lors qu'il a levé des fonds et qu'il s'inscrit dans un mode d'investissement déterminé.

Chacun est libre de privilégier tel ou tel modèle, certains paraissant plus souhaitables que d'autres, mais tous impliquent une responsabilité à l'égard des apporteurs de capitaux. La question se noue autour de celle du couple risque-rémunération, dont l'appréhension reste parfois délicate en France en raison d'une aversion au risque marquée – et que reflète d'ailleurs notre fiscalité, puisque, s'agissant de la taxation du capital, plus l'investissement est sécurisé, moins il est fiscalisé, tandis que plus il est risqué, plus il l'est. Or, dans un système où le développement économique repose précisément sur la prise de risques, cela peut conduire à s'interroger sur l'opportunité d'inverser cette logique afin d'encourager, y compris de la part des particuliers, des investissements plus exposés.

Dans un certain nombre des situations que vous avez évoquées, les procédures sont encadrées par le tribunal de commerce et régies par des règles précises, de sorte qu'à un moment, une décision de reprise est arrêtée sur la base d'éléments objectifs et documentés et cette solution constitue parfois la seule alternative à la liquidation. Ces processus s'accompagnent fréquemment d'une intervention publique, qu'il s'agisse de l'État ou de l'Association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés (AGS), ce qui traduit un engagement significatif des pouvoirs publics. Chacun doit donc assumer ses responsabilités et la question des alternatives est posée au moment où les décisions sont prises : dans plusieurs de ces cas, l'alternative n'était pas une solution préférable, mais l'absence de tout financement, conduisant mécaniquement à la liquidation. Pour les décideurs, ces choix sont particulièrement délicats, mais ils reposent sur l'examen de l'ensemble des éléments du dossier et sur le cadre fixé par le législateur en matière de traitement des entreprises en difficulté : celui-ci et ceux-là conduisent, le plus souvent, à retenir ce qui apparaît comme la moins mauvaise option, sans garantie quant à son issue.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous propose de revenir au cœur du sujet, à savoir la question des fonds dits « prédateurs », d'autant que certaines affirmations qui ont été formulées ont été contredites de manière factuelle au cours des auditions menées ces trois derniers mois. Il existe ainsi des exemples d'entreprises qui se trouvaient dans une situation satisfaisante, qui ont été reprises

par des fonds prédateurs et qui ont ensuite connu des difficultés, comme en témoignent notamment les cas de Cerba ou de Colisée. Ces éléments attestent de l'existence d'un problème réel, qui justifie la création de la présente commission d'enquête et conduit le législateur à s'interroger sur le niveau de régulation qu'il convient d'instaurer.

Je terminerai avec des questions très précises et je souhaiterais obtenir une réponse précise à chacune d'elles. Premièrement, considérez-vous qu'il existe des fonds problématiques et, dans l'affirmative, lesquels ? Deuxièmement, existe-t-il des LBO problématiques ? Le cas échéant, à partir de quel moment le deviennent-ils ? Existe-t-il, selon vous, un taux de dette qui devient problématique dans les LBO ? Troisièmement, y a-t-il une durée minimale de détention attendue de la part d'un fonds ? Le fait que certains fonds se retirent au bout de trois ans, conformément à leur politique, constitue-t-il un problème pour vous ? Enfin, les frais de conseil et de gestion exorbitants imposés par un certain nombre de fonds de retournement posent-ils un problème à vos yeux ?

M. Alexandre Saubot. France Industrie n'a pas d'avis sur tel ou tel fonds, car cela ne relève pas de ses missions, et il faut rappeler que, derrière chaque fonds, se trouvent des investisseurs, des personnes qui décident de vendre ainsi que des décisions rationnelles prises par des acteurs économiques.

Vous nous interrogez sur l'existence de « bons taux de levier », mais ceux-ci varient nécessairement selon les secteurs, les flux de trésorerie et les perspectives économiques et il ne vous aura pas échappé que, notamment au cours des cinq dernières années, nous avons enchaîné des chocs et des évolutions imprévues dans des proportions inédites. Cela fait près de trente ans que je dirige une entreprise industrielle et je n'ai jamais connu une telle succession de crises, concentrées sur un peu plus de cinq ans, de sorte qu'il ne me semble pas raisonnable de reprocher à des acteurs économiques de s'être trompés dans leurs prévisions, tant le monde est devenu incertain. Peut-être certains ne se sont-ils pas adaptés assez vite, mais il n'en demeure pas moins que des acteurs économiques ont pris une décision de vente et que des banquiers ont financé un dossier en connaissance de cause. Nous évoquons les situations qui se passent mal, mais des fonds sont présents dans un tiers des ETI françaises et, dans la très grande majorité des cas, cela se passe bien. Il ne faut donc pas jeter le bébé avec l'eau du bain, au motif que quelques situations ne se sont pas déroulées comme prévu.

S'agissant de la maturité de l'investissement, la majorité des investisseurs sont clairs sur ce point et, dans l'industrie, nous défendons l'idée que plus la maturité de l'investisseur est longue, mieux cela vaut : cela permet de gérer les cycles et les aléas de court terme, en cohérence avec la réalité du monde actuel. Il faut toutefois rappeler qu'en France, nous disposons de peu de fonds de pension, qui sont des investisseurs longs, et que l'Assemblée nationale débat régulièrement des conditions de sortie de certains investissements et de l'opportunité de favoriser la sortie en capital plutôt qu'en rente, ce qui réduit mécaniquement l'horizon de temps. Du point de vue d'un assureur, la possibilité de sortir en rente conduit à une maturité équivalente à la durée de détention augmentée de la moitié de la durée de vie de la rente, tandis qu'une sortie en capital fixe la maturité à l'échéance de cette

sortie, ce qui revient à diviser l'horizon de temps au moins par deux. Il existe donc une contradiction à vouloir des placements longs tout en débattant, au Parlement, de la possibilité de sortir en capital plutôt qu'en rente, cette orientation étant orthogonale à l'objectif poursuivi.

S'agissant enfin de la taxation du capital, l'actionnaire qui a le plus le sens du long terme est l'actionnaire familial et c'est précisément celui qui a été le plus pénalisé pendant trente ans dans ce pays : tout cela a fini par décourager les acteurs concernés, qui ne parviennent plus à faire face à l'impôt, finissent par vendre ou rencontrent des difficultés dans la transmission. On fixe ainsi des règles qui incitent à produire du noir et l'on s'étonne que le résultat ne soit pas blanc...

Sur l'ensemble de ces sujets (fiscalité de l'investissement, maturité, temps long ou levier) nous partageons le constat selon lequel plus le levier est faible, plus l'horizon est long, mieux armé on se trouve pour faire face à une crise. Mais encore faut-il que des solutions de marché existent pour répondre à ce besoin du monde économique : lorsque l'ensemble des règles mises en place incitent plutôt à des horizons de temps courts et à des niveaux de levier élevés, le résultat est finalement conforme à ces règles, même s'il engendre des situations difficiles comme celles que vous avez évoquées. S'il est hors de question, pour des acteurs de terrain et des chefs d'entreprise, de nier les difficultés observées ici ou là, le véritable sujet est d'en comprendre les causes.

M. Frédéric Coirier. Monsieur Simoneau a déjà apporté des éléments de réponse à votre question sur les fonds concernés et nous partageons tous l'idée selon laquelle plus un montage est tendu, plus il fragilise les entreprises.

Les montages LBO peuvent parfois relever de configurations privées et il ne nous est donc pas possible d'entrer dans le détail de tel ou tel montage, ces situations étant à examiner et évaluer au cas par cas, entreprise par entreprise.

M. Germain Simoneau. Il ne serait pas de notre rôle de faire un tri entre les fonds d'investissement, mais je peux vous indiquer que nous n'en avons pas identifié d'autres que ceux que vous avez évoqués tout à l'heure.

S'agissant des frais de conseil, ils peuvent effectivement, dans certains cas, constituer une solution de contournement du modèle économique normal d'un fonds et nous ne pourrions pas être alignés avec une pratique consistant à facturer des frais ne correspondant pas à une réelle contribution opérationnelle de la part du fonds. S'il arrive que des frais soient facturés, ils sont bien, la plupart du temps, en lien avec des prestations ayant une matérialité.

S'agissant du taux de dette des LBO, vous soulevez un point important. En France, cette dette est apportée par les banques, qui sont soumises à des ratios de solvabilité et à des exigences de mobilisation de fonds propres au regard du risque pris. Or le taux de défaut dans le financement bancaire demeure extrêmement faible. Cela constitue une réponse indirecte à votre question : depuis une dizaine d'années, je ne vois pas une banque, au regard de son modèle de risque actuel, accepter dans un LBO un niveau d'endettement qui ne serait pas raisonnable ou que l'entreprise

ne serait pas en mesure de supporter dans le cours normal de sa vie économique (même si des cas exceptionnels peuvent exister).

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Permettez-moi tout d'abord de rappeler que c'est grâce à la fiscalité et aux cotisations sociales que vous pouvez disposer de routes qui mènent jusqu'à vos entreprises et de salariés à peu près en bonne santé, même si le système est aujourd'hui fragilisé par les choix politiques qui sont faits.

Je suis très inquiète de ce que vous êtes en train de nous expliquer. Imaginons que je sois adhérente de l'une de vos organisations et que je sois approchée par Mutares. N'allez-vous pas me mettre en garde contre leurs pratiques ? Prenons le cas de Team Tex, qui produisait des sièges auto pour enfants, qui constituait un fleuron européen à la pointe de la mise en œuvre des nouvelles normes et qui a été liquidée en quelques mois. Les salariés se sont retrouvés dehors, le matériel a été vendu et des machines ont disparu pendant une nuit.

Vous ne préviendriez personne, ce qui m'inquiète d'autant plus fortement que la fonction de conseil auprès de vos adhérents fait, me semble-t-il, partie de vos missions. J'entends ce que vous dites sur l'absence de choix à certains moments, mais, en l'occurrence et pour Team Tex, les choses ne se sont pas déroulées ainsi, puisque d'autres solutions auraient parfaitement pu prospérer.

Vous évoquez enfin un risque de maintien artificiel de la concurrence, ce qui peut s'entendre. Mais les fonds que l'on pourrait qualifier de « vautours » peuvent produire l'effet inverse et c'est peut-être d'ailleurs la question qui s'est posée pour Team Tex, car il peut exister une logique de prédation visant à éliminer une entreprise concurrente d'une autre, que vous détenez dans votre portefeuille.

S'agissant de Team Tex, il existe un véritable sujet lorsqu'on examine les autres entreprises que possède Mutares, y compris dans le secteur des sièges auto pour enfants.

M. Germain Simoneau. Vous dites que, si vous étiez adhérente de la CPME, vous ne disposeriez pas d'informations. Je vous assure au contraire que, dans une telle situation, si vous aviez contacté l'organisation en exposant votre cas et en demandant à être accompagnée, la CPME vous aurait apporté un éclairage sur le sujet.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Si je vous appelle pour vous informer que je suis approchée par Mutares, me mettez-vous en garde ?

M. Germain Simoneau. Absolument.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Très bien, me voilà rassurée.

M. Alexandre Saubot. Dans nos organisations professionnelles, ces questions relevant du secret des affaires sont très rarement évoquées, car elles ne relèvent pas de notre rôle et elles ne correspondent pas aux sollicitations qui nous sont adressées. Si elles l'étaient, je pense, comme cela a été dit, que nous répondrions chaque fois que cela est possible.

Dans les faits, les questions qui nous sont posées portent sur la fiscalité, la réglementation, les relations avec les pouvoirs publics, le contenu de la prochaine loi de finances... bref, sur tout ce qui relève de notre action collective.

S'agissant, en revanche, de sujets couverts par le secret des affaires, ce ne sont que rarement les organisations professionnelles qui sont interrogées. Les entreprises se tournent plutôt vers leur avocat, leur cabinet de conseil ou un banquier d'affaires.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Pensez-vous réellement que les petites entreprises que vous représentez disposent d'avocats d'affaires, de conseils et de tout l'attirail susceptible de les accompagner de cette manière ? Franchement, je n'y crois pas.

Dans l'environnement des dirigeants précédents de Team Tex, qui relevaient d'un capitalisme familial, il ne me semble pas que ce type de compétences était présent.

M. Frédéric Coirier. Il s'agit effectivement de sujets de nature privée qui, en règle générale, ne se traitent pas dans des organisations comme les nôtres et même si, bien entendu, nous pouvons apporter des éléments d'information lorsque nous sommes sollicités.

Un chef d'entreprise qui envisage de céder ou de transmettre son entreprise est accompagné de conseils et dispose d'un notaire ou d'un fiscaliste. Vous ne pouvez pas affirmer le contraire. Le vendeur est parfaitement informé, en particulier pour des entreprises d'une certaine dimension, et vous ne faites pas référence ici à une toute petite structure.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Effectivement, mais elle n'était pas si grande.

M. Frédéric Coirier. Ce sont des opérations qui ne se réalisent pas de manière improvisée, sans être entouré d'un certain nombre de conseils et, encore une fois, elles se traitent en général dans un cadre privé.

J'admets qu'au regard de vos questions, nos propos puissent parfois vous paraître éloignés de votre sujet.

Mais il est indispensable de traiter les causes, car, à défaut, nous continuerons à voir se reproduire ce type de situations dans lesquelles des entreprises, qu'elles soient en bonne ou en mauvaise santé, deviennent malheureusement la proie de mécanismes comme ceux que vous avez décrits, ce que nous regrettons profondément.

Nous sommes les chefs d'entreprises dont les sièges sont en France et qui y développent leur activité, nous souhaitons pouvoir le faire dans des conditions équilibrées et alignées sur la moyenne européenne, car, sans création d'activité, il n'y aura ni financement de l'éducation, ni amélioration de la santé pour tous.

Lorsque nous parlons de compétitivité et de coût du travail, il ne s'agit pas de faire de la France un paradis fiscal, mais de pouvoir travailler à égalité avec nos homologues européens. Aujourd'hui, le travail qualifié supporte en France près de

50 % de charges patronales (contre environ 20 % en moyenne européenne), alors même que nos voisins, comme l'Allemagne, ne sont pas des pays où les soins de santé sont insuffisants ou les infrastructures dégradées. Le constat est simple : lorsque nous nous confrontons à nos concurrents sur les marchés, nous partons avec un handicap, car nous sommes plus chers en raison d'un coût du travail plus élevé... alors que nous utilisons les mêmes robots, les mêmes organisations et que nous supportons les mêmes prix pour nos matières premières. Si nous souhaitons que notre pays se développe, rouvrir des sociétés, les solidifier, prendre notre avenir en main et ne pas être tributaires de comportements que nous ne cautionnons absolument pas, nous devons avoir la capacité de disposer d'entreprises plus solides, plus robustes et dotées de capitaux plus importants. Les entreprises concernées ne s'exposeront alors pas à des fonds aux exigences excessives.

Dans l'intérêt général, il me semble nécessaire que nous partagions ce diagnostic : à défaut, nos entreprises seront confrontées à une concurrence de plus en plus forte, nous nous affaiblirons et nous rencontrerons, malheureusement, de plus en plus de situations comme celles que vous décrivez.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie et vous propose de compléter notre échange, comme convenu, en répondant par écrit aux questions qui vous ont été adressées par notre rapporteure.

*

* *

26. Audition de M. Jérôme Cesbron, président de Notaires conseils d'entreprise (NCE) (9 avril 2026)

M. Gérard Leseul, président. Les notaires sont des acteurs importants de la vie des entreprises, qu'il s'agisse de la gestion de certains biens constitutifs de l'actif, de modifications à apporter à une architecture sociétaire ou encore de transmission, lorsqu'un fondateur et dirigeant souhaite prendre sa retraite. Obtenir l'éclairage de votre profession sur certains montages juridiques, financiers et fiscaux, ainsi que sur les choix liés aux opérations de transmission, nous paraissait donc important pour enrichir nos travaux et notre réflexion.

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

(M. Jérôme Cesbron prête serment.)

M. Jérôme Cesbron, président de Notaires conseils d'entreprise (NCE). Après avoir rappelé ce qu'est NCE, j'aborderai le rôle des notaires dans l'accompagnement des entreprises et des chefs d'entreprise.

NCE est une association de type « loi 1901 » et il est important de préciser qu'à ce titre, nos échanges refléteront le retour d'expérience de ses adhérents. NCE ne constitue pas une instance officielle du notariat et je ne peux donc pas m'exprimer au nom des notaires de France, ce que seules les institutions

représentatives, notamment le Conseil supérieur du notariat, sont habilitées à faire. J'espère néanmoins que le retour d'expérience de nos adhérents, avec lesquels j'ai pu échanger en amont de cette audition, sera utile à vos travaux.

Créée en 2008, cette association regroupe aujourd'hui deux cent soixante offices notariaux, soit un peu plus de mille deux cents notaires, dont la particularité réside dans leur appétence pour le droit des affaires et le conseil aux chefs d'entreprise. Dans un premier temps, sa mission consistait à accompagner, former et favoriser les échanges entre notaires dans ce domaine spécifique. Puis, rencontrant un certain succès, elle s'est donné une seconde mission, qui est de faire savoir aux dirigeants que le notaire constitue un interlocuteur pertinent pour leurs entreprises : car si le notaire est davantage attendu sur ses domaines habituels d'intervention que sont l'immobilier et le droit de la famille, sa légitimité et sa compétence en matière de conseil aux chefs d'entreprise n'en demeurent pas moins tout à fait évidentes.

Le notaire peut intervenir dès la création de l'entreprise, période au cours de laquelle nous accompagnons les futurs dirigeants dans la rédaction des statuts – un sujet essentiel qui nécessite une véritable adaptation aux spécificités de l'entreprise – et celle des pactes d'associés, des éléments déterminants pour permettre à l'entreprise de vivre et de se développer dans de bonnes conditions. Notre intervention se poursuit à travers une activité de secrétariat juridique, c'est-à-dire l'accompagnement annuel de l'entreprise dans la préparation et la rédaction des actes de l'assemblée générale approuvant les comptes, mais également l'examen de différentes questions juridiques relatives à l'état et à l'évolution de la société.

Notre intervention s'étend aussi aux opérations de croissance externe, telles que le rachat d'autres sociétés ou de fonds, ainsi qu'aux opérations sur capital et aux restructurations de groupes. Elle se prolonge enfin dans l'accompagnement de l'entreprise lors de sa transmission, domaine dans lequel le notariat est particulièrement attendu et légitime – notamment dans le cadre de transmissions familiales, qui soulèvent à la fois des enjeux de transmission d'entreprise et de donation : nous intervenons principalement sur les transmissions à titre gratuit, sans que cela soit exclusif, puisque, lorsque la transmission familiale ne se réalise pas, nous sommes également compétents pour accompagner le chef d'entreprise dans une cession à des tiers.

Pour mémoire, les entreprises familiales constituent un socle essentiel de l'activité économique française, puisqu'elles représentent 71 % des entreprises, 73 % des entreprises de taille intermédiaire (ETI), 69 % des emplois et 65 % du PIB, ce qui en fait un pilier majeur (parfois sous-estimé, au bénéfice de grandes entreprises davantage médiatisées). Il convient également de garder à l'esprit que si 83 % des dirigeants d'entreprise familiale expriment le souhait de privilégier une transmission intrafamiliale, moins de la moitié y parvient en pratique, du fait de l'absence d'intérêt des enfants ou de motifs économiques – ce qui confère également au notariat un rôle dans les transmissions à des tiers, y compris au bénéfice de salariés de l'entreprise. À titre d'illustration de notre retour d'expérience, l'essentiel des entreprises accompagnées par les adhérents de l'association sont des PME ou

de petites ETI, dont le chiffre d'affaires se situe entre un et cinquante millions d'euros.

Bien que les fonds « spéculatifs » ne disposent pas d'une définition juridique, la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, transposée en droit national en 2013 (article L. 214-24 du code monétaire et financier), a néanmoins introduit une définition des « fonds d'investissement alternatifs » (FIA), au sein desquels la doctrine considère que les fonds spéculatifs sont inclus. Si les travaux de votre commission devaient conduire à des réflexions ou à des évolutions applicables à ces fonds, il serait nécessaire de les définir au préalable afin d'éviter un effet indésirable et fréquent, à savoir légiférer pour répondre à des abus ou à une problématique identifiés et adopter des mesures ciblant une situation particulière, mais s'appliquant en réalité à l'ensemble des fonds concernés – au risque donc de pénaliser les situations majoritaires par une réglementation nouvelle et contraignante. La définition du sujet apparaît ainsi comme un préalable essentiel.

M. Gérard Leseul, président. Pourriez-vous nous indiquer la fréquence des opérations de cession ou de restructuration impliquant des fonds d'investissement ? À titre d'information, pourriez-vous également nous préciser, dans les transmissions à des tiers, la part des transmissions aux salariés ?

Quelles sont les principales évolutions que votre profession a pu observer ces dix dernières années dans les montages juridiques organisés par des fonds d'investissement, notamment lorsque ceux-ci achètent des entreprises dans le cadre d'un rachat avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO) ou d'une opération de retournement ?

Enfin, quelles sont vos obligations légales, déontologiques et morales en matière de vigilance face à des montages potentiellement abusifs ? Existe-t-il un devoir d'alerte ou de signalement ? Dans quelles circonstances – notamment, lorsque vous avez le sentiment que la viabilité économique de l'entreprise pourrait être compromise par un tel montage ?

M. Jérôme Cesbron. La transmission aux salariés représente un volume faible, qui tend à augmenter ces dernières années tout en demeurant très minoritaire. Elle constitue néanmoins une solution que nous parvenons à mettre en place et qui permet, dans un certain nombre de cas, d'assurer la survie de l'entreprise.

Quant à la fréquence de l'intervention des fonds dans les transmissions d'entreprise, il faut distinguer deux hypothèses : celle dans laquelle le fonds d'investissement entre au capital de manière minoritaire, que ce soit en fonds propres ou par un emprunt obligataire, et celle du rachat de l'entreprise dans sa totalité. Dans la pratique des adhérents de NCE, la première hypothèse est, de loin, la plus fréquente. Un fonds d'investissement peut d'ailleurs se limiter à un groupe de quelques chefs d'entreprise qui, après avoir cédé leur propre société, se réunissent pour financer d'autres projets – ce type de financement alternatif est relativement courant, y compris dans des entreprises de petite taille. Cette situation s'explique principalement (et malheureusement) par la difficulté à obtenir des

financements traditionnels, de sorte que le recours à un financement alternatif, par définition plus onéreux, est souvent subi dans le cadre de petites opérations.

L'intervention d'un fonds peut intervenir dans deux situations : l'entreprise connaît un réel besoin de trésorerie pour poursuivre son activité et cherche un financement afin de franchir un cap difficile ; à l'inverse, elle se trouve en période de fort développement et a besoin d'une trésorerie que les financements traditionnels ne peuvent lui apporter, en raison des politiques prudentielles qui s'imposent aux établissements financiers. En termes de volume, environ 20 % des opérations que nous accompagnons impliquent l'intervention d'un fonds, au sens large du terme.

Vous avez évoqué les LBO : toute cession d'entreprise passe aujourd'hui, de manière systématique, par un LBO (qu'un fonds y participe ou non), puisque ce mécanisme permet à une entité d'emprunter pour acquérir l'entreprise-cible, puis de rembourser cet emprunt en évitant un double degré d'imposition. À défaut d'un tel montage, le repreneur qui emprunterait en son nom propre devrait d'abord acquitter l'impôt sur les sociétés au niveau de l'exploitation, puis percevoir des dividendes sur lesquels il serait à nouveau imposé, avant de pouvoir rembourser son emprunt, ce qui rendrait les entreprises quasiment invendables. Le LBO constitue ainsi un « véhicule » utilisé dans 100 % des rachats d'entreprises et il ne s'agit pas d'un outil propre aux fonds d'investissement, même si un fonds peut y participer en tant qu'associé minoritaire.

Je me permets de vous signaler que, dans une logique de simplification de la transmission d'entreprise, on pourrait assez aisément envisager un système évitant le recours à la holding de rachat, en prévoyant simplement une exonération d'impôt sur les dividendes à hauteur du remboursement de la dette senior. On obtiendrait ainsi le même résultat que par un LBO, mais de manière beaucoup plus simple ; or la simplicité favorise la transmission et la survie des entreprises. Un tel dispositif ne pénaliserait pas les finances publiques, tout en simplifiant le montage.

Le LBO, tel qu'il existe aujourd'hui, est donc indispensable à la transmission d'une entreprise, au même titre que des régimes comme le « pacte Dutreil » le sont à la transmission familiale car, en l'absence de ces dispositifs, les transmissions seraient moins nombreuses et les fermetures d'entreprise plus fréquentes.

M. Gérard Leseul, président. Il y a également la question de la vigilance face à des montages qui sembleraient abusifs et celle du devoir d'alerte, sur les plans réglementaire et moral.

M. Jérôme Cesbron. Nous sommes des conseillers et non des contrôleurs. À la différence des commissaires aux comptes, qui sont soumis à une obligation réglementaire d'alerte, nous sommes tenus par le secret professionnel, ce qui nous interdit absolument de faire part de nos alertes – même lorsqu'elles reposent sur des convictions personnelles ou morales – à des tiers tels que le procureur de la République ou le tribunal de commerce. En revanche, nous exerçons pleinement notre rôle de conseil auprès du chef d'entreprise puisque, lorsque nous identifions des risques dans un montage (par exemple, lorsqu'une demande formulée par un

fonds nous paraît exorbitante au regard des pratiques habituelles), nous lui faisons part de notre analyse ainsi que des dangers pressentis. Toutefois, en raison du secret professionnel, notre intervention ne peut aller au-delà.

La seule exception, qui ne relève pas du risque économique, concerne la lutte contre le blanchiment. Lorsque nous observons des éléments laissant supposer l'existence d'un blanchiment, nous avons alors l'obligation d'effectuer une déclaration de soupçon auprès de Tracfin. Dans ce cas, le secret professionnel s'impose vis-à-vis du chef d'entreprise, que nous ne pouvons informer de notre démarche. Tracfin dispose ensuite d'un délai pour nous indiquer la conduite à tenir. Il s'agit toutefois d'une situation très spécifique, qui ne concerne pas le risque économique et qui constitue la seule exception à l'impossibilité dans laquelle nous nous trouvons d'exercer un quelconque devoir d'alerte.

M. Gérard Leseul, président. Je ne suis pas tout à fait d'accord avec vous sur le fait que les procureurs soient des tiers « ordinaires ». Mais nous pourrions ouvrir ce débat ultérieurement...

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. La présente commission d'enquête porte sur les fonds spéculatifs ou, plus largement, les fonds d'investissement.

Au fil des auditions, nous avons identifié trois types d'acteurs principaux susceptibles d'adopter des comportements prédateurs : des *family offices* qui interviennent au moyen d'obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa), comme Alpha Blue Ocean ou Metavisio ; des fonds de retournement particulièrement agressifs, tels que Mutares ou Aurelius ; de grands fonds d'investissement, puissants en termes de capacité financière et qui recourent à des LBO « agressifs » caractérisés par des niveaux de dette très imposants, pouvant atteindre six, sept voire huit fois le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, Ebitda), et par des taux de rentabilité attendus très élevés.

Un LBO consiste à emprunter pour acquérir une entreprise, puis à faire en sorte que l'intégralité de cette dette pèse sur l'entreprise elle-même, ce qui est susceptible de la placer en grande difficulté alors même qu'elle ne l'était pas initialement. Notre champ d'enquête ne porte donc pas sur un phénomène marginal, puisque ces comportements prédateurs concernent des dizaines d'entreprises importantes et des milliers d'emplois.

Confirmez-vous que 100 % des cessions d'entreprise se font aujourd'hui par le biais d'un LBO ? Si je comprends bien, vous indiquez que le LBO permet de contourner la fiscalité grâce à une holding et vous en déduisez qu'il conviendrait d'abaisser cette fiscalité.

On pourrait également envisager, à l'inverse, d'en élargir l'assiette afin d'éviter un tel contournement. Ma question est donc la suivante : confirmez-vous que le LBO a pour objet de contourner la fiscalité en place ?

M. Jérôme Cesbron. Quand vous affirmez que le LBO constitue un emprunt qui pèse sur l'entreprise, ce n'est pas tout à fait exact, car l'emprunt est en réalité contracté par la holding, qui le rembourse effectivement grâce aux remontées de dividendes. Juridiquement, la situation est très différente, puisque le débiteur n'est pas l'entreprise, mais la holding, et il serait d'ailleurs pénalement répréhensible que l'entreprise supporte l'emprunt destiné au rachat de ses propres titres : le montage est indispensable et implique nécessairement que ce soit l'entité « supérieure » supporte l'emprunt.

Par ailleurs, si le mécanisme du LBO est effectivement quasi systématique dans les cessions d'entreprise, il ne s'agit pas, à mon sens, d'« échapper à la fiscalité », dans la mesure où ce montage est parfaitement légal. Mis en place dans les années soixante-dix, il vise en effet à éviter un double niveau d'imposition qui rendrait, d'un point de vue économique, l'entreprise intransmissible, ce qui reviendrait à la condamner à disparaître. Il ne s'agit donc pas d'un contournement, mais d'une solution conçue pour permettre le financement dans des conditions de fiscalité raisonnables.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous nous répondez en juriste. Mais d'un point de vue économique et pratique, la charge retombe sur l'entreprise, puisqu'elle doit dégager les ressources nécessaires pour permettre à la holding de rembourser le prêt... ce qui revient bien, en réalité, à faire peser la dette sur elle. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle un LBO « mal calibré », ce qui est un cas fréquent, peut placer l'entreprise en grande difficulté. La holding apparaît comme un écran commode, à la fois pour faire porter la dette par l'entreprise et pour contourner la fiscalité : vous pouvez le formuler différemment, mais, pour ma part, j'y vois un contournement.

Les notaires que vous représentez sont-ils en mesure d'identifier les bénéficiaires effectifs des montages juridiques dans lesquels interviennent des fonds d'investissement ? Quels sont les mécanismes d'alerte lorsqu'une opération est susceptible de mettre en péril la viabilité d'une entreprise ? Disposez-vous d'indicateurs d'alerte et estimez-vous nécessaire de les renforcer ? Avez-vous les moyens de vous opposer à certains montages ? Enfin, vous arrive-t-il de subir des pressions de la part de certains fonds ?

M. Jérôme Cesbron. Concernant notre capacité à identifier les bénéficiaires effectifs, plusieurs cas de figure se présentent. Si le fonds, même étranger, dispose d'un établissement stable en France, ses bénéficiaires effectifs ont été identifiés lors de son immatriculation et nous pouvons alors consulter le registre des bénéficiaires effectifs. À défaut, il appartient aux parties de nous fournir les éléments nécessaires pour les identifier et, si nous ne parvenons pas à les obtenir – notamment face à des structures telles que des *trusts*, dont l'objectif est précisément de rendre cette identification difficile, – nous nous trouvons alors dans une situation où l'obligation de déclaration de soupçon s'impose à nous.

La question de la possibilité de s'opposer à un acte est délicate, puisque le principe applicable au notaire est celui de l'« obligation d'instrumenter », c'est-à-dire de recevoir les actes qui lui sont soumis. Cette obligation est quasiment absolue

dans nos domaines réservés, tels que l'immobilier ou le droit de la famille, et son caractère peut être discuté dans des domaines concurrentiels comme le droit des affaires. Toutefois, par principe, nous sommes tenus de recevoir les actes qui nous sont demandés.

Évidemment, si nous avons la certitude qu'un montage est dangereux et compromet la survie de l'entreprise, nous mettons tout en œuvre pour ne pas le réaliser, ce qui consiste concrètement à convaincre l'entreprise et à l'alerter sur les risques encourus.

Parmi les situations susceptibles de mettre les entreprises en danger figurent les LBO agressifs et mal calibrés, ainsi que les hypothèses de prestations surfacturées. Là encore, je ne dispose pas de la capacité de m'y opposer, mais je peux rappeler au chef d'entreprise l'existence de dispositifs juridiques permettant de contester ces pratiques, tels que la notion d'« acte anormal de gestion » en matière fiscale, qui autorise la remise en cause de telles opérations, ou encore l'abus de droit, relevant du droit pénal des affaires. Les outils existent, la difficulté résidant dans leur contrôle et leur mise en œuvre.

Les indicateurs d'alerte qui nous permettent de déceler un risque tiennent aux écarts par rapport aux standards économiques d'une opération. L'expérience nous permet d'apprécier la valorisation d'une société, le prix de reprise ou encore le niveau d'endettement et, dès lors que l'on s'en écarte, un signal d'alerte apparaît. Toutefois, une fois ces indices identifiés et en dehors du conseil consistant à recommander au chef d'entreprise de ne pas poursuivre l'opération, nous disposons de peu de moyens pour nous y opposer.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Vous avez indiqué que, lorsque vous soupçonnez un cas de blanchiment dans le cadre de l'achat d'une entreprise, vous n'en informez pas la personne concernée. Cela m'interroge, car celle-ci pourrait elle-même être une victime, manipulée par un délinquant.

Par ailleurs, vous avez évoqué les prestations surfacturées ainsi que le cadre réglementaire existant pour lutter contre ce phénomène, en particulier l'abus de droit et l'acte anormal de gestion. Pourriez-vous en préciser davantage les contours et expliquer les raisons pour lesquelles ce dispositif ne fonctionne pas toujours ? Vous avez mentionné des enjeux liés au contrôle et à la mise en œuvre : nous serions intéressés de savoir quelles améliorations pourraient être envisagées en la matière.

Enfin, avez-vous une idée de la part que représente le droit des affaires dans l'activité globale des notaires ?

M. Jérôme Cesbron. S'agissant du blanchiment, nous sommes soumis à une interdiction absolue d'informer les parties – en particulier, le chef d'entreprise qui s'apprêterait à céder sa société – de l'existence d'un soupçon. Concrètement, lorsque cette situation se présente, nous devons trouver un motif permettant de surseoir à la signature de l'acte pendant le délai qui suit la déclaration de soupçon, dans l'attente de la réponse de Tracfin.

S'agissant de l'acte anormal de gestion, il constitue une notion permettant à l'administration fiscale de remettre en cause certaines opérations économiques,

notamment des prestations de gestion jugées exorbitantes. Il lui appartient d'en démontrer le caractère excessif, essentiellement au moyen de méthodes de comparaison. Les conséquences sont d'ordre fiscal, puisque la filiale ayant versé ces prestations voit les sommes correspondantes réintégrées dans son résultat, tandis que la société-mère voit ces revenus requalifiés en distribution, imposés comme tels et assortis, le cas échéant, de pénalités pour manœuvre frauduleuse. L'abus de droit, quant à lui, relève du champ pénal et se caractérise lorsqu'une personne ou une entreprise détourne, à son profit et sans justification, les revenus de la société-fille.

Dans le cadre de notre mission de conseil, l'évocation du risque pénal a un poids particulier auprès des chefs d'entreprise.

Je n'ai pas indiqué que ces mécanismes étaient défaillants, mais qu'ils ne peuvent être mis en évidence qu'au moyen de contrôles : ainsi, lorsqu'à l'occasion de la préparation d'une assemblée générale, je perçois que des prestations apparaissent excessives, je ne peux que signaler ce risque au chef d'entreprise, sans pouvoir en informer des tiers.

S'agissant, enfin, de la place du droit des affaires dans l'activité notariale, la réponse appelle des nuances. L'association NCE regroupe mille deux cents notaires sur seize mille, sans pour autant inclure l'ensemble des notaires exerçant en droit des affaires (et inversement). J'estime qu'environ 25 % des notaires exercent une activité significative en droit des affaires, au sens commercial et d'un véritable conseil aux entreprises. La proportion est différente pour la pratique du droit des affaires au sens large, que tout notaire est amené à pratiquer – par exemple, à travers les sociétés civiles immobilières (SCI) ou les transferts d'actions de société, dans le cadre des successions.

M. Gérard Leseul, président. Pensez-vous que la réglementation devrait être plus claire, ou plus directive, envers votre profession, notamment sur ce devoir d'alerte ?

M. Jérôme Cesbron. J'aurais tendance à répondre par la négative, car chacun est dans son rôle. Il existe déjà des commissaires aux comptes, qui exercent cette mission essentielle et qui bénéficient d'ailleurs de mandats de six ans non révocables – ce qui leur confère la capacité de l'accomplir, y compris lorsqu'elle est mal perçue par le chef d'entreprise. Nous ne disposons pas d'un tel cadre.

S'agissant de la question des pressions, la réponse est également négative. Il est toutefois évident que, si nous devons cumuler une fonction de conseil et une fonction de contrôle, l'exercice de notre mission de conseil deviendrait beaucoup plus délicat, dans la mesure où nous perdriions la confiance du chef d'entreprise. Il me paraît donc nécessaire de maintenir cette dualité entre les professions avec, d'un côté, les conseils, qu'il s'agisse des avocats ou des notaires, et, de l'autre, les contrôleurs, auxquels incombe ce devoir d'alerte.

M. Gérard Leseul, président. Vous avez évoqué la nécessité de mieux définir les fonds spéculatifs. Avez-vous d'autres recommandations à faire à notre commission d'enquête ?

M. Jérôme Cesbron. De manière générale, je comprends et partage la nécessité de trouver des solutions pour lutter contre les comportements les plus agressifs. Cependant, il est important de bien définir la cible des réglementations éventuelles : trop souvent, les textes législatifs ou réglementaires, conçus pour répondre à des besoins ponctuels, instaurent des dispositifs de portée générale qui produisent des « effets de bord ». Dans le cas présent, il est essentiel d’être en mesure de viser avec justesse.

M. Gérard Leseul, président. Je vous remercie et vous rappelle que nous vous avons adressé un questionnaire, pour lequel est attendu un retour écrit de votre part.

*

* *

27. Audition de M. Cédric Dubourdieu, associé, responsable pour la France de BC Partners (9 avril 2026)

M. Gérard Leseul, président. Nous auditionnons cet après-midi le fonds BC Partners et je souhaite donc la bienvenue à MM. Cédric Dubourdieu et Benjamin Dupuy, qui comptent parmi les associés de ce fonds.

Comme vous le savez, notre commission d’enquête se penche, depuis plusieurs mois, sur le rôle des fonds d’investissement dans notre économie, notamment l’impact déstabilisant de certaines techniques de financement comme le rachat avec effet de levier. Nous avons déjà pu échanger avec EQT, Tikehau Capital et Mutares et devrions entendre, à brève échéance, Apollo et Ardian.

Mieux connaître le fonds BC Partners, sa stratégie et ses modalités d’intervention dans les entreprises dans lesquelles il décide de prendre une participation constitue l’une des finalités de la présente audition. Vous serez aussi interrogés sur le rachat de Biogaran, une opération qui a suscité l’attention, voire un certain émoi, compte tenu des enjeux en matière de santé publique.

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

(MM. Cédric Dubourdieu et Benjamin Dupuy prêtent serment.)

M. Cédric Dubourdieu, associé du fonds BC Partners. Je vous remercie de nous auditionner dans le cadre de cette commission d’enquête. Nous mesurons l’importance du travail que vous menez, ainsi que l’attention légitime portée aux enjeux de souveraineté économique, d’emploi et de préservation des capacités productives françaises.

Monsieur Dupuy et moi-même sommes associés du fonds, basés à Paris et chargés des activités BC Partners en France. En nous conviant devant cette commission, vous nous avez demandé de présenter les activités de BC Partners et d'expliquer les raisons de notre investissement dans Biogaran, avec comme objectif de mieux appréhender l'utilité de notre activité et son rôle sur le tissu économique français. Votre commission s'intéresse à la « prédation des capacités productives » de la France : il me semble important de vous expliquer la manière dont, depuis près de quarante ans, nous contribuons au contraire, à notre échelle, au développement de ces capacités productives.

BC Partners est une société d'investissement paneuropéenne fondée en 1986. Nous sommes une société d'investissement pour compte de tiers, c'est-à-dire que nous collectons de l'épargne auprès d'investisseurs institutionnels (assureurs, caisses de retraite et banques) et que notre métier consiste à faire fructifier cette épargne en investissant dans des entreprises généralement non cotées en bourse, avec un horizon de temps long.

Notre siège historique est à Londres, mais nous avons ouvert, dès la création de BC Partners, des bureaux dans les principaux pays européens. Le bureau de Paris existe depuis 1987, soit près de quarante ans. C'est un point important : nous ne découvrons pas la France, nous y sommes présents de longue date, avec une équipe permanente et une stratégie durable. Deux de nos fondateurs sont français et le président actuel est également français.

BC Partners est détenu par ses associés, qui sont également investisseurs dans les fonds que nous gérons et donc pleinement alignés avec nos investisseurs et nos clients. Nous gérons environ quarante milliards d'euros d'actifs dans le cadre de deux stratégies, le *private equity* (capital-investissement) et la dette privée. Depuis notre création, nous avons réalisé plus de cent trente investissements en *private equity*, dont vingt-cinq en France. Notre métier est très simple : investir l'argent de nos clients dans des entreprises généralement leaders dans leur secteur et disposant d'un fort potentiel de croissance, les accompagner dans leur développement en leur fournissant des moyens humains et financiers, puis, à moyen terme, revendre ces entreprises dans de bonnes conditions afin de restituer l'argent à nos investisseurs.

Nos investisseurs ne sont pas des spéculateurs : ce sont des investisseurs institutionnels, internationaux aussi bien que français, comme des caisses de retraite, des banques et des compagnies d'assurance, qui investissent dans nos fonds pour de longues périodes, typiquement dix à douze ans. Ils nous confient une partie de leur argent parce qu'ils ont confiance dans la manière dont nous allons le déployer dans la durée. Ces investisseurs ont, eux-mêmes, des engagements de long terme, comme la gestion des retraites de leurs affiliés ou celle des primes d'assurance de leurs assurés. Nous sommes donc très loin de l'univers d'une finance opaque et spéculative.

Cela me permet de répondre, dès maintenant, sur le champ d'investigation de votre commission. Nous ne sommes pas un fonds spéculatif, nous ne faisons pas de paris court-termistes sur l'avenir des sociétés dans lesquelles nous investissons

et nous restons généralement au capital de ces sociétés pour des périodes de cinq à sept ans. Il peut arriver que nous restions engagés jusqu'à dix ans : c'est d'ailleurs l'horizon d'investissement que nous retenons dans nos analyses sur chacun de nos dossiers.

Nous réalisons nos « sorties » en revendant à un autre fonds d'investissement, en accompagnant l'entreprise vers une entrée en bourse ou encore en cédant l'entreprise à un industriel. La valeur de ces sociétés au moment de notre sortie – et donc le succès de notre investissement initial – est toujours corrélée à leur capacité à maintenir une trajectoire de développement. Les décisions que nous prenons en notre qualité d'actionnaire vont donc dans le sens de la stimulation de la croissance à court, moyen mais aussi à long termes.

Notre stratégie d'investissement consiste à identifier des secteurs économiques résilients et en croissance. Une fois ce travail effectué, nous identifions les entreprises leaders sur leurs marchés. Nous investissons dans ces sociétés en utilisant la technique du rachat avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO), c'est-à-dire que nous créons une société holding qui va détenir le capital de l'entreprise que nous acquérons. Cette holding se finance par des capitaux propres apportés par les fonds que nous gérons et, pour partie, par de la dette bancaire.

Je souhaite réagir à ce que j'ai pu entendre au sujet des LBO au cours d'auditions précédentes de votre commission. Il est très important de comprendre que la dette d'acquisition, dans le cadre d'un investissement sous LBO, n'est pas souscrite par l'entreprise qui est rachetée, mais par la holding créée pour investir dans cette société. Ainsi, dans les situations exceptionnelles où cette dette d'acquisition ne serait pas honorée, elle demeurerait de la responsabilité de la holding et de ses actionnaires, sans nécessairement mettre en péril l'avenir de l'entreprise opérationnelle.

Dans l'univers du LBO, il existe différents types d'approche. Pour notre part, nous sommes dans ce qu'on appelle le « LBO de croissance » et nous investissons dans des groupes de taille importante et solidement établis : cela signifie que nous accompagnons les entreprises dans leur développement. Pour nos clients, un bon investissement n'est possible que si l'entreprise dans laquelle nous avons investi réussit sa trajectoire de croissance. En accompagnant vingt-cinq entreprises en France, nous avons ainsi permis à Picard Surgelés, Elis ou Havea de faire croître leur chiffre d'affaires de 40 % en moyenne pendant notre période de détention. Nous avons également permis la création de plusieurs milliers d'emplois en France et nos sociétés ont réalisé des centaines de millions d'euros d'investissement lorsque nous étions actionnaires.

Votre commission évoque la « prédation des capacités productives » de la France : c'est tout le contraire que nous faisons et je prendrai l'exemple de Havea, dont nous sommes actionnaires depuis 2022. Cette société française, leader de la santé naturelle en Europe, produit la très grande majorité de ses compléments alimentaires dans son usine en Vendée, près de Nantes. Depuis notre arrivée, nous avons investi plus de 22 millions d'euros (M€) dans cette usine, accompagné l'achat de machines plus performantes et augmenté la capacité de production de trente-

cinq millions d'unités par an à plus de quarante-cinq millions en l'espace de quatre ans. Cette usine a également augmenté ses effectifs de 30 % depuis notre arrivée à son capital. Pour cette entreprise, la fabrication de ses produits en France est un atout majeur, car c'est une assurance de qualité pour le consommateur final et une maîtrise de la chaîne de fabrication et d'approvisionnement pour ses clients pharmaciens. Nous avons donc aidé la société à investir dans ce qui fait sa force, sans jamais remettre en question la stratégie décidée par les dirigeants de l'entreprise.

Nous pourrions aussi évoquer l'enseigne de produits surgelés Picard, dossier iconique de l'industrie du LBO. Nous sommes entrés au capital de la société en 2004, aux côtés de la famille fondatrice, et l'avons revendue en 2010. Pendant ces six années au capital du groupe, nous avons fortement contribué au développement de la société, dont le nombre de magasins et le chiffre d'affaires ont crû de plus de 45 %. Le nombre de salariés a également fortement augmenté, passant de 2 800 à plus de 4 400. Picard reste aujourd'hui le leader incontesté de la distribution de produits alimentaires surgelés en France, avec plus de 1 050 magasins.

Mais nous comprenons que la raison de l'invitation à témoigner devant votre commission est surtout liée à notre dernier investissement en France : le laboratoire Biogaran. Cet investissement dans un actif stratégique pour l'approvisionnement en médicaments génériques en France suscite des interrogations de la part de députés dont le rôle est de légiférer pour protéger les Français – et c'est une préoccupation que je peux partager à titre personnel.

Biogaran est une société que nous avons identifiée près de deux ans avant de pouvoir conclure l'opération. Nous connaissons bien le secteur des médicaments génériques, car nous y avons fait d'autres investissements, par le passé, en Europe. C'est un secteur très résilient et avec des perspectives de croissance intéressantes. Biogaran est un leader sur son marché, avec une marque forte et un véritable savoir-faire. Nous avons identifié un potentiel de croissance important pour l'entreprise, qui n'était plus un actif stratégique pour l'industriel qui la détenait : en effet, l'intégralité des résultats dégagés par Biogaran était distribuée à son actionnaire, le groupe Servier, pour financer d'autres activités du groupe. Ainsi, Biogaran souffrait d'un manque relatif d'investissement pour se développer et lui permettre de conserver sa longueur d'avance, face à une concurrence de plus en plus présente.

Très tôt, au cours de nos discussions avec le laboratoire Servier, nous avons fait le choix de faire connaître notre intérêt pour l'entreprise auprès du ministère de l'industrie, car nous savions que Biogaran n'était pas un actif comme un autre. En parallèle, nous avons présenté notre projet d'investissement dans la société à BPIFrance, qui les a convaincus. La décision de BPIFrance d'investir à nos côtés est un vote de confiance sur notre capacité à accompagner le développement de l'entreprise dans la durée et l'expression d'une conviction partagée quant au potentiel de Biogaran.

Notre projet pour ce laboratoire, en très bonne santé financière, est de renforcer sa position de leader en France en lui donnant les moyens humains et

financiers pour continuer à se développer sur la gamme des génériques, sur le segment prometteur des biosimilaires ainsi que sur les médicaments en accès direct (*over-the-counter*, OTC) – c’est-à-dire les médicaments non remboursés par la sécurité sociale. Notre ambition, en bref, est de faire de Biogaran un acteur incontournable pour les pharmaciens en France.

L’État nous a évidemment demandé des garanties pour assurer la pérennité de cet actif, stratégique pour l’autonomie médicamenteuse française. Pour des raisons de confidentialité évidentes (et surtout pour préserver les intérêts de la société), je ne peux pas détailler publiquement les engagements que nous avons pris, mais je peux vous dire qu’ils sont significatifs, structurants et formalisés. Ils sont surtout pleinement en ligne avec nos plans de développement pour Biogaran : maintien du siège et des activités en France ; sauvegarde des emplois ; préservation du modèle de sous-traitance de l’entreprise ; continuité industrielle, logistique et commerciale au bénéfice des patients et des partenaires de l’entreprise. Pour nous, il ne s’agit pas de concessions, mais d’un alignement d’intérêts.

Je suis donc en mesure de pouvoir rassurer sur les craintes émises au sein même de cette commission (ou par voie de presse). Affirmer qu’il existe un risque de délocalisation de la production des génériques de Biogaran est totalement faux, anxiogène pour les partenaires de l’entreprise et incohérent, tant avec notre projet pour la société qu’avec les engagements pris vis-à-vis de l’État.

La structure de l’investissement s’inscrit dans un cadre classique, avec un niveau d’endettement faible pour un LBO. Comme je l’ai expliqué précédemment à propos du montage d’une opération de cette nature, l’endettement d’acquisition est porté exclusivement par la holding de reprise (et non par Biogaran elle-même).

Pour Biogaran, il y aura une différence majeure avec la situation antérieure. Jusqu’à présent, les résultats de l’entreprise étaient intégralement distribués à son actionnaire, pour financer d’autres activités stratégiques du groupe auquel elle appartenait. Notre approche est complètement différente : elle consiste à réduire significativement le niveau de distribution, afin que l’équipe dirigeante de Biogaran puisse augmenter ses investissements et financer le lancement de nouveaux médicaments génériques et de biosimilaires. Ce projet d’entreprise pour Biogaran a été examiné et validé par le ministère de l’économie et des finances.

Notre vision à long terme est de faire de Biogaran un atout pour la souveraineté médicamenteuse française. J’insiste bien sur cette notion de « long terme » : le jour où nous revendrons Biogaran, nous devons laisser une trajectoire lisible et une prévisibilité de développement aux futurs acquéreurs. Une stratégie de court terme ne serait pas une stratégie performante pour le développement de Biogaran, ni une stratégie fructueuse pour l’investissement de nos clients.

J’espère vous avoir déjà éclairés sur les activités de BC Partners et rassurés sur le fait que nous n’avons pas du tout l’intention d’être des prédateurs des capacités productives françaises, mais que, bien au contraire, nous souhaitons contribuer au développement des sociétés françaises, comme Biogaran, dans lesquelles nous investissons – et ce, comme nous le faisons depuis près de quarante ans.

Enfin et comme vous l'aurez, j'espère, compris, nous sommes un acteur très local malgré notre nom britannique. Le marché français n'est pas un « terrain de chasse », mais un pays dans lequel nous vivons et dans lequel nous avons à cœur d'accompagner le développement du tissu économique.

M. Gérard Leseul, président. Je vous remercie pour cette introduction et ces premiers éléments de compréhension, à la fois de votre activité et de l'opération Biogaran.

Vous nous avez dit ce qui a motivé votre acquisition. Vous ne pouvez pas dévoiler vos engagements envers l'État, mais j'aimerais tout de même en savoir un peu plus sur vos perspectives de croissance pour Biogaran : quel est votre horizon d'investissement – pour le dire plus clairement, à quelle échéance pensez-vous revendre Biogaran ? Vous avez donné des indications sur les durées de détention de vos actifs : cela se fera-t-il dans les mêmes délais ? Est-ce qu'il y aura d'autres perspectives pour cet investissement ?

J'aimerais également que vous nous donniez quelques détails sur la structure de l'investissement réalisé dans Biogaran : quelle est la répartition entre les capitaux propres que vous avez mobilisés et le recours à l'endettement ? Est-ce un endettement bancaire ou un endettement contracté auprès d'autres fonds d'investissement ?

La participation au capital de BPIFrance a-t-elle des conséquences dans la gouvernance de l'entreprise ? J'ai bien noté que la stratégie était définie par l'entreprise, mais la participation de BPIFrance modifie-t-elle votre stratégie de développement pour Biogaran ? Est-ce que cela a changé quelque chose pour vous ? Est-ce une participation utile ?

Ma dernière question porte sur la crise du crédit privé qui semble poindre aux États-Unis, à en juger par la récente « une » d'un grand quotidien financier. Quelle est votre analyse de la situation ? Le fonds BC Partners y est-il exposé du fait de ses choix et de ses modalités d'investissement ? Selon vous, pourrait-on voir de tels phénomènes en France et, plus largement, dans l'Union européenne ?

M. Cédric Dubourdieu. La crise du crédit privé ne se situe pas dans mon champ d'expertise : mon métier est l'investissement en capital, c'est-à-dire le *private equity* – nous avons une activité aux États-Unis dans ce secteur, qui se porte très bien. S'il devait y avoir une crise de la dette privée (*private credit*) aux États-Unis, il est probable qu'elle aurait des répercussions en Europe – même s'il faut souhaiter que cela n'arrive pas. Ces répercussions seraient probablement un assèchement du crédit pour les entreprises. Mais je ne peux pas faire beaucoup plus de commentaires.

S'agissant de notre investissement dans Biogaran, nous avons décidé d'investir dans cette société parce que cela répondait, en tout point, à nos critères d'investissement :

– Nous connaissons très bien le secteur des médicaments génériques. Nous avons fait d'autres investissements dans ce secteur, par le passé, en Europe,

notamment en Grèce et aux Pays-Bas. C'est un secteur très résilient, qui offre des perspectives de croissance intéressantes ;

– Biogaran est un leader de son marché en France, avec une marque très forte et un véritable savoir-faire. Comme sur n'importe quel dossier, nous avons fait beaucoup d'analyses, pendant des mois, sur le marché et sur Biogaran, et ces analyses ont montré qu'il y avait de solides perspectives de croissance pour cette société :

a) Celle-ci doit tout d'abord continuer son développement en France dans son segment-cœur : les génériques. Dans les cinq années qui viennent, deux fois plus de brevets de médicament *princeps* arriveront en fin de vie que dans les cinq dernières années. Il est donc clairement intéressant pour Biogaran de continuer à se développer dans le segment des génériques. C'est intéressant non seulement pour la société, mais également pour nous en tant qu'actionnaires et pour l'État – plus de molécules génériques, qui coûtent beaucoup moins cher, cela représente des économies pour la sécurité sociale ;

b) Il y a le segment des biosimilaires. Les génériques pour les vaccins représentent un marché encore modeste en France. Nous pensons que Biogaran peut se développer fortement dans ce domaine et atteindre sa part de marché naturelle, qui se situe autour de 30 %. Ce serait également « gagnant-gagnant » pour la société, pour nous en tant qu'actionnaires et pour l'État français, au travers des réductions de coûts pour la sécurité sociale.

c) Biogaran est une marque forte qui pourrait se développer davantage dans le domaine des médicaments OTC, qui ne sont pas remboursés par la sécurité sociale, en bénéficiant de son image de marque.

Tels sont les trois grands piliers de notre investissement dans Biogaran.

L'horizon d'investissement n'est pas défini *a priori*, mais il est habituellement de cinq à sept ans. Au moment de la revente d'une société, s'il n'y a pas de perspectives intéressantes dans les cinq années qui suivent, nous ne trouverons pas d'acheteur – ou, en tout cas, pas à bon prix. C'est pourquoi notre philosophie d'investissement est d'envisager, si besoin, un horizon à dix ans.

S'agissant de la structure de l'investissement, celui-ci se répartit à peu près également entre fonds propres et dette, laquelle provient d'établissements de crédit et de banques de renom. Je ne peux pas donner les détails exacts en public, mais je pourrai donner ces précisions par écrit.

Concernant BPIFrance, nous avons décidé de l'approcher très rapidement, dès le début du processus de vente organisé par Servier, car nous avons bien conscience que Biogaran était un actif stratégique. Il nous semblait important d'avoir un actionnaire comme BPIFrance à nos côtés : d'une part, pour maintenir son ancrage français ; d'autre part, parce que BPIFrance, qui investit dans beaucoup de sociétés de santé en France, a une expertise très particulière sur ce segment. Il nous semblait donc très utile de l'avoir comme co-investisseur. Nous avons discuté avec eux de notre projet et de notre vision et je pense qu'ils les partagent, raison pour laquelle ils ont décidé d'investir à nos côtés. En parallèle à leur prise de

participation, ils nous ont fait un certain nombre de demandes quant à la gouvernance (participation au *board*, divers droits de veto, etc.), que je pourrai vous communiquer par écrit, si vous le souhaitez. Ces demandes sont globalement alignées avec celles de l'État : maintien de la société et des actifs stratégiques en France, sauvegarde de l'emploi et maintien de l'empreinte industrielle.

M. Gérard Leseul, président. La participation de BPIFrance s'est-elle faite à votre initiative ou à celle de l'État ?

M. Cédric Dubourdieu. À notre initiative : le processus de vente organisé par Servier a commencé début 2024 et nous avons contacté BPIFrance vers le mois d'avril, pour leur proposer de co-investir à nos côtés.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. BC Partners est considéré comme un champion britannique du LBO, ce rachat par effet de levier qui consiste à emprunter pour acquérir une entreprise, le poids de cet emprunt retombant *in fine* sur l'entreprise.

Vous avez réalisé, dans cette activité, d'énormes plus-values, y compris au détriment d'entreprises qui ont ensuite fait faillite – je pense à Phone 4U, avec des centaines, voire des milliers, de personnes au chômage.

Vous avez parlé de Picard, mais cette entreprise est extrêmement endettée. Dès après son rachat, au début des années 2000, les représentants des salariés de Picard ont publié des communiqués, relayés dans la presse, dans lesquels ils se plaignaient de la baisse de leurs salaires réels.

Vous avez repris Biogaran, qui représente 30 % des médicaments génériques en France : beaucoup de parlementaires, sur de nombreux de bancs, s'inquiètent fortement de cette cession. Nous nous interrogeons sur vos motivations, puisque le secteur du médicament est réglementé dans notre pays. Nous nous demandons comment vous obtiendrez un taux de rendement suffisant, d'autant que Servier s'en est, en quelque sorte, « débarrassé », parce qu'il trouvait que ce laboratoire n'était pas assez rentable. Nous nous inquiétons évidemment d'une potentielle délocalisation de la production des médicaments génériques hors de France : une telle décision détruirait des emplois et menacerait notre souveraineté nationale en la matière. En effet, la moitié des spécialités commercialisées par Biogaran ont subi une rupture d'approvisionnement dans les trois dernières années. Enfin, vous allez réaliser des profits sur le dos de l'assurance maladie, puisque la sécurité sociale rembourse les médicaments commercialisés par Biogaran.

Où la holding d'acquisition de Biogaran se trouve-t-elle domiciliée ?

M. Cédric Dubourdieu. En France.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quel horizon temporel d'investissement dans Biogaran avez-vous annoncé ?

M. Cédric Dubourdieu. Nous n'avons pas arrêté d'échéance. L'horizon d'investissement dans nos sociétés est compris entre cinq et sept ans.

BC Partners n'est pas un fonds spéculatif, son objectif n'est pas d'investir à court terme pour revendre la société au bout d'un an. Nous souhaitons développer

la stratégie arrêtée par les dirigeants, mais nous ne gérons pas l'entreprise au jour le jour : on nous a présenté une stratégie, nous l'avons analysée et nous avons été convaincus par ce que nous avons entendu.

Nous pensons que Biogaran a un très bon potentiel de développement en France. Nous ne réussissons que si Biogaran, société française, réussit. Si c'est le cas, ce sera également un succès pour l'État, puisque cela signifiera plus de médicaments génériques et biosimilaires vendus en France, donc des économies pour la sécurité sociale.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quel taux de rendement interne (TRI) avez-vous prévu pour Biogaran ?

M. Cédric Dubourdieu. Nous n'avons pas de TRI garanti et on ne fixe pas de TRI pour un investissement. Nos TRI sont historiquement en ligne avec ceux de l'industrie du LBO, de l'ordre de 15 % à 20 %. Ce niveau résulte de la vingtaine d'investissements du fonds : on ne connaît les TRI de ce fonds qu'à la fin des investissements. Le TRI, c'est-à-dire l'investissement, sera bon pour nos clients si, et seulement si, Biogaran se développe. Si le chiffre d'affaires de l'entreprise ne croît pas dans les cinq prochaines années, il ne s'agira pas d'un bon investissement pour nous.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quel niveau de dette est imposé à Biogaran par rapport au bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, Ebitda) ?

M. Cédric Dubourdieu. Biogaran n'aura pas de dette. Vous avez dit tout à l'heure que nous faisons « descendre de la dette » dans la société, ce n'est pas le cas : elle sera logée dans la holding dont vous avez parlé (Bastille Investissement). Nous avons calibré cette dette de manière très raisonnable, ayant en tête que nous avons un travail très important à effectuer pour réussir la séparation avec Servier et faire de Biogaran une société totalement indépendante. Nous sommes évidemment conscients que Biogaran évolue dans un contexte réglementaire très strict. Nous avons décidé, avec les équipes de BC Partners, de retenir un niveau d'endettement très raisonnable, situé autour de trois fois le résultat brut d'exploitation (RBE) : dans l'industrie du LBO, il s'agit d'un ratio très faible. J'ai fait vérifier l'endettement moyen des sociétés du SBF120 : le ratio tourne autour de deux fois et demie le RBE. Nous ne sommes donc pas loin d'une entreprise classique cotée en Bourse.

Cette dette a été calibrée par rapport à la capacité de l'entreprise à générer de la trésorerie. Pour que la holding puisse faire face à ses frais financiers, il faudra que Biogaran, si elle le peut, lui verse des dividendes. Point très important à signaler : les dividendes prévus dans notre plan pour absorber les frais financiers sont inférieurs de moitié à ce que Biogaran payait par le passé à son actionnaire Servier.

L'acquisition de Biogaran par BC Partners, qui n'est pas un champion britannique, mais européen (je me permets de vous reprendre là-dessus, madame la rapporteure), est une bonne nouvelle pour ce laboratoire, qui aura moins de

dividendes à verser et dont l'actionnaire sera totalement focalisé sur la réussite de la société – Servier, par ailleurs un groupe magnifique, avait d'autres priorités que Biogaran.

En outre, il y aura plus d'investissements dans les nouveaux médicaments et, du fait de la procédure des investissements étrangers, des contraintes sur la production en France dont Servier était totalement dispensé.

BC Partners a enfin pris, vis-à-vis de l'État, de nombreux engagements sur le maintien de l'empreinte industrielle, que je pourrai vous détailler par écrit.

Il me semble donc que la situation actuelle de Biogaran est préférable à celle qui prévalait lorsque Servier détenait l'entreprise et que ce nouveau cadre est également meilleur pour l'État français.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Le groupe Servier a lâché Biogaran parce qu'il trouvait que le laboratoire pharmaceutique n'était, entre autres, pas assez rentable. Comment comptez-vous accroître la rentabilité de l'entreprise et obtenir un TRI compris entre 15 % et 20 %, sachant que le prix des médicaments génériques est réglementé ? Espérez-vous une hausse de ces prix ? Comptez-vous effectuer des délocalisations ? Envisagez-vous de vous reporter sur des segments plus rentables que les médicaments génériques ?

M. Cédric Dubourdiou. Je tiens tout d'abord à dissiper une possible confusion entre le rendement attendu de l'investissement pour nos clients et la rentabilité de la société. Cette dernière ne peut être décrétée : elle est ce qu'elle est, en fonction du secteur de l'entreprise, de son environnement concurrentiel, de son cadre réglementaire et de sa nécessité d'investir. Nous avons investi dans Biogaran en connaissant sa rentabilité et notre succès ne proviendra pas de l'évolution des marges, mais de celle du chiffre d'affaires. Pour qu'il progresse, il faudra une croissance dans les trois segments des médicaments génériques, biosimilaires et en vente libre. Ce n'est pas en délocalisant ou en réduisant les effectifs que nous y parviendrons : ce n'est pas du tout dans nos plans. Nous voulons que Biogaran continue de faire ce qu'il sait très bien faire, le levier résidant dans l'augmentation des investissements pour développer de nouvelles molécules.

Le TRI résultera de cette performance : si nous ne parvenons pas à développer la société, le TRI sera faible. Nous n'allons pas imposer d'exigence de rentabilité à la société, nous souhaitons accroître son chiffre d'affaires.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous propose de ne pas prendre les parlementaires pour des « billes » en économie, car tout le monde sait que pour obtenir un TRI de 15 % à 20 % pour les investisseurs, il faut trouver de la valeur ! Or celle-ci ne tombe pas du ciel, elle provient de l'entreprise dans laquelle vous investissez et c'est là que vous la prenez. D'ailleurs, vous finissez par rembourser cette dette, même si elle est, sur le papier, placée dans une holding : tout le monde sait qu'un LBO revient à faire payer *in fine* la dette par l'entreprise. En outre, vous essaieriez de la revendre au prix le plus élevé possible après trois, cinq ou sept ans – parfois, beaucoup moins.

À l'occasion de l'autorisation de la vente de Biogaran à votre fonds, vous vous êtes engagés à continuer de vous approvisionner auprès de sous-traitants français. J'ai réalisé des contrôles sur pièces et sur place d'éléments confidentiels, mais cette information était dans la presse. Un tiers des médicaments génériques vendus en France sont commercialisés par Biogaran : nous avons donc intérêt à maintenir la production de ces médicaments en France. Le problème est que cet engagement ne court que sur quelques années – je n'indiquerai pas ici ce nombre d'années, mais il est très réduit. Avez-vous anticipé de diminuer, d'ici à cinq ans, la part de vos produits fabriqués en France et le montant, en valeur absolue, des commandes passées aux sites de fabrication français ?

M. Cédric Dubourdieu. Tous les éléments que vous évoquez relèvent de décisions opérationnelles. Nous sommes de simples actionnaires, présents au conseil de surveillance de la société. Ce sont les dirigeants de l'entreprise qui choisissent le processus de fabrication des médicaments.

Nous avons effectivement apporté des garanties à la direction générale des entreprises (DGE) et à la direction générale du Trésor. Je ne dévoilerai pas d'éléments confidentiels, mais certaines garanties sont à durée déterminée alors que d'autres sont permanentes.

L'intérêt de Biogaran, marque française, est de produire en France. Évidemment, Biogaran veut produire sans perdre d'argent, mais il vend presque exclusivement ses médicaments en France. Produire en France offre la garantie aux clients pharmaciens et aux patients d'un taux de disponibilité très élevé des médicaments. D'ailleurs, les données publiques du groupement pour l'élaboration et la réalisation de statistiques (Gers) montrent que Biogaran est la société dont les produits ont le taux de disponibilité le plus élevé. Cet élément est essentiel pour les relations commerciales avec les pharmaciens. Dans ce contexte, déployer un plan de délocalisation irait à l'encontre de la stratégie, des valeurs et de l'intérêt commercial de la société.

Pour répondre à votre question, nous n'avons pas l'intention de délocaliser et nous n'avons jamais discuté d'une quelconque stratégie de délocalisation avec les dirigeants. Je laisserai ces derniers s'occuper de la sous-traitance, dans le respect des garanties qui ont été données à l'État.

Biogaran est le seul acteur français du segment des génériques. Comme vous l'avez dit, c'est un « champion » des génériques, qui fournit un tiers des médicaments en France. C'est le seul acteur de ce marché qui a des contraintes de production en France. Les garanties que nous avons dû apporter, dans le cadre de la procédure de contrôle des investissements étrangers en France, en tant que fonds britannique aboutissent à une situation cocasse : seul acteur français, Biogaran est également le seul à avoir des contraintes de production, alors que ses concurrents, tous étrangers, n'en ont pas... Voilà un bon sujet de réflexion pour les législateurs que vous êtes.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pouvez-vous apporter une réponse claire, précise et brève à cette question : avez-vous prévu, d'ici à cinq ans, de diminuer la part de vos produits fabriqués en France ?

M. Cédric Dubourdieu. Non.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Avez-vous prévu, d'ici à cinq ans, de réduire le montant des commandes passées aux sites de fabrication français ?

M. Cédric Dubourdieu. Non.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pouvez-vous vous engager à ce qu'il n'y ait pas, dans les cinq prochaines années, de délocalisation de la production des médicaments que vous commercialisez ? En un mot, pouvez-vous vous engager à ne pas délaissier les sous-traitants français au profit de sous-traitants étrangers ?

M. Cédric Dubourdieu. Nous avons pris des engagements vis-à-vis de l'État et je ne vais pas les divulguer, car il s'agit d'informations confidentielles. Quant aux sujets que vous abordez, ils relèvent de décisions prises par les dirigeants de Biogaran : ce n'est pas moi qui vais choisir les sous-traitants.

Il y a les engagements pris avec l'État... mais il y a aussi la vie d'une société. Biogaran commercialise un corticoïde en France, qui lui a été fourni, dans le cadre d'un accord de licence, par un laboratoire pharmaceutique français, lequel avait deux sous-traitants français. L'un d'entre eux a fait l'objet d'une injonction de l'Agence nationale de sécurité du médicament et des produits de santé (ANSM) et se trouve en redressement judiciaire. Le laboratoire a décidé de ne plus se fournir auprès de lui et de sous-traiter une partie de la production de ce corticoïde en Espagne, auprès d'une organisation de développement et de fabrication sous contrat (*Contract development manufacturing organisation*, CDMO) française. Voilà la vraie vie des affaires : ce n'est pas BC Partners qui décide de privilégier un sous-traitant espagnol au détriment d'un acteur français, c'est un fournisseur de l'entreprise qui effectue ce choix. L'État devra se positionner : s'il refuse que l'entreprise fasse produire le corticoïde en Espagne, une pénurie affectera ce médicament. Voilà un sujet concret et opérationnel : ce n'est pas moi qui vais le traiter (car ce n'est pas mon métier), c'est le rôle de l'entreprise de le faire.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. C'est un peu facile de renvoyer les décisions opérationnelles à l'entreprise ! Vous avez présenté un *business plan* à Bercy, élaboré par Biogaran et l'actionnaire : vous êtes partie prenante de ce plan, qui expose des orientations pour l'avenir de l'entreprise.

Vous êtes donc en mesure de nous dire si, pour des raisons de rentabilité, vous envisagez ou non de procéder, dans les cinq prochaines années, à des délocalisations. Pouvez-vous vous engager à ce qu'il n'y en ait pas, c'est-à-dire que l'entreprise ne fasse pas appel à des sous-traitants étrangers en lieu et place de sous-traitants français ?

M. Cédric Dubourdieu. Nous avons pris des engagements structurants et formels, que vous avez consultés : ils me semblent largement suffisants, d'autant que nous sommes le seul acteur à être lié par de tels engagements sur le marché des génériques en France. L'intérêt de l'entreprise est de conserver son ancrage français et de maximiser le nombre de sous-traitants français.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Moi qui ai pu faire un contrôle sur pièces et sur place au ministère des finances, j'affirme que les engagements pris ne garantissent pas qu'il n'y aura pas de délocalisation d'ici à cinq ans.

Quand je vous pose la question pour obtenir un engagement ferme de votre part, vous bottez en touche. Cela m'inquiète, surtout après les débats que nous avons eus au Parlement sur la nécessité de disposer d'une production souveraine de médicaments. Vous comprendrez notre préoccupation.

Vous avez demandé à BPIFrance de vous accompagner. Si la banque publique d'investissement avait refusé de le faire, auriez-vous tout de même racheté Biogaran ?

M. Cédric Dubourdieu. Oui.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Avez-vous été approchés par Bercy pour racheter Biogaran ?

M. Cédric Dubourdieu. Nous aurions investi même sans BPIFrance, mais nous considérons que c'est une force de l'avoir à nos côtés. Elle nous apporte un ancrage et une connaissance du tissu industriel français dans la santé.

Le ministère des finances n'est pas venu nous chercher. Le groupe Servier a engagé une banque d'affaires (Lazard), comme le font classiquement les grands groupes quand ils veulent vendre une société. Un processus s'apparentant à une vente aux enchères a été lancé. Plusieurs parties ont été approchées et vous avez lu, dans la presse, les articles faisant état d'acteurs indiens et d'autres fonds d'investissement.

L'opération aurait dû se conclure en juillet 2024, mais la dissolution de l'Assemblée nationale a créé des remous politiques et réglementaires – vous êtes mieux placés que moi pour le savoir... Servier a alors mis le processus de vente « en pause », mais, comme nous étions très intéressés par la société, nous avons repris plus tard contact avec le groupe pour essayer de trouver un accord. Voilà la manière dont les choses se sont passées.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. En tant que grand fonds d'investissement, l'un des principaux en Europe, le cadre français vous semble-t-il propice au développement du *private equity* ? Si oui, pourquoi ?

M. Benjamin Dupuy, associé de BC Partners. Cela fait près de quarante ans que BC Partners est actif en France. Entre nous, nous disons souvent que la France y est le pays le plus représenté, car de nombreux compatriotes travaillent dans d'autres bureaux du fonds.

Nous avons réalisé vingt-cinq investissements en France depuis 1986. Nous avons le plaisir, parfois la chance, d'y obtenir de beaux succès dans des sociétés connues. Nous continuons de vouloir investir en France, car il s'agit d'un marché stratégique pour l'investisseur que nous sommes. Le tissu de sociétés y est très dense : certaines entreprises familiales croissent ; certaines sont détenues par des fonds d'investissement, en général des acteurs plus petits que nous, qui accompagnent avec succès certaines de leurs participations.

Comme pour Biogaran, il arrive que de grands groupes décident, pour des raisons stratégiques qui leur appartiennent et que Servier a exposées devant vous, de se dessaisir d'une société. La densité du tissu et la qualité des actifs et des équipes de direction à la tête des sociétés font de la France un marché capital pour nous.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quels sont les éléments du cadre fiscal français qui sont avantageux par rapport à d'autres pays ? Quels sont ceux qui ne le sont pas ?

M. Cédric Dubourdieu. Nos investissements fonctionnent quand le chiffre d'affaires de l'entreprise croît.

J'aurais tendance à dire que le cadre fiscal n'est pas plus favorable en France qu'ailleurs, mais ce n'est pas le sujet important : l'optimisation fiscale et la réduction des impôts acquittés par les sociétés ne sont pas les vecteurs de la réussite de nos investissements. Pour nos confrères et nous, ce qui compte est de trouver des sociétés qui se développent, en France ou à l'étranger, le cas échéant, et de les accompagner dans cette trajectoire par des moyens humains et financiers.

M. Benjamin Dupuy. Au-delà du niveau d'imposition, ce qui importe est la stabilité dans le temps. Une instabilité réglementaire, fiscale et économique ainsi que des incertitudes, de quelque nature qu'elles soient, ne sont pas propices aux affaires, dans le monde du *private equity* comme dans celui de l'économie en général.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je suis ravie de l'entendre, car cela signifie que nous pourrions tout à fait plaider le renforcement de la fiscalité du *private equity* dans la prochaine loi de finances, puisque cet élément n'est pas décisif pour vous... Cette nouvelle régulation pourrait tout à fait être stabilisée dans le temps.

Vous dites pratiquer des ratios de retour sur investissement raisonnables. Ne pourrait-on pas envisager une limitation du ratio dette/Ebitda dans les opérations de LBO, puisque certaines d'entre elles sont très agressives et mettent en difficulté les entreprises ?

M. Cédric Dubourdieu. C'est une bonne question, sur laquelle je n'ai pas d'opinion tranchée.

Le problème d'un cadre réglementaire est que le ratio unique qui sera retenu n'aura pas la même signification selon les situations. En effet, outre le résultat d'exploitation, il faut prendre en considération le niveau de l'investissement et le besoin en fonds de roulement, si bien qu'un ratio de 3 sera faible pour une société et énorme pour une autre... le même constat pouvant être dressé pour un ratio de 5 ou de 6 : je ne suis donc pas sûr qu'une régulation dans ce domaine soit très efficace.

Nous calibrons le niveau d'endettement pour qu'il soit raisonnable par rapport au développement de la société et à sa capacité de générer de la trésorerie. Comme vous avez dû l'entendre à plusieurs reprises pendant vos travaux, le premier affecté, si le niveau de dette placé dans la holding est trop élevé, c'est le fonds d'investissement, qui perd l'argent de ses clients. Voilà pourquoi nous sommes raisonnables sur les niveaux de dette retenus pour procéder aux acquisitions.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'en viens à une question que nous avons posée à tous les dirigeants de fonds d'investissement que nous avons auditionnés : quelle est votre rémunération annuelle (salaire, *carried interest* et autres éléments compris) liée à votre activité dans BC Partners ?

M. Cédric Dubourdieu. Vous vous demandez peut-être si nous prélevons des commissions auprès des sociétés dans lesquelles nous investissons : la réponse est négative, les salaires et rémunérations de monsieur Dupuy et moi-même sont liés aux commissions que nos clients nous versent pour gérer leur épargne.

Cette rémunération intervient dans un cadre privé. Elle est confidentielle, mais je pourrai vous la transmettre par écrit.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). J'aimerais connaître la nature de vos relations avec les membres du Gouvernement, en particulier ceux qui sont chargés des finances, de l'économie et de l'industrie : avez-vous des relations ordinaires avec eux ? Les voyez-vous régulièrement ?

Vous nous avez indiqué que l'un des enjeux du développement de Biogaran était sa capacité à mettre de nouveaux médicaments sur le marché : connaissez-vous le temps qu'il faut pour développer une nouvelle molécule ?

Vous avez indiqué, à deux reprises, que la stratégie concrète de la société était définie par les dirigeants de Biogaran et non par vous-mêmes : comment faites-vous quand celle-ci n'est pas compatible avec les rendements attendus que vous avez évoqués, rendements qui ont de quoi faire rêver dans le domaine de l'industrie tant ils sont élevés ? On peut s'étonner que vous ne définissiez pas vous-mêmes la stratégie qui permet d'atteindre ces objectifs.

M. Cédric Dubourdieu. Nous n'avons pas de relations particulières avec le Gouvernement et l'État français. Pour la première fois de ma vie, l'année dernière, je suis allé à Bercy présenter BC Partners au cabinet du ministre.

S'agissant du temps pour développer une molécule, je ne suis ni pharmacien, ni médecin. Quand il s'agit de molécules originelles, cela se compte en dizaines d'années. Les génériques étant des copies de médicaments existants, ce temps est plus court, mais ce sujet n'est pas ma spécialité.

Si la stratégie qu'on nous présente ne nous convient pas, c'est tout simple : nous n'investissons pas. Je vais faire une petite digression sur la manière dont on travaille. Avec monsieur Dupuy et d'autres experts, nous passons en revue, chaque année, des centaines d'investissements potentiels ; nous en retenons quarante à cinquante, pour les regarder plus activement ; nous nous lançons *in fine* dans trois à quatre opérations. Nous passons donc beaucoup de temps à analyser le marché dans tous les sens, la position de la société concernée au sein du marché, ses concurrents, ses fournisseurs, ses clients, etc., pour nous faire une opinion sur l'investissement. Si la stratégie ne nous convainc pas, si le prix nous paraît trop élevé ou s'il n'est pas cohérent avec ladite stratégie, nous n'investissons pas.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Vous dites avoir un certain horizon d'investissement – vous avez d'ailleurs cité deux durées différentes, l'une de dix-douze ans, l'autre de cinq-sept ans – mais la stratégie que vous définissez au

moment d'acquérir une boîte est susceptible d'être affectée par certains phénomènes, car il y a toujours de l'incertitude. Nous avons bien vu, pendant la crise de la covid-19, tous les problèmes qu'ont pu poser de tels investissements. Vous ne pouvez donc pas être assurés qu'il y aura une identité entre la stratégie visée et la stratégie réelle.

Par ailleurs, que vous n'ayez pas une idée plus précise du temps de développement de nouveaux médicaments m'inquiète, puisque, normalement, c'est sur cet élément qu'est censée reposer une grande partie de la stratégie menée pour dégager des bénéfices – même si ce n'est pas vous qui la déterminez, mais les dirigeants de la société. Là aussi, il y a de l'incertitude : les concurrents peuvent aller plus vite que prévu pour mettre tel médicament sur le marché. Si, comme vous le dites, vous poursuivez une logique désintéressée au service de l'intérêt général et de la France, il ne me paraît pas possible que vous ne soyez pas plus au fait de ces processus.

M. Cédric Dubourdiou. Cette opération a été faite avec un associé qui, malheureusement, n'est pas français et dont la spécialité est la santé. Je pense qu'il aurait pu vous répondre mieux que moi sur ce sujet.

La société ne nous a pas attendus pour développer les nouvelles molécules qu'elle envisage de commercialiser en France, que ce soit dans le secteur des génériques, des biosimilaires ou de la santé grand public. Elle a continué à travailler sur son *pipeline* de nouveaux produits et va poursuivre ce processus, qui prend du temps. Ce n'est pas nous qui allons décréter que telle ou telle molécule doit être mise sur le marché en 2026 ou en 2027...

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Bien sûr, il faut être spécialiste pour pouvoir dire quelle molécule développer. Mais ce n'est pas de cela que je vous parle : ma question porte sur la mise en cohérence entre le temps de votre présence en tant qu'investisseur et le temps de développement des médicaments, y compris à partir de molécules existantes.

M. Cédric Dubourdiou. Je n'avais pas bien compris le sens de votre question.

Nous avons fait une analyse très précise, quasiment molécule par molécule, de tous les médicaments en cours de développement ou de commercialisation chez Biogaran. Cela nous a permis d'estimer l'année de mise sur le marché et d'évaluer le chiffre d'affaires et la marge potentiels. Nous avons ainsi pu disposer d'une visibilité sur les médicaments que la société lancera sur le marché français dans les années qui viennent et c'est cela qui nous a donné du confort sur la trajectoire de croissance de la société.

Nous pensons que, grâce à cette opération (et donc à la capacité financière complémentaire qu'elle dégagera), Biogaran pourra accélérer le lancement de nouveaux médicaments, qu'il s'agisse de génériques ou de biosimilaires et, par conséquent, accélérer la croissance de son chiffre d'affaires.

Nous estimons que notre horizon d'investissement à cinq ou sept ans est cohérent avec les perspectives de croissance fondées sur le *pipeline* que la société a

développé depuis plusieurs années et qu'elle va continuer de développer. Nous continuerons à investir fortement dans de nouvelles molécules car, au moment où nous voudrions sortir – c'est-à-dire dans cinq, six ou sept ans, – le fait que la société ait encore des perspectives de développement sera très important.

M. Benjamin Dupuy. Votre question renvoie au rôle que nous jouons aux côtés des équipes de direction des sociétés dans lesquelles nous avons la chance de détenir des participations.

Nous n'avons pas un rôle passif : beaucoup de nos fonds sont investis dans chacune de nos opérations et nous sommes naturellement proches des sociétés que nous accompagnons. Nous sommes des partenaires de l'équipe de direction, avec laquelle nous avons très régulièrement des interactions : nous suivons les performances, non pas quotidiennement (car ce n'est pas notre rôle), mais mois par mois, trimestre par trimestre ; nous avons des responsabilités au conseil d'administration ; nous prenons part aux décisions sur les projets d'investissement.

Comme vous le dites, madame la députée, il peut y avoir des événements de marché et des crises : nous devons vivre avec et, le cas échéant, revoir, en commun avec l'équipe de direction, la stratégie de développement.

Mais nous ne sommes pas des connaisseurs du jour le jour. Nous n'avons aucune compétence pour savoir quel type de produit est fabriqué par quel sous-traitant et à quel prix ou si la fabrication est délocalisable dans tel ou tel pays. Notre savoir-faire est d'identifier les idées d'investissement pertinentes pour nous et d'accompagner les bonnes équipes de direction, c'est-à-dire celles à même de prendre les bonnes décisions pour la société dans le cadre d'une stratégie établie collectivement.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Voilà qui me paraît un peu plus précis et réaliste.

Je ne veux absolument pas paraître discourtoise, mais vous saviez que vous alliez être interrogés sur Biogaran. Pourquoi la personne associée à votre investissement n'est-elle pas présente aujourd'hui ?

M. Cédric Dubourdieu. Nous avons été tous les deux convoqués, pas elle, et cette personne est galloise : pour la fluidité des échanges, il est plus facile qu'ils se fassent en français.

En tant qu'actionnaires et administrateurs, sur le plan de la stratégie, ce n'est pas le temps de gestation d'une molécule qui nous importe, mais le fait que la société soit forte sur le marché, qu'elle ait une capacité d'expansion sur les génériques et les biosimilaires et qu'elle utilise sa propre marque pour se développer dans le secteur grand public.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Je pense que vous avez tout de même compris le sens de ma question. Nous avons une rapporteure qui parle couramment anglais et nous aurions même pu, chose incroyable, trouver un interprète...

Lorsque je vous pose la question du temps de développement d'un médicament, ce n'est pas pour vérifier vos compétences techniques, mais pour

savoir à quel point le financeur s'est intéressé à la nature même de la production dont il prétend se préoccuper.

M. Cédric Dubourdieu. Nous avons regardé le développement et le *pipeline* de chaque molécule et nous sommes assurés de leur place dans le plan de développement et de croissance du chiffre d'affaires de la société.

M. Gérard Leseul, président. Vous pourrez apporter des précisions par écrit aux questions posées par notre collègue : ce n'est pas qu'elles soient restées sans réponse, mais ces réponses sont peut-être améliorables.

S'agissant de Biogaran, nous avons bien noté que la personne qui en est spécialiste est galloise. J'aimerais néanmoins que vous nous disiez quelle place a la recherche et développement (R&D) dans cette société : connaissez-vous le volume des sommes qui y sont consacrées ? Quelle proportion représentent-elles ? Ancien rapporteur d'une commission d'enquête sur la réindustrialisation, je sais combien il est important d'avoir des équipes de recherche et développement choyées.

En réponse à la question de notre rapporteure sur le ratio entre dette et excédent brut d'exploitation, vous avez dit être « raisonnables ». Certes, dans la vie, il faut être raisonnable... mais pouvez-vous nous préciser ce que vous entendez par là ? Portez-vous un regard critique sur le comportement de certains de vos confrères ou concurrents ? Au bout du compte, pourriez-vous nous faire une recommandation sur ce qui est « raisonnable » ?

M. Cédric Dubourdieu. Biogaran n'a pas d'activités de R&D : ce laboratoire commercialise des molécules génériques développées par des tiers et son travail porte sur la partie réglementaire, les autorisations de mise sur le marché, la recherche de sous-traitants et, évidemment, le développement des relations commerciales avec les clients pharmaciens. Néanmoins, dans les cinq prochaines années, nous avons l'intention d'augmenter fortement les investissements pour avoir accès à ces nouvelles molécules : avec la société, nous pensons investir à peu près 100 M€, soit trois fois plus que les montants investis ces cinq dernières années par Servier. L'objectif de cette société était de maximiser les distributions de dividendes pour financer d'autres activités ; le nôtre est de maximiser les investissements, en vue de développer de nouvelles molécules que Biogaran pourra commercialiser sur le marché français.

Chaque société est un cas particulier. Nous avons fait le choix d'un niveau de dette raisonnable : trois fois l'excédent brut d'exploitation. Le niveau des dividendes que Biogaran paiera à sa holding pour faire face à ses frais financiers sera de moitié inférieur au montant des dividendes distribués sous Servier. Nous avons calibré le niveau d'endettement de la holding à un niveau raisonnable, parce que nous avons voulu tenir compte du fait que, comme votre rapporteure le soulignait, une grosse partie du chiffre d'affaires provient de la vente de médicaments remboursés par la sécurité sociale.

M. Benjamin Dupuy. Votre question sur le caractère « raisonnable » est légitime, nous nous la posons nous-mêmes tous les jours. Nous sommes investisseurs, mais nous sommes aussi proches des sociétés dans lesquelles nous

investissons. La stabilité financière est un enjeu important, puisqu'elle permet de calibrer le niveau d'endettement. Il y a aussi le projet qu'il y a derrière, la capacité d'investissement.

Si on réalise une opération qui repose sur une stratégie de croissance du chiffre d'affaires, comme c'est le cas pour Biogaran ou d'autres sociétés de notre portefeuille, il faut pouvoir se « garder de la place » pour pouvoir financer des investissements aux côtés des remontées financières destinées à servir les intérêts de la dette. Il faut savoir que, dans 99 % des cas (pour ne pas dire dans la totalité des cas), la dette est remboursée à échéance, typiquement à un horizon de sept à huit ans – ou dans le cadre d'une vente. La dette est donc remboursée au moment où l'on sort de notre investissement : à l'instar d'un crédit immobilier, on commence par rembourser la banque, car c'est une dette « senior », prioritaire sur tout le reste ; les produits de cessions et ce qui reste éventuellement « remontent » ensuite vers les fonds pour lesquels nous travaillons.

M. Gérard Leseul, président. Globalement, le ratio que vous indiquez, soit un endettement équivalant à trois fois l'excédent brut d'exploitation, est-il un ratio raisonnable qu'il faut avoir en ligne de mire à chaque fois qu'un dossier est étudié ?

M. Cédric Dubourdieu. Pour certains dossiers, les leviers sont plus forts : dans notre portefeuille, en moyenne, c'est cinq fois l'excédent brut d'exploitation et, à ce niveau d'endettement, la plupart de nos sociétés sont dans des situations financières tout à fait confortables, car la génération de trésorerie est calibrée en fonction des frais financiers liés à la dette.

Pour toutes nos opérations, nous mettons en place, au niveau de la société opérationnelle, une facilité de crédit, c'est-à-dire un crédit *revolving*. Par exemple, pour Biogaran, en plus d'avoir laissé beaucoup de trésorerie au bilan de la société, nous avons mis à disposition une ligne de crédit de plus de 100 M€ pour lui permettre de faire face à son besoin en fonds de roulement et ses besoins opérationnels au jour le jour.

Ce qu'il importe de prendre en compte, ce sont davantage les liquidités que le niveau d'endettement dans l'absolu. Comme monsieur Dupuy l'expliquait, les dettes d'acquisition, comme pour un prêt immobilier, sont remboursées le jour de la vente et elles le sont selon l'ordre de priorité, l'argent restant allant aux fonds que nous gérons.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je reviens sur le cas de Biogaran. Vous prévoyez de développer les biosimilaires : les autres essais sur lesquels vous souhaitez vous positionner seront-ils produits en France ?

M. Cédric Dubourdieu. À peu près la moitié des volumes de médicaments commercialisés par Biogaran sont produits par des sous-traitants français. Mais je ne peux pas répondre précisément à votre question, je n'ai pas la répartition de la sous-traitance par segment.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous avez participé au *business plan* : j’imagine que vous avez une estimation de la part des futurs biosimilaires qui sera produite en France.

M. Cédric Dubourdieu. C’est un point facile à vérifier auprès des dirigeants et je reviendrai vers vous avec les chiffres exacts. Ma compréhension est que, pour les biosimilaires, il y a très peu de CDMO, si ce n’est aucune, capable de produire ce type de médicament en France. Autrement dit, il n’y a pas la capacité de production en France.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. C’est donc clair : vous ne vous approvisionnez pas en France pour les biosimilaires, nous l’avons bien compris.

Phone 4U a été mis en faillite après un LBO de BC Partners. Pouvez-vous nous en dire plus ? Par ailleurs, j’aimerais que vous nous indiquiez quelles autres entreprises dans lesquelles vous avez été partie prenante à travers un LBO ont été mises en faillite, même si c’est plusieurs années après, à la suite d’un deuxième, troisième ou quatrième LBO ?

M. Benjamin Dupuy. Le dossier Phone 4U n’est pas un dossier dont nous sommes fiers.

Cette société était spécialisée dans la distribution de téléphonie mobile pour le compte des quatre grands opérateurs au Royaume-Uni, avec lesquels elle était liée par des contrats courant sur plusieurs années. S’il y a eu faillite, ce n’est parce que BC Partners a fait défaut dans ses engagements ou que la société était endettée, mais parce que ceux qu’on pensait être nos partenaires ont pris chacun la décision de « tirer la prise » sans préavis.

En septembre 2014, les opérateurs, qui n’étaient alors plus que trois, ont en effet décidé – nous n’avons jamais réussi à démontrer que cela s’était fait conjointement, mais l’hypothèse est plausible – de cesser de distribuer des abonnements auprès de Phone 4U. Du jour au lendemain, ce distributeur n’a eu plus rien à vendre et les salariés n’ont pas pu retourner sur leur lieu de travail.

C’était une erreur d’investissement, car le profil de risques était assez fort du fait de cette dépendance aux grands opérateurs. Nous étions convaincus du rôle stratégique que jouait Phone 4U auprès de ces acteurs, mais la réalité a prouvé le contraire.

M. Cédric Dubourdieu. LBO ou pas, n’importe quel actionnaire aurait eu le même problème. La faillite de cette société était indépendante de l’actionnariat et du montage financier.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pouvez-vous nous préciser quels sont les autres cas de faillite ?

M. Benjamin Dupuy. Le second qu’on peut citer est ATI, une société basée en Amérique du Nord. Elle opérait dans le secteur de l’enseignement supérieur pour aider des personnes au chômage à se reconverter dans des emplois servant l’économie réelle – par exemple, plombier ou infirmière. Elle était largement subventionnée par certains États, notamment le Texas.

En 2008, alors qu'est survenue la grande crise financière, frappant d'abord les États-Unis, les États ont revu la manière dont ils dépensaient leur argent : ils ont décidé de « tirer la prise », en cessant immédiatement et sans préavis le financement des formations que dispensait la société pour le compte de ces personnes sans emploi.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Y a-t-il eu d'autres cas de faillite ?

M. Benjamin Dupuy. Pas à ma connaissance.

M. Gérard Leseul, président. Nous vous remercions pour cet échange et vous demandons de bien vouloir nous envoyer vos réponses au questionnaire qui vous a été adressé, ainsi que les informations que vous vous êtes engagés à nous communiquer par écrit.

*

* *

28. Audition de M. Damien Charrier, président du président du Conseil national de l'Ordre des experts-comptables (9 avril 2026)

M. Gérard Leseul, président. Notre commission d'enquête se penche, depuis plusieurs mois, sur le rôle des fonds d'investissement dans notre économie et, notamment, l'impact très déstabilisant de certaines techniques de financement, comme le rachat avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO). Nous avons déjà pu échanger avec vos confrères commissaires aux comptes, mais également avec le Conseil national des administrateurs et mandataires judiciaires, ainsi qu'avec les notaires, qui ont également une fonction de conseil.

Nous avons le sentiment que ces techniques et certaines pratiques extrêmement discutables, comme la facturation de frais de conseil exorbitants, réussissent à prospérer, alors que leur intérêt pour le développement de l'activité de l'entreprise, la préservation de l'emploi, voire la survie même de l'entreprise, est plus que douteux.

Plus encore que les commissaires aux comptes, dont les interventions sont annuelles et encadrées, ce sont les experts-comptables qui nous semblent les mieux à même d'observer les conséquences de l'arrivée de ces fonds sur la gestion et les grands équilibres financiers des entreprises-cibles. Nous sommes donc heureux de pouvoir partager votre expertise sur l'ensemble de ces sujets.

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

(M. Damien Charrier prête serment.)

M. Damien Charrier, président du président du Conseil national de l'Ordre des experts-comptables. Je vous remercie d'avoir convié le Conseil national de l'Ordre des experts-comptables (CNOEC) à cette audition et serai ravi de vous remettre une contribution écrite à l'issue de nos échanges.

La profession regroupe vingt-deux mille experts-comptables sur le territoire français et ultramarin et nous employons cent quatre-vingt-dix mille collaborateurs. Notre branche professionnelle compte ainsi deux cent dix mille membres, qui accompagnent au quotidien environ 3,5 millions d'entreprises sur des sujets variés, allant de la fiscalité à la matière sociale en passant par les systèmes d'information. L'Ordre a été créé par une ordonnance du 19 septembre 1945, dans le prolongement des grandes décisions prises à l'issue de la Seconde Guerre mondiale pour répondre à deux objectifs essentiels : d'une part, contribuer à assurer une collecte efficace de l'impôt et participer ainsi au redressement des finances publiques, mission qui demeure aujourd'hui centrale dans l'activité déclarative des experts-comptables ; d'autre part, placer les entreprises sur un pied d'égalité face à l'impôt, afin de garantir l'efficacité du marché en veillant à ce qu'elles supportent les mêmes charges et obligations.

Ces missions d'origine perdurent, puisqu'une part importante de notre activité consiste toujours à établir les bases déclaratives et elle s'est même étendue.

Nous déclarons les bases fiscales, ce qui signifie concrètement que nous réalisons les déclarations et le paiement de la TVA pour un certain nombre d'entreprises. Nous produisons également un très grand nombre de bulletins de salaire (un peu plus de 4,5 millions par mois) et, à ce titre, nous collectons les cotisations sociales ainsi que, désormais, le prélèvement à la source. Cette activité significative nous inscrit donc dans un écosystème étendu, à la fois dans la sphère fiscale et dans la sphère sociale.

Nous sommes une profession réglementée et placée sous la tutelle de Bercy, ce qui implique des échanges réguliers avec la direction générale des finances publiques (DGFIP), y compris sur des sujets de transformation – à cet égard, je citerai le rôle sociétal joué par les experts-comptables dans l'accompagnement de la mise en place du prélèvement à la source en 2019 ; nous sommes actuellement très mobilisés sur la question de la facture électronique, qui constitue un enjeu majeur de modernisation de l'économie.

En termes d'obligations, nous sommes soumis à celles relatives à la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme et tenus, bien entendu, aux obligations de déclaration auprès de Tracfin.

Le recours à un expert-comptable n'est pas obligatoire, mais, lorsqu'un chef d'entreprise décide de confier sa comptabilité à une personne, il doit salarier cette personne ou faire appel à un expert-comptable : la tenue d'une comptabilité par un tiers non inscrit constitue en effet un exercice illégal de la profession, pratique que nous combattons et sur laquelle nous formulons actuellement des propositions dans le cadre du projet de loi contre la fraude. L'intervention des experts-comptables concerne, à 90 %, les très petites entreprises (TPE) et les petites et moyennes entreprises (PME) : nous intervenons dans neuf PME sur dix. En revanche, plus l'entreprise grandit et se rapproche des entreprises de taille intermédiaire (ETI), moins la présence des experts-comptables est systématique : c'est un point que je signale en préambule, car les opérations sur lesquelles vous souhaitez obtenir des

éclaircissements concernent peut-être davantage la tranche « haute » des entreprises.

Pour notre part, nous sommes directement concernés par les enjeux de souveraineté et d'ancrage territorial, dans la mesure où notre profession accompagne l'économie de proximité et est, à ce titre, attentive au développement économique, à l'emploi et aux relations de long terme. Les liens que nous entretenons avec nos clients s'inscrivent souvent dans la durée et il n'est pas rare qu'un expert-comptable accompagne une même entreprise sur trois générations, ce qui conduit, dans le cadre des opérations, à une certaine pondération fondée sur les éléments financiers qui nous sont transmis.

Les opérations avec effet de levier, regroupées sous le terme de « LBO », présentent, pour certaines, une réelle utilité, car, sans elles, des entreprises ne pourraient pas être transmises. Il me semble dès lors que ce n'est pas la technique de l'effet de levier qui doit, en elle-même, être remise en cause, mais plutôt les conditions, parfois extrêmes, dans lesquelles elle est mise en œuvre, ainsi que les intentions de ceux qui y recourent. J'ai moi-même accompagné un certain nombre d'entreprises innovantes bénéficiant d'aides publiques, dont certaines, plus fragiles que d'autres, détiennent des technologies sensibles ou représentent, sur un territoire, un employeur ou un savoir-faire significatif : j'ai le sentiment que ces structures fragiles ne sont pas toujours clairement identifiées et qu'elles pourraient bénéficier de mesures de protection complémentaires.

J'ai pris connaissance de la liste des organisations et personnalités que vous avez auditionnées.

Dans les opérations mentionnées, il est rare qu'un expert-comptable intervienne seul : les opérations avec effet de levier sont peu fréquentes dans la pratique courante de notre profession, puisqu'elles interviennent principalement au moment des transmissions. En revanche, elles impliquent systématiquement des établissements financiers, notamment des banques, qui permettent la mise en place de ces effets de levier.

La première exigence du serment de notre profession consiste à « *respecter et faire respecter la loi dans nos travaux* », ce à quoi nous nous attachons quotidiennement – même si nous ne sommes pas toujours en mesure de juger si l'action d'un fonds est conforme ou non à la loi. Il est, en revanche, difficile de définir ce que recouvrent les notions de « comportement prédateur », « vautour » ou « bienveillant », dans la mesure où il n'en existe aucune définition économique concrète. S'agissant enfin des entreprises au-delà d'une certaine taille, les experts-comptables interviennent parfois aux côtés des commissaires aux comptes, mais alors dans le cadre de missions et d'obligations clairement distinctes (comme cela a été exposé lors de leur audition).

M. Gérard Leseul, président. Vous avez évoqué, pour les entreprises innovantes, un besoin de « *mesures de protection complémentaires* ». Pouvez-vous préciser ce que vous entendez par là et nous partager quelques pistes ?

Je souhaiterais également revenir sur le rôle concret que jouent les experts-comptables dans la détection des difficultés des entreprises au quotidien. Quels sont les indicateurs que vous mettez en place pour détecter ces difficultés, notamment dans le cadre des procédures amiables ou judiciaires ?

M. Damien Charrier. Sur la prévention des difficultés, nous sommes en effet très actifs, puisque nous avons récemment signé la charte de confiance avec la médiatrice nationale du crédit et que nous faisons partie des professions citées à l'article 2 de cette charte, c'est-à-dire celles qui sont très fortement engagées dans la détection en amont et dans une démarche active de prévention. Nous sommes également membres fondateurs du Centre d'information sur la prévention des difficultés des entreprises (CIP), une organisation associative en marge des tribunaux de commerce et qui permet aux chefs d'entreprise d'obtenir un premier niveau de conseil sur leurs difficultés financières.

Nous exerçons deux types de mission principaux : une mission d'établissement des comptes annuels et une mission de révision de ces comptes. Dans le premier cas, l'entreprise externalise l'ensemble de sa comptabilité auprès de l'expert-comptable. Le chef d'entreprise nous confie l'intégralité de ses informations comptables, les déclarations de TVA et, s'il est employeur et dans 99 % des cas, la réalisation de la paie ainsi que le paiement des cotisations sociales. Dans ces situations, nous sommes informés d'une difficulté bien avant les autres acteurs que vous avez cités, car le chef d'entreprise nous appelle pour nous indiquer qu'il n'est pas en mesure de payer la part patronale de ses cotisations sociales ou qu'il anticipe des difficultés pour honorer les salaires dans les mois à venir : nous sommes donc le premier interlocuteur, avant même la banque, à percevoir un signal de difficultés, de sorte qu'une part très importante de la prévention se joue en amont de l'intervention de l'ensemble des autres acteurs. Cela vaut pour les cotisations sociales, même si, dans les faits, c'est souvent la paie qui déclenche l'alerte. Le comité consultatif du secteur financier (CCSF), qui regroupe les créanciers publics tels que l'Urssaf et la DGFIP, constitue souvent, avec la banque, l'un des premiers leviers sur lesquels nous pouvons agir.

L'activité de prévention s'inscrit donc bien en amont des procédures collectives. Ce n'est que lorsque les marges de manœuvre commencent à se réduire que l'on s'oriente vers ces procédures et que l'on établit un lien avec les tribunaux de commerce ou les administrateurs judiciaires. À ce stade, l'ensemble des solutions est examiné, qu'il s'agisse du mandat *ad hoc*, de la conciliation, de la procédure de sauvegarde ou du redressement judiciaire. Une difficulté majeure tient au caractère public de ces procédures (à l'exception du mandat *ad hoc* et de la conciliation, qui demeurent confidentiels) : s'il apparaît qu'une entreprise n'est plus en mesure de régler ses fournisseurs, une intervention ciblée peut être envisagée auprès de quelques créanciers principaux (souvent la banque, l'État et les organismes sociaux) ; mais en présence d'une multiplicité de fournisseurs, l'entreprise bascule dans une procédure publique et se trouve durablement identifiée comme étant en difficulté. Cette situation explique que certaines entreprises hésitent à y recourir – indépendamment du déni psychologique du chef d'entreprise que nous constatons parfois, y compris lorsque nous attirons son attention sur des difficultés récurrentes.

Dès que l'entreprise est identifiée comme étant « en procédure », son besoin en fonds de roulement se dégrade, car ses fournisseurs exigent des paiements plus rapides pour les livraisons postérieures à l'ouverture de la procédure... ce qui produit un effet de dégradation contraire à l'objectif recherché. Statistiquement, les entreprises qui parviennent à se redresser dans le cadre des procédures collectives sont peu nombreuses, celles-ci étant, le plus souvent, déclenchées trop tard ; c'est ce qui explique que nous consacrons une part importante de notre énergie au traitement amiable des difficultés, en amont de l'ensemble des procédures évoquées.

M. Gérard Leseul, président. Comment percevez-vous l'intervention des fonds d'investissement dans la gestion des entreprises ? Observez-vous des pratiques problématiques de la part de certains fonds, qui mettraient notamment en péril la pérennité de l'entreprise ?

M. Damien Charrier. L'intervention de fonds d'investissement demeure peu fréquente dans les dossiers que nous accompagnons, même si elle peut présenter certains aspects bénéfiques. Pour reprendre l'exemple des entreprises innovantes que j'évoquais, lorsque le fonds adopte une posture bienveillante, on observe généralement un effet de professionnalisation de l'entreprise, les parties prenantes du fonds se montrant plus exigeantes quant à la qualité de la gouvernance, de la restitution financière et du système d'information... autant de domaines qui, dans les entreprises jeunes, peuvent parfois présenter des fragilités.

Cet effet de professionnalisation peut toutefois connaître des dérives. Ce n'est pas un hasard si l'on parle de « *maladie du reporting* » : dès lors que le dirigeant consacre davantage de temps à renseigner des tableaux pour se justifier auprès du conseil d'administration qu'à diriger son entreprise, il s'éloigne de ses fonctions opérationnelles. Des comportements de déstabilisation peuvent également apparaître, affectant l'entreprise et sa gouvernance, voire conduisant à des formes de prise de contrôle interne. C'est sans doute sur ce point que nous manquons d'outils en amont pour qualifier la nature du fonds, puisque, d'après mon expérience auprès d'entreprises innovantes, il n'est pas toujours aisé d'anticiper le comportement du fonds après son entrée au capital.

Lorsqu'il s'agit d'un fonds souverain ou régional, les incertitudes sont moindres, mais il me semble qu'une coordination renforcée avec certains services de l'État, notamment ceux en charge de l'intelligence économique, serait utile afin de mieux accompagner les entreprises identifiées comme fragiles ou sensibles.

D'autres acteurs, tels que BPIFrance, disposent en général d'une bonne connaissance de ce tissu économique et c'est souvent dans le cadre d'échanges informels que des signaux de risque peuvent être détectés.

Une fois le fonds installé, des pratiques peuvent effectivement dériver, qu'il s'agisse de facturation de prestations de conseil (*management fees*) ou de dividendes excessifs. Toute la difficulté, pour un chef d'entreprise, tient au fait qu'il peut se trouver contraint d'ouvrir son capital pour des raisons de structuration interne, d'accès au marché ou de sous-capitalisation. Il existe en effet un enjeu de sous-

capitalisation des entreprises françaises, qui constitue un frein réel à leur croissance et à leur développement.

M. Gérard Leseul, président. Pouvez-vous nous donner quelques éléments nous permettant d'apprécier le caractère « bienveillant » ou « prédateur » d'un fonds ? Disposez-vous d'indicateurs ? Comment pouvez-vous apprécier ce caractère prédateur ?

M. Damien Charrier. Même si les indicateurs sont difficiles à graver dans le marbre, il me semble qu'il existe des comportements financiers qui relèvent d'une logique de saine gestion.

Une entreprise qui doit être transmise et recourt, par exemple, à un mécanisme de LBO, est tenue d'examiner simultanément plusieurs paramètres, au premier rang desquels sa capacité à rembourser la dette souscrite par la holding dans des conditions raisonnables. Dans ce cadre, nous portons une attention particulière aux prévisionnels qui nous sont transmis : lorsque le remboursement de la dette repose sur un résultat prévisionnel deux fois supérieur au résultat historique, résultant de l'hypothèse de croissance d'une activité encore non développée, notre vigilance est accrue, car notre rôle consiste précisément à veiller à la cohérence et au caractère vraisemblable des prévisions financières.

L'entreprise doit, par ailleurs, être en mesure d'assurer son propre autofinancement. Le véritable critère d'appréciation réside donc dans la capacité des résultats prévisionnels à couvrir à la fois les besoins liés à la croissance, le financement du cycle normal d'exploitation et le remboursement de la dette dans des conditions soutenables. Si, dès l'origine, l'entreprise doit mobiliser 100 % de sa capacité d'autofinancement pour rembourser une dette sur les quinze prochaines années, cela révèle une difficulté structurelle.

M. Gérard Leseul, président. Estimez-vous que ce ratio dette/excédent brut d'exploitation devrait être plafonné ? Quel coefficient vous semblerait acceptable ?

M. Damien Charrier. J'ai enseigné pendant vingt-cinq ans l'évaluation d'entreprise à l'IAE de Caen, ce qui m'a conduit à bien connaître les multiples d'Ebitda (bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements) propres à chaque profession : un artisan du bâtiment sera ainsi valorisé à une fois son Ebitda (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*), puisqu'il ne cède guère que son matériel... tandis que, pour les pharmacies, ces multiples ont pu atteindre jusqu'à huit fois l'Ebitda, avant de diminuer.

Ces références demeurent difficilement généralisables et ne sauraient être figées, car elles dépendent notamment de la planification financière à long terme de l'entreprise et de sa capacité à générer durablement des résultats, les multiples tendant à augmenter lorsque le marché est stable.

Il me semble néanmoins que ce ratio peut constituer un indicateur pertinent, à condition de ne pas le rigidifier. Lorsque l'on dépasse certains niveaux, on sait que l'on s'expose probablement à des difficultés ; mais tout dépend des perspectives de

croissance de l'entreprise. C'est pourquoi il est délicat de répondre de manière absolue, l'analyse devant nécessairement être conduite au cas par cas.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. Je souhaiterais aborder la question du rachat des cabinets d'experts-comptables par des fonds d'investissement. Au fil de nos auditions, il nous est apparu que les professions réglementées faisaient particulièrement l'objet d'une appropriation, voire d'une prédation, par les fonds d'investissement. Nous avons échangé avec les vétérinaires, les prothésistes dentaires, les cancérologues et beaucoup d'autres professions libérales. La question se pose aussi pour les experts-comptables : dans quelle mesure les cabinets d'experts-comptables sont-ils aujourd'hui rachetés par des fonds d'investissement ? Pouvez-vous décrire et quantifier ce phénomène ? Si tel le cas, quels sont les fonds qui ciblent ces cabinets ?

M. Damien Charrier. La financiarisation des professions réglementées (et de la nôtre, en particulier) constitue effectivement un sujet majeur.

L'arrivée de fonds au sein de notre profession s'explique par plusieurs facteurs, à commencer par la transformation importante que nous connaissons actuellement avec les développements de l'intelligence artificielle et de la facture électronique, qui génèrent des besoins en investissement immatériel susceptibles de favoriser leur intervention. S'y ajoutent des opérations de regroupement et de consolidation du secteur, pour lesquelles la dette bancaire peut atteindre ses limites (ouvrant ainsi la voie aux fonds).

Certaines opérations doivent enfin être analysées au cas par cas, comme des opérations médiatiques de déconsolidation. À titre d'exemple, un fonds est récemment intervenu dans une telle opération, au cours de laquelle un grand cabinet a séparé ses activités, les associés reprenant l'activité n'étant pas en mesure de le faire sur leurs fonds propres et ayant dû recourir à un appui financier extérieur.

Il convient donc d'examiner chaque opération afin d'en comprendre les motivations sous-jacentes. Cela étant dit, nous demeurons extrêmement vigilants quant aux évolutions susceptibles d'intervenir après l'entrée d'un fonds.

Il me paraît utile de rappeler l'organisation des instances notre profession : je représente le Conseil national et nous disposons de dix-huit conseils régionaux, chargés d'instruire les demandes d'inscription des sociétés d'expertise comptable. Le premier garde-fou réside dans ce que nous appelons la « gestion du tableau » : pour qu'une société soit inscrite, elle doit satisfaire à un certain nombre de règles, notamment des conditions de contrôle selon lesquelles les deux tiers du capital doivent être détenus par des professionnels. Cette règle implique qu'un fonds ne peut intervenir qu'en position minoritaire en droits de vote, une dissociation pouvant exister entre les droits de vote et les droits financiers.

Les conseils régionaux disposent donc d'un pouvoir d'investigation assez étendu, qui s'exerce lors de la création et de l'inscription des sociétés, puis, en cours de vie, d'un pouvoir de contrôle fondé sur un faisceau d'indices.

Dès lors qu'un conseil régional identifie un faisceau d'indices, qu'il s'agisse de litiges multiples avec les clients ou de confrères ne répondant pas aux sollicitations, il a la possibilité d'instruire le dossier. Nous déclenchons alors un contrôle ponctuel, avec un mandat confié à un élu régional afin de vérifier concrètement la situation du cabinet.

Nous considérons disposer aujourd'hui de toutes les règles permettant un contrôle effectif des professionnels par leurs pairs et nous veillerons à ce qu'elles soient respectées, tant en droit que dans leur application. Si des dérives devaient apparaître, concernant la qualité des travaux, la pression exercée sur les associés personnes physiques ou des atteintes au secret professionnel, nous serions amenés à durcir notre position. Nous pouvons traduire un cabinet devant une chambre de discipline, qui peut prononcer des sanctions allant jusqu'à la radiation.

Le phénomène étant récent, nous n'avons pas encore eu à recourir à de telles mesures. Mais c'est le message que j'ai adressé à l'ensemble des régions, que j'ai toutes visitées cette année. Nous nous situons aujourd'hui dans une phase de vigilance, afin de veiller à ce que, dans un contexte où la financiarisation est légale, le contrôle effectif demeure exercé par les professionnels et conformément à l'esprit des textes.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pour bien comprendre, vous dites qu'il existe un contrôle *a priori*, avec une part de capital maximale pour un fonds d'investissement. Mais est-il possible qu'un fonds d'investissement prenne une part majoritaire ? Est-ce le cas actuellement, dans certains cabinets d'experts-comptables ? Observez-vous ce phénomène et se développe-t-il ?

M. Damien Charrier. Un fonds d'investissement peut prendre une part majoritaire des droits financiers, mais pas des droits de vote : il y a une dissociation entre les deux dans notre organisation.

Quant à savoir si des LBO majoritaires se développent, je ne saurais vous le dire exactement. Nous venons de décider de mettre en place un observatoire de la financiarisation au Conseil national pour, justement, suivre ces opérations. J'ai l'impression que nous sommes plutôt sur des fonds minoritaires, qui accompagnent des trajectoires de croissance, que sur des opérations majoritaires. Cela étant, nous surveillons ce phénomène au niveau européen à travers l'organisation Accountancy Europe, qui a produit une étude sur une financiarisation qui ne touche pas que la France et a déjà commencé dans les pays anglo-saxons.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Observez-vous donc une financiarisation de votre profession ? L'existence d'un observatoire le suggère.

M. Damien Charrier. Si la question est ainsi posée, la réponse est affirmative : il y a aujourd'hui davantage de fonds d'investissement qu'auparavant, c'est incontestable, même si cela ne concerne pas l'ensemble des cabinets – loin de là. Nous demeurons une profession libérale qui se porte plutôt bien, se rajeunit, se féminise et a besoin d'intégrer de nouvelles forces vives.

Pour faire entrer de nouveaux associés, il est nécessaire de mettre en place des véhicules de rachat, qu'il s'agisse de fonds ou d'établissements bancaires, étant

précisé que, dans la plupart des cas, les cabinets recourent à des financements bancaires classiques.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quels problèmes cette financiarisation peut-elle poser ? Vous avez indiqué qu'elle permettait d'accéder à des financements, mais j'imagine que, si vous mettez en place un observatoire, c'est que vous avez des craintes...

M. Damien Charrier. Nous sommes vigilants, en effet. Nous veillons à ce que les professionnels conservent un contrôle effectif... et non simplement affiché. Les cabinets ont d'ailleurs l'obligation de notifier aux conseils régionaux toute modification de la structure de leur capital, ce qui nous permet d'exercer un suivi.

Nous ne sommes pas inquiets, mais attentifs. Quelle que soit la structure dans laquelle il exerce, un expert-comptable conserve la liberté de signer ou de ne pas signer les comptes annuels d'un client. Ce qui ne saurait être remis en cause, c'est son indépendance, qui ne doit en aucun cas être influencée par un fonds d'investissement. C'est précisément la raison pour laquelle l'organisation de nos conseils régionaux nous permet d'être au plus près du terrain et de disposer de relais sur les situations observées localement. Cela ne constitue pas une garantie absolue, mais nous estimons être en mesure d'identifier des comportements déviants, susceptibles de conduire à l'ouverture d'un contrôle.

Nous n'avons pas encore été confrontés à des situations de difficultés aiguës. Si de telles situations devaient survenir, il faudrait alors attirer la vigilance des parlementaires sur ce point et envisager un renforcement du contrôle légal exercé par les conseils régionaux. À ce stade, nous considérons que les outils dont nous disposons sont adaptés au regard des informations dont nous avons connaissance.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Si je comprends bien, un fonds ne peut détenir plus d'un tiers des parts financières *a priori* et, même *a posteriori*, il ne peut être déterminant dans les décisions.

M. Damien Charrier. Exactement : il ne peut être déterminant dans le pouvoir de décision. Cela fait référence à des montages reposant sur une dissociation entre les droits financiers et les droits de vote : il peut détenir plus de 50 % des droits financiers, sans jamais pouvoir exercer le contrôle.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Même *a posteriori* ?

M. Damien Charrier. Celui qui agirait ainsi se mettrait en infraction avec nos textes. Si nous avions connaissance d'une telle situation, nous pourrions radier une structure qui, du jour au lendemain, se trouverait dans l'impossibilité d'exercer.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Disposez-vous d'éléments relatifs au niveau de rentabilité recherché par ces fonds ? Votre observatoire a-t-il fait remonter des informations laissant apparaître une évolution des pratiques, sous l'effet d'exigences de rentabilité plus élevées ? En effet, même en l'absence de majorité en droits de vote, la détention de plus de 50 % des droits financiers exerce nécessairement une forme de pression.

M. Damien Charrier. De manière évidente, un fonds d'investissement n'a pas la même espérance de rentabilité qu'une banque, ce qui explique que la majorité des cabinets recourent à des financements bancaires classiques : une banque attend une rentabilité de l'ordre de 3 %, tandis qu'un fonds vise au minimum 15 %.

Une telle exigence repose sur une anticipation de croissance, qui peut être légitime lorsque le fonds identifie un cabinet disposant d'un savoir-faire suffisamment spécifique pour se démarquer sur le marché. Nous demeurons, pour notre part, une profession réglementée caractérisée par une liberté d'installation et une liberté de tarification.

M. Gérard Leseul, président. Cette dissociation entre capital et droits de vote vous semblerait-elle un bon objectif pour l'ensemble des interventions de fonds d'investissement ? Faudrait-il plafonner leurs droits de vote, quelle que soit leur détention capitalistique ?

M. Damien Charrier. Nous sommes une profession réglementée et nous ne pouvons envisager que les professionnels perdent le contrôle des structures dans lesquelles ils exercent. Une extension uniforme de cette règle me paraît, en revanche, délicate, car la situation relève d'une appréciation au cas par cas. L'implication d'un fonds d'investissement dans la gouvernance d'une entreprise peut être extrêmement variable.

Ce sont plutôt les objectifs de long terme du fonds qu'il convient d'examiner... et ils ne sont pas tous équivalents. Si l'on considère les fonds d'investissement régionaux, adossés à des banques régionales et constitués pour favoriser l'émergence de champions de la croissance régionale, il peut arriver qu'ils soient majoritaires. J'ai ainsi connu des situations dans lesquelles de belles PME ont pu devenir des ETI, sans que des comportements de prédation aient été observés. La question demeure donc complexe.

M. Gérard Leseul, président. Je partage votre analyse. Mais vous indiquez en même temps que les ratios et la gouvernance doivent être appréciés « au cas par cas », ce qui, pour le législateur et le régulateur, constitue une approche peu confortable. Seriez-vous donc en mesure de formuler quelques recommandations ?

Je mesure la complexité de cette question, alors même que la ligne de crête entre bienveillance et prédation apparaît clairement. Vous avez raison de souligner que les fonds régionaux peuvent se révéler extrêmement utiles et ont souvent été conçus dans cette perspective. Mais comment apprécier concrètement la notion de prédation ? Serait-il envisageable de disposer d'indicateurs – ou, à tout le moins, d'un faisceau d'indices, comme vous l'évoquiez précédemment ?

M. Damien Charrier. Il me semble que les entreprises ne doivent pas toutes être appréhendées selon le même prisme. Certaines présentent un impact territorial particulier, qu'il s'agisse des technologies qu'elles détiennent ou de leur lien avec la souveraineté alimentaire ou le patrimoine vivant. Nous pourrions sans doute progresser collectivement dans l'identification de ces entreprises sensibles, dans la mesure où ce sont elles, principalement, qui peuvent être visées par des comportements prédateurs. Ceci constituerait déjà une première étape.

Je pense que le levier fiscal pourrait être davantage mobilisé. Il peut être légitime de s'interroger sur le fait qu'un fonds étranger puisse capter une technologie développée en France grâce à des financements publics, notamment à travers le crédit d'impôt recherche, puis la transférer à l'étranger sans qu'une forme de restitution des aides publiques soit interposée.

Il me semble également que nous sommes confrontés à des problématiques de sous-capitalisation. Là encore, l'outil fiscal pourrait être utilisé pour encourager une plus grande rétention des bénéfices et favoriser le maintien d'une partie du résultat au sein de l'entreprise, ce qui constituerait un frein mécanique à une distribution excessive de dividendes. À ce stade, un tel levier n'existe pas, puisqu'une entreprise, une fois l'impôt acquitté, considère pouvoir disposer librement de son résultat. Il existe des marges de progression sous l'angle fiscal pour renforcer la capitalisation ou préserver les actifs.

S'agissant des ratios d'encadrement, il pourrait être pertinent de s'intéresser à l'obligation de rendre publiques certaines informations en matière de rentabilité des fonds, ce qui constituerait déjà un facteur de transparence. La difficulté réside toutefois dans la grande complexité des situations puisque, face à des cas concrets et compte tenu des outils de dilution mis en place (ou des compartiments de dette), l'analyse suppose des calculs précis. Je ne suis pas en mesure de vous proposer, sur-le-champ, un critère strict comme un multiple maximal d'Ebitda, car celui-ci dépend étroitement des anticipations de croissance, qui peuvent parfois se révéler fondées et permettre à certaines entreprises de connaître un développement remarquable.

M. Gérard Leseul, président. Je vous remercie de vos efforts pour aborder ces questions complexes. Vous avez reçu un questionnaire et nous lirons vos réponses avec grand intérêt. D'ici la fin des travaux de la commission d'enquête, si vous décidiez d'entreprendre une réflexion sur les plafonds, les ratios et les faisceaux d'indices, nous serions très désireux d'en prendre connaissance.

*

* *

29. Audition de M. Patrick Sayer, président du tribunal des activités économiques de Paris (16 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous entamons cette journée par l'audition du tribunal des activités économiques (TAE) de Paris, dont je salue les représentants. D'un commun accord, la réunion se divisera en deux parties, la première sous le régime de la publicité des débats et la seconde sous celui du huis clos.

Les auditions auxquelles la commission d'enquête a déjà procédé ont mis en avant, à plusieurs reprises, ces étapes difficiles pour la vie d'une entreprise que sont le redressement ou la liquidation judiciaires et, dans une moindre mesure, le mandat et la conciliation. En de tels moments de vulnérabilité, le tribunal que vous

présidez peut être saisi de propositions de reprise impliquant des fonds spécialisés dans le retournement ou les rachats avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO).

Nos travaux nous amènent à constater que certains fonds d'investissement ont des pratiques très contestables. En tant que juridiction, le TAE statue nécessairement en portant une appréciation sur la qualité et la rigueur des propositions de ces fonds. C'est pourquoi nous sommes heureux de recueillir votre appréciation sur la réalité de leur contribution effective à la survie et au redressement des entreprises ainsi qu'à la sauvegarde de l'emploi.

Avant de vous donner la parole, je rappelle que l'article 6 de l'ordonnance du 17 novembre 1958 relative au fonctionnement des assemblées parlementaires impose en principe aux personnes auditionnées par une commission d'enquête de prêter serment, mais qu'une pratique constante dispense de cette formalité les personnes ayant la qualité de magistrat.

M. Patrick Sayer, président du tribunal des activités économiques de Paris. Le secrétariat de votre commission nous avait effectivement informés que, conformément aux usages, nous étions dispensés de la prestation de serment, ce dont je vous remercie. C'est néanmoins avec l'exigence absolue de vérité, de rigueur et d'impartialité inhérente à notre charge que je m'adresse à vous.

J'ai pris connaissance avec la plus grande attention du questionnaire détaillé que votre rapporteure nous a fait parvenir en amont de cette audition. À sa lecture, il m'est apparu de mon devoir de président de juridiction de préciser, avant d'aborder le fond, le cadre juridique et les limites dans lesquelles je répondrai à vos interrogations.

Vous m'avez convoqué en qualité de témoin. En droit, un témoignage consiste exclusivement en la relation de faits dont le témoin a une connaissance personnelle et directe. Mes réponses, aujourd'hui comme dans le document écrit que je vous transmettrai, porteront donc uniquement sur des faits que j'ai pu constater : on ne peut exiger d'un témoin, *a fortiori* d'un juge, qu'il dispense des consultations juridiques ou qu'il partage des opinions sur les évolutions souhaitables de la loi.

Par ailleurs, vous avez évoqué l'article 6 de l'ordonnance du 17 novembre 1958 ; ce texte d'ordre public dispose qu'il ne peut être enquêté sur des faits ayant donné lieu à des procédures judiciaires aussi longtemps qu'elles sont en cours.

Il va donc de soi qu'en tant que président élu représentant les 210 juges du tribunal des activités économiques de Paris, je ne pourrai répondre à des questions concernant des affaires en cours ou susceptibles de recours. De la même manière, les juges sont soumis au secret absolu du délibéré, y compris à l'égard de leur président : ils n'ont, en aucune façon, à me révéler les ressorts intimes de leurs décisions, que je n'ai ni le droit ni la capacité de commenter devant des tiers.

S'agissant de tel ou tel dossier spécifique comme celui que vous mentionnez dans le questionnaire, je répondrai essentiellement sur les points publics et procéduraux et, s'agissant d'un justiciable particulier, dans le cadre du huis clos. Je tiens, en tout état de cause, à rappeler que ces grosses affaires financières qui attirent

la lumière ne représentent qu'une très faible part des dizaines de milliers de dossiers que les juges de notre tribunal traitent chaque année avec dévouement et qui concernent essentiellement de très petites, petites et moyennes entreprises (TPE-PME).

Je veux aussi dissiper le mythe, que j'ai pu voir poindre dans certaines auditions, d'une justice commerciale qui rendrait ses décisions en vase clos pour favoriser les intérêts financiers : c'est méconnaître gravement le fonctionnement de nos institutions, dont toutes les décisions sont collégiales. Conformément aux dispositions tout à fait précises du code de commerce, lors d'une audience de procédure collective, le tribunal recueille formellement les avis de l'administrateur judiciaire, du mandataire judiciaire, des représentants des salariés, du juge-commissaire et du dirigeant ainsi que, systématiquement, les réquisitions du ministère public. Le procureur de la République est présent pour défendre l'ordre public économique. Si une décision du tribunal lui paraît contraire à la loi, il dispose de l'arme de l'appel, que, d'ailleurs, il ne manque pas d'utiliser chaque fois que nos décisions ne lui conviennent pas, en toute indépendance. L'idée d'un tribunal complice de manœuvres inavouables ne résiste pas une seconde à la réalité de la procédure.

Ce cadre de droit étant posé, je souhaite mettre à profit le temps qui m'est imparti pour répondre à quelques grandes thématiques qui structurent vos travaux. Pour ce faire, je mets deux paires de lunettes : celle de l'ancien acteur économique ayant dirigé pendant seize ans une société d'investissement et celle de simple juge, président du tribunal des activités économiques de Paris.

Au cours de vos auditions (dont une pendant laquelle j'ai été nommé visé), j'ai cru déceler une forme de procès d'intention évoquant un pantoufflage de la finance vers les tribunaux. Il me faut ici rétablir une vérité éthique élémentaire : le pantoufflage, c'est lorsqu'un haut fonctionnaire utilise ses fonctions publiques pour aller s'enrichir dans le privé. Mon parcours est l'exact opposé : j'ai fait le choix exigeant du secteur privé pour y approfondir, après des études d'ingénieur, la mécanique implacable de l'économie, puis, après avoir, au sein d'une banque d'affaires, aidé différents pays en voie de développement, en Afrique puis en Asie, à alléger le fardeau de leur dette, j'ai pris la tête du directoire d'une société d'investissement de 2002 à 2018.

Il s'agissait bien d'une société d'investissement.

Je n'ai pas dirigé un fonds spéculatif, mais une société cotée et, par conséquent, transparente, qui pratiquait ce que nous appelions le « capitalisme patient » : la raison d'être de la société n'était pas de découper des entreprises à court terme, mais de leur apporter des capitaux propres afin de leur permettre de se développer pendant cinq à dix ans, voire davantage (et c'était souvent le cas). Face à de grandes multinationales qui, au début des années 2000, cédaient leurs filiales au risque qu'elles soient rachetées par des groupes étrangers – rachats susceptibles de conduire à des délocalisations d'usines et de sièges, – la société que je présidais a fait le choix, que je revendique, du patriotisme économique. Elle a racheté des PME, parfois de grandes entreprises, pour en faire des champions mondiaux et les

ancrer en France et en Europe. À titre d'exemples, je mentionnerai Eutelsat (satellites), Rexel (distribution électrique), Élis (blanchisserie), Fraikin (location de camions en France) ou encore Moncler, société italienne d'origine française. Toutes ces entreprises sont le fruit de cette stratégie.

Fort d'une expérience cumulée de plus de trente-cinq ans, j'ai choisi de quitter mes fonctions pour rendre à mon pays ce qu'il m'avait donné, à travers les études exceptionnelles dont j'ai bénéficié, et je me suis investi totalement et bénévolement dans la justice consulaire. Après une nouvelle formation et une licence en droit obtenue en 2023 dans une université parisienne, j'ai été élu président du tribunal cette même année. Pourquoi parler ainsi de moi ? Parce que c'est ce parcours qui fonde ma légitimité, comme celle de chacun des 209 collègues qui composent le TAE de Paris : notre expérience professionnelle n'est pas un biais idéologique, elle est une expertise technique que nous mettons au service de l'État et de l'ordre public économique.

Plus précisément, en quoi consiste l'activité de ces 210 juges, qui travaillent bénévolement plus de vingt-cinq heures par semaine – et, en ce qui concerne le vice-président et moi-même, davantage qu'un temps plein ? En matière contentieuse, elle se traduit par neuf mille jugements au fond et cinq mille ordonnances de référé, sans compter plus de trois mille cinq cents ordonnances relatives au registre du commerce et des sociétés et plus de vingt mille ordonnances d'injonction de payer. J'ajoute – et c'est une marque de la qualité du tribunal que j'ai l'honneur de présider – que les jugements sont rendus en moins d'un an (nous travaillons à faire mieux) et que le taux d'infirmité en appel de nos décisions est inférieur à 5 % par an, en moyenne. En matière de traitement des difficultés des entreprises, nos juges participent à près de trois mille entretiens de prévention-détection, à plus de six cents procédures préventives (mandats *ad hoc*, conciliations) et à plus de cinq mille cinq cents procédures collectives, dont, hélas, 85 % sont des procédures de liquidation, sans compter les vingt mille ordonnances de juge-commissaire. Au total, les 210 juges qui composent le tribunal rendent ainsi plus de soixante-dix mille décisions par an.

Votre rapporteure demande si nos juges sont suffisamment outillés pour déjouer les montages financiers complexes et repérer les surfacturations pratiquées par des holdings. Je vous rassure : il est difficile de tromper un tribunal composé de juges, le plus souvent formés au sein de grandes universités ou écoles et qui ont eux-mêmes pratiqué la vie des affaires au plus haut niveau, qu'ils soient issus du monde de l'industrie, du commerce, de la finance ou du droit. Ces juges reçoivent une formation initiale de quatre mois dispensée par l'École nationale de la magistrature (ENM), puis une formation continue annuelle également dispensée par l'ENM. Le vice-président et moi-même avons aussi tenu à proposer, en plus du diplôme universitaire (DU) de droit des entreprises en difficulté, une formation complémentaire de trois cents heures sur les arcanes des procédures contentieuses, dispensée par une grande université parisienne.

Pour dissiper vos craintes, les juges ont non seulement le pouvoir mais aussi, aux termes de l'article 40 du code de procédure pénale (CPP) et de l'article L. 101 du livre des procédures fiscales, le devoir formel de signaler au parquet ou à

l'administration des finances tout flux financier qui s'apparenterait à un abus de biens sociaux, à une banqueroute ou à une dissimulation fiscale. Nous avons d'ailleurs récemment mis au point une note expliquant aux juges comment procéder au signalement pour que les choses se passent de la façon la plus fluide possible avec le parquet ou l'administration fiscale.

J'en viens à vos interrogations légitimes sur l'utilisation de la dette ou du LBO. L'outil de la dette n'est pas un « poison » par nature : c'est d'abord un levier de financement. L'optimisation de la structure des capitaux engagés entre fonds propres et dettes procède de la bonne gestion des capitaux dont un responsable a la charge, qu'il soit un industriel ou un gestionnaire de fonds. Comme, le plus souvent, le rendement exigé des fonds propres est plus élevé que le coût de la dette, il est naturel d'en optimiser le montant, mais à certaines conditions – en l'occurrence, à la condition expresse de prévoir des marges de sécurité suffisantes, c'est-à-dire de tenir pour possibles et même plausibles des scénarios selon lesquels la marge des affaires serait significativement moins favorable que celle anticipée dans ce qu'on appelle les plans d'affaires de référence (*business plans*).

Ce qui est destructeur, ce n'est donc pas tant la dette, laquelle remonte aux origines de l'économie marchande, que la cupidité. Dans la société d'investissement que je dirigeais, la règle d'or était de sanctuariser la capacité d'autofinancement de l'entreprise : le remboursement de la dette d'acquisition ne devait jamais obérer la capacité à investir pour financer la croissance.

Notre juridiction est, certes, parfois confrontée aux dégâts causés par certains LBO mal calibrés par des actionnaires financiers et aux marges de sécurité insuffisantes pour absorber les chocs économiques auxquels les entreprises font face. Or il se trouve que ces chocs ont été nombreux, ces derniers temps, qu'il s'agisse de la remontée des taux d'intérêt, de l'inflation, des pénuries de composants dans certains secteurs, des politiques tarifaires confinant à l'absurde de grands partenaires économiques de la France, du dumping pratiqué par de grandes entreprises étrangères ou encore des tensions géopolitiques internationales. Ce faisant, le piège a pu se refermer sur certaines sociétés de reprise d'entreprises françaises.

Face à cela, la loi française est implacable. Lorsque les difficultés d'un LBO conduisent au redressement judiciaire de la holding ou de l'entreprise sous-jacente, l'article L. 631-1 du code de commerce nous impose de statuer en suivant trois critères précis : permettre la poursuite de l'activité, maintenir l'emploi et apurer le passif. L'actionnaire financier qui a pris des risques inconsidérés passe toujours en dernier. Si le nouveau mécanisme des classes de parties affectées, qui résulte de la transposition dans notre droit national de la directive dite « Insolvabilité II », a pu permettre, dans certaines situations bien spécifiques, aux tribunaux de commerce de rééquilibrer les efforts vis-à-vis des actionnaires en imposant des abandons de créances aux acteurs bancaires et financiers, cela ne s'est jamais fait au détriment de l'outil de travail ou de l'emploi.

Votre questionnaire insiste également sur l'information des salariés et pointe du doigt le secret des procédures préventives. La loi nous impose ici de distinguer strictement les procédures.

Dès lors qu'une procédure collective est ouverte, la transparence est totale : un représentant du personnel doit être désigné par les salariés dans les huit jours suivant l'ouverture de la procédure, dont il devient partie intégrante ; il est convoqué à toute audience utile, notamment lorsqu'il s'agit de débattre du plan de sauvegarde, de redressement ou de cession. Son information est totale.

À l'inverse, 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. La Cour de cassation a jugé que le dirigeant ayant obtenu l'ouverture d'une telle procédure n'a pas à en informer les salariés, ni leurs organes représentatifs.

Cette confidentialité n'est pas un « complot » visant à écarter les salariés : elle est, aux yeux de certains, un cordon sanitaire vital. Je m'explique : si les difficultés d'une entreprise engagée dans une procédure confidentielle « fuient » avant qu'un accord soit trouvé, le plus souvent, l'assureur-crédit se retire, les fournisseurs exigent d'être payés comptant et l'entreprise peut très rapidement mourir par asphyxie. C'est d'ailleurs une particularité de la culture française qu'on peut regretter. Aux États-Unis, lorsqu'une société tombe sous le coup du chapitre 11 de la loi sur les faillites – une procédure à peu près équivalente aux nôtres, à la différence près qu'elle est publique, – c'est perçu comme une chance : si l'entreprise est cotée, il est fréquent de voir son cours de Bourse augmenter. À l'inverse, en France, une procédure amiable est vue comme la première étape d'un chemin qui conduit inexorablement à la liquidation – alors que c'est pourtant tout le contraire et qu'il faut encourager les sociétés à se tourner le plus possible vers les procédures amiables.

Ainsi, s'agissant de l'information donnée aux salariés en amont, le juge ne fait qu'appliquer la loi adoptée par le législateur pour protéger l'outil de travail.

Votre questionnaire soulève également une interrogation forte sur l'indépendance des administrateurs et mandataires judiciaires face aux acteurs financiers dans les dossiers de grande taille. Sur ce point, je suis catégorique – et je ne me fais pas le défenseur de ces professions, avec lesquelles je n'ai, par définition, aucun lien, si ce n'est dans le cadre du tribunal : le modèle français, issu de la scission opérée par la loi dite « Badinter » (1985), est un rempart contre les conflits d'intérêts unique en Europe. Alors que dans les principales économies de l'Union européenne (Allemagne, Italie, Espagne, Pays-Bas), les fonctions de restructuration sont souvent occupées par des cabinets d'audit, des avocats ou des notaires qui peuvent conseiller un fonds d'investissement, un jour, et se retrouver face à lui, un autre, dans un dossier d'entreprise en difficulté, une telle porosité est impossible chez nous. Les administrateurs et mandataires judiciaires exercent une profession exclusive, incompatible avec toute autre activité, en particulier commerciale. Même si des difficultés ponctuelles sont toujours possibles, les règles de prévention des

conflits d'intérêts qui s'imposent à eux sont claires : il leur est interdit d'avoir des relations préalables avec le débiteur, ses actionnaires ou ses créanciers en dehors d'un strict mandat de justice.

Il est impératif que la France maintienne ces professions. À ce titre, je me permets de vous faire part de mon inquiétude qu'après avoir disparu de la directive dite « Insolvabilité III », l'idée de liquidation judiciaire sans liquidateur ne refasse surface via l'adoption du règlement relatif au vingt-huitième régime juridique pour les sociétés européennes.

La dualité actuelle – l'administrateur judiciaire a pour seule mission le sauvetage de l'activité et de l'emploi, tandis que le mandataire judiciaire se charge de la défense des créanciers – est une bonne chose : on ne peut pas, dans un même dossier, représenter à la fois le débiteur et les créanciers.

Dans le cadre des procédures amiables, ces professionnels obtiennent d'ailleurs des accords favorables dans près de deux cas sur trois, alors qu'ils n'ont aucun pouvoir réellement coercitif et qu'ils n'agissent que pour coordonner la négociation.

Vous indiquez par ailleurs que les offres de reprise présentées par les salariés, entre autres par des sociétés coopératives de production (Scop), seraient systématiquement écartées. Cela ne correspond pas à mon expérience. Le tribunal n'a aucun *a priori* défavorable envers les offres de salariés : au contraire, leur connaissance des forces et des faiblesses de l'entreprise est un atout pour crédibiliser le plan. L'exemple du sauvetage d'une gobeletterie bien connue, même s'il ne relève pas du TAE de Paris, montre bien que de telles reprises peuvent prospérer lorsqu'un partenaire financier soutient le projet. Si ces offres sont écartées, ce n'est pas le fait d'une politique systématique de rejet, mais, le plus souvent, parce qu'elles ne sont pas la meilleure des offres par rapport aux trois critères fixés par la loi.

Lorsqu'une entreprise est en difficulté, elle présente généralement un besoin en fonds de roulement augmenté, qui se traduit par une plus grande prudence des fournisseurs et par la nécessité de financer un plan de restructuration pour remettre l'entreprise sur les rails de la rentabilité. La réalité tragique, c'est qu'il faut souvent injecter très rapidement d'importantes sommes d'argent pour relancer la machine. Les offres qui émanent de collaborateurs se heurtent ainsi au « mur de la liquidité » et au refus du système bancaire de les financer : nonobstant l'exemple contraire que je relevais à l'instant, les financements sont difficiles à lever, car le droit français, légitimement soucieux de protéger les débiteurs, n'offre pas toujours aux créanciers et aux banques les assurances nécessaires pour recouvrer les fonds en cas d'échec du retournement. Or le juge, avec la responsabilité qui est la sienne, ne saurait envoyer des salariés dans le mur en validant un plan sous-financé.

Enfin, vous mettez le doigt sur une question essentielle : le suivi des engagements des repreneurs après la cession. Sachez que le tribunal ne laisse pas les repreneurs sans surveillance : nous nommons systématiquement l'administrateur ou le mandataire judiciaire en qualité de commissaire à l'exécution du plan. En cas

de manquement aux engagements, une sanction existe : la requête en résolution du plan. Est-elle suffisante ? On peut légitimement en discuter.

Le questionnaire m'invitait aussi à formuler des propositions de réforme : je peux le faire dès maintenant ou en réponse à une question ultérieure.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous aurons l'occasion d'évoquer ces propositions. Avant cela, je voulais rebondir sur votre présentation en vous demandant de quels outils vous disposez pour arbitrer entre les différentes propositions qui vous sont soumises, qu'elles émanent de fonds d'investissement ou d'autres repreneurs potentiels.

Dans quelle mesure le développement de l'industrie de la finance, donc des fonds d'investissement, influe-t-il sur le traitement des procédures collectives par votre juridiction ?

Vous avez évoqué la formation des juges consulaires. Vous semble-t-elle suffisante pour appréhender toute la complexité des opérations financières et d'une ingénierie qui paraît sans limite, notamment s'agissant des LBO ?

Au cours de l'exécution d'une procédure collective, le TAE a-t-il vent de certaines pratiques souvent dénoncées, telles que la surfacturation de prestations de conseil ou de *management fees* ? Dans quelle mesure ces pratiques peuvent-elles être qualifiées d'abus de bien social ?

Disposez-vous d'outils pour apprécier statistiquement l'impact de l'intervention des fonds d'investissement ?

M. Patrick Sayer. Pour répondre à votre première question, il est assez rare que nous ayons à arbitrer entre des propositions industrielles et des propositions émanant de financiers. En général, la proposition industrielle, si elle est bien construite, a tendance à l'emporter naturellement, d'autant qu'elle se dessine souvent assez vite, de sorte que les propositions financières sont moins présentes. En revanche, il arrive assez fréquemment que nous recevions plusieurs propositions financières. La loi est très simple : elle fixe trois critères qui doivent tous être appréciés, sans ordre de priorité particulier – faire autrement serait *contra legem*. Ces trois critères, je le rappelle, sont la pérennité de l'outil industriel, le maintien de l'emploi et le désintéressement des créanciers. Nous les appliquons partout.

Ensuite, la décision relève du for intérieur des trois juges qui composent la formation de jugement. Ces derniers apprécient chaque cas sur la base des documents remis par le mandataire ou l'administrateur, après avoir écouté les créanciers, le dirigeant, les représentants du personnel, l'avis du juge-commissaire et les réquisitions du parquet. Sans lui accorder un poids particulier, le critère relatif à la pérennité de l'entreprise est évidemment essentiel, parce qu'il conditionne le respect des engagements qui peuvent être pris en matière de maintien de l'emploi. Quand nous nous exprimerons à huis clos, je pourrai donner un exemple récent dans lequel, alors que deux plans en apparence relativement équivalents au vu des trois critères avaient été présentés, le soutien massif des collaborateurs à l'un d'eux a conduit le tribunal à considérer qu'il garantissait mieux la pérennité de l'entreprise et devait donc être privilégié.

Les LBO ne sont pas nouveaux : cette technique est utilisée depuis une cinquantaine d'années en France – je me souviens du premier rachat d'entreprise par les salariés (RES) de Darty, qui remonte aux années quatre-vingt. On ne peut pas dire que la technicité évolue particulièrement. Certes, la créativité financière ne connaît pas de limites et invente de nouveaux produits, mais, à la fin, il y a une dette, un débiteur et des sûretés, que le tribunal a à traiter. Le nouveau mécanisme de « classes de parties affectées » est essentiel. Ce système, très positif, est en vigueur aux États-Unis depuis plus de cinquante ans et il donne une chance aux entreprises. Avant l'introduction de cet instrument, il y avait une grande classe des créanciers chirographaires ; désormais, il est possible de distinguer différentes classes de créanciers. Certains sont essentiels à la vie de l'entreprise et ne sont pas affectés, alors que d'autres le sont selon le rang de sûreté de leurs encours. Ce mécanisme, d'une redoutable efficacité, reste relativement peu utilisé à cause des niveaux de traitement obligatoires et facultatifs. La formation des mandataires et des administrateurs judiciaires est telle que cet outil a vocation à être de plus en plus utilisé, ce qui est, de mon point de vue, une excellente chose.

La formation initiale des juges à l'ENM est très courte : un juge est élu fin septembre ou début octobre et il tient ses premières audiences à la mi-février. Cette formation est très, voire trop, courte, mais les juges travaillent très sérieusement pendant cette période de quatre mois. Il y a ensuite une formation continue. En 2016, nous avons créé, à l'université Paris-Panthéon-Sorbonne, un premier DU de procédure de traitement des difficultés des entreprises. Ce diplôme est facultatif, car il n'est pas prévu par les textes. Mon objectif est d'étendre le plus possible cette formation aux juges du tribunal. Avec le vice-président, nous avons ouvert une autre formation, un DU de trois cents heures de traitement du contentieux. Lorsque j'évoque avec mes juges une affaire, je ne détecte pas de faiblesse dans l'appréhension de la technicité des dossiers qui leur sont confiés.

Le sujet des pratiques de facturation, de surfacturation et de commission fait partie de ceux sur lesquels j'ai une opinion personnelle. Les émoluments des organes de la procédure (administrateurs judiciaires, mandataires judiciaires) sont fixés par la loi. Il y a des barèmes et, à l'issue de la procédure, des ordonnances de taxation interviennent pour cadrer le montant des rétributions. La situation est quelque peu différente pour les autres conseils de l'entreprise. On a pu, ça 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 choquerait pas totalement. Si des factures excèdent les bornes prévues, les juges ont le devoir de faire des signalements au parquet, lequel est toujours présent dans les procédures collectives. Enfin, si des prélèvements indus sont constatés, des procédures de sanction peuvent être déclenchées. Celles-ci ouvrent la possibilité de mettre en cause les opérations intervenues pendant la période suspecte. La France a une particularité dans ce domaine, car nous faisons remonter cette période suspecte à dix-huit mois de la date de cessation des

paiements : là aussi, il importe de tenir bon face à certains de nos voisins européens, dont l'optique est de réduire cette période.

Un groupe de travail au sein de la Chancellerie étudie la question des frais de conseil dans les procédures amiables, à l'occasion de sa réflexion sur la réforme, à droit quasi constant, du livre VI du code de commerce.

J'aimerais disposer d'un outil statistique plus performant : nous y travaillons, car il s'agit d'un chantier essentiel à mes yeux. Il n'y a, pour l'instant, pas de cohérence parfaite entre les chiffres du greffe, qui sont solides, et ceux de la Chancellerie. Il faut donc effectuer un recollement de ces chiffres et, en l'état, je suis incapable de répondre à votre question.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Les députés de la nation veulent, à l'occasion de cette commission d'enquête, faire la lumière sur les fonds que nous qualifions de « prédateurs » – c'est la première fois que le Parlement consacre une mission à ces acteurs. L'activité de ces fonds n'est pas nouvelle, mais son ampleur croît : de plus en plus de fonds mettent la main sur des entreprises, des usines stratégiques, des magasins, des laboratoires d'analyses médicales, des maisons de retraite ou des professions réglementées. Nos auditions précédentes ont largement documenté ce phénomène. Les fonds ne respectent souvent pas leurs engagements et dépècent les entreprises dont ils prennent le contrôle. Nous voulons savoir qui les laisse faire et qui les encourage.

Ces reprises d'entreprises françaises sont souvent validées par les tribunaux des activités économiques, alors que des projets alternatifs existent parfois.

Plusieurs acteurs auditionnés ont avancé l'idée de l'existence d'un « écosystème » autour des faillites d'entreprises, dont ces tribunaux feraient partie. Des conflits d'intérêts, des compromissions et des complaisances envers des acteurs financiers peu scrupuleux se déploieraient dans cet écosystème. Nous souhaitons comprendre la responsabilité des tribunaux des activités économiques dans la prédation de nos entreprises par ces fonds.

Vous avez dit que vous aviez les moyens d'évaluer les situations et que la pérennité des entreprises entrerait dans les critères de décision, mais cela n'empêche pas la reprise de sociétés par des fonds prédateurs dont les pratiques sont connues : je pense à Mutares qui a mis la main sur Lapeyre, à Greybull qui a repris NovAsco, à Europlasma (donc Alpha Blue Ocean) qui a récupéré Valdunes, mais aussi à la liquidation de Camaïeu ou de Vivarte. Comment se fait-il que les tribunaux des activités économiques puissent prendre de telles décisions ?

M. Patrick Sayer. Certains exemples que vous avez cités sont liés à des procédures en cours, donc je n'en parlerai pas. D'autres cas ont fait l'objet de procédures devant la juridiction : comme je l'ai indiqué, j'aimerais en parler à huis clos.

Votre question, que je ne tente absolument pas d'éluder, est double. D'abord, vous évoquez l'idée d'un « écosystème », dans lequel vous insinuez que les juges seraient complices de possibles dévoiements. Cela fait douze ans que je suis juge au tribunal des activités économiques de Paris, où j'ai fait du contentieux,

puis des procédures collectives, puis à nouveau du contentieux avant d'occuper la fonction de président : pendant toutes ces années, je n'ai jamais vu ce dont vous parlez. Peut-être que je me trompe, peut-être que je suis naïf, mais je n'ai jamais vu cela.

Les juges agissent dans les limites de leur mandat. Lorsqu'ils sont chargés d'homologuer un protocole, ils doivent respecter les conditions posées par la loi : ils ne font pas plus, ils ne font pas moins. Si un protocole de conciliation fait l'objet d'une homologation, c'est qu'il a déjà été signé par différentes parties, dans le cadre d'une procédure amiable et confidentielle. Pour donner davantage de poids aux termes de ce protocole et renforcer leur opposabilité à des tiers, le tribunal participe à son homologation. Cela ne signifie pas qu'il donne un blanc-seing, mais que, dans le cadre de la collégialité que j'évoquais tout à l'heure, il regarde très précisément si les trois critères posés par la loi, dont l'absence de cessation des paiements, sont remplis ; il ne fait que cela. La situation est différente lorsqu'il examine un plan de cession : dans ce cas, il peut comparer plusieurs offres différentes. Il peut également être amené à étudier un plan de continuation si un tel projet est présenté. Dans ce cadre-là, le tribunal apprécie, à l'aune des trois critères que j'ai évoqués tout à l'heure (pérennité, emploi et désintéressement des créanciers) et qui ne sont pas les mêmes que ceux auxquels je viens de faire allusion, les perspectives.

Il convient néanmoins de ne pas se méprendre : les juges ne sont pas, aussi experts soient-ils, capables d'anticiper le comportement d'un dirigeant de fonds qui ferait le contraire de ce qui avait été prévu. Ils se font leur sentiment, à un instant précis, sur la capacité de l'entreprise, mais ils ne peuvent anticiper ni les conséquences de faits microéconomiques ou macroéconomiques sur la situation de l'entreprise, ni les réactions du fonds.

Le point que vous soulevez est très grave, même si je prends votre question avec bonne humeur : l'idée que vous puissiez, ou que l'on puisse, envisager la possibilité d'une collusion (je pèse mes mots) entre les juges, les organes de la procédure et les conseils, qui « s'arrangeraient entre amis », est complètement étrangère à mon expérience.

Je ne peux que m'inscrire en faux et de la façon la plus solennelle : je n'ai jamais constaté de telles pratiques.

Un journaliste de *Mediapart* que j'aime beaucoup, M. Laurent Mauduit, m'avait présenté, avant que je rejoigne le tribunal, plusieurs sujets dans des termes proches des vôtres, madame la rapporteure. Je lui ai promis, les yeux dans les yeux, que si je voyais cela, je ferais la chasse à ce type de pratiques. Dans les faits, je n'ai constaté aucune dérive de cette nature depuis douze ans que je suis juge au tribunal des activités économiques de Paris.

J'ajoute que le Procureur de la République est présent à chaque audience de procédure collective.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous dites que les juges ne peuvent pas anticiper le comportement d'un dirigeant qui ferait le contraire de ce à quoi il s'était engagé. J'ai quand même deux objections à cette affirmation. Tout d'abord,

il y a des cas, qu'on ne peut pas détailler car nous ne sommes pas à huis clos, dans lesquels on sait que le fonds a déjà procédé à ce type de prédation et a déjà trahi ses engagements ; or la connaissance de ces pratiques n'empêche pas le tribunal d'accepter la reprise. Ensuite, vous laissez entendre qu'une fois la décision prise, on n'a pas les moyens de vérifier les engagements ni de sanctionner, le cas échéant. Est-ce bien cela ?

M. Patrick Sayer. Il m'est arrivé, dans le cadre d'une procédure collective, d'être confronté non à un fonds, mais à un entrepreneur qui s'intéressait bien davantage à son intérêt personnel qu'aux capacités de rebond de l'entreprise qu'il dirigeait. Lorsqu'il est revenu devant le tribunal pour présenter un plan pour une entreprise industrielle, mes collègues et moi y avons regardé à plusieurs fois compte tenu de son passé – le parquet, qui était présent, était complètement en phase avec nous – avant de prendre notre décision. Nous examinons très précisément le pedigree du fonds : si celui-ci a manqué à plusieurs reprises à ses engagements, il ne partira pas avec un avantage dans notre évaluation du critère relatif à la pérennité de l'entreprise.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Comment vous y prenez-vous pour faire respecter les engagements souscrits ? Mais peut-être n'avez-vous aucun moyen d'agir en la matière ?

M. Patrick Sayer. L'approche qu'ont les administrateurs des engagements souffre peut-être d'un prisme trop financier. Ce qui n'est en général pas respecté, ce sont les versements de dividendes – ce ne sont pas les dividendes liés aux actions, ce sont ceux qui permettent les remontées pour le désintéressement des créanciers.

Il est possible de solliciter le tribunal dans le cadre d'une requête en résolution du plan. C'est l'« arme atomique » dont dispose le tribunal, mais son utilisation implique que si le plan est résolu, la société a toutes les chances de revenir au redressement judiciaire, voire, peut-être assez vite, à la liquidation judiciaire. C'est donc une arme très dangereuse.

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. Si l'affaire tourne mal, le régime général de la responsabilité civile peut trouver à s'appliquer. Si une faute a été commise, elle est susceptible de relever de la responsabilité civile du fonds ou du dirigeant.

En revanche, dans le droit spécifique des entreprises en difficulté, codifié au livre VI du code de commerce, il n'existe pas d'autres instruments que la requête du commissaire à l'exécution du plan ou du parquet pour demander la résolution dudit plan.

— *L'audition est suspendue quelques instants pour reprendre à huis clos.*

—

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous avons souhaité poursuivre l'audition à huis clos pour aborder un cas particulier, celui du fonds Mutares. Nous nous interrogeons sur certains repreneurs en série, que les tribunaux des activités économiques autorisent à acquérir des entreprises. Mutares a ainsi pu reprendre plusieurs entreprises françaises, alors que ses pratiques sont connues. Elles l'étaient déjà au moment de la cession de Lapeyre. Nous souhaitons comprendre comment une telle décision a pu être prise.

Le groupe Lapeyre se trouve dans une situation extrêmement mauvaise, alors que tel n'était pas forcément le cas au moment de sa reprise. Ce qui s'est passé depuis cinq ans n'a pas arrangé les choses, bien au contraire.

Pouvez-vous nous expliquer précisément comment a été prise la décision de cession de Lapeyre à Mutares ? Pourquoi avoir privilégié ce fonds au détriment des autres candidats, contre l'avis des douze comités économiques et sociaux (CSE) et de quatre cabinets d'entreprise, et malgré la fermeture prévue par Mutares de quatre usines ? À cette époque, le fonds avait déjà repris treize entreprises françaises : cinq avaient été placées en liquidation ou en redressement judiciaire et huit affichaient des résultats déficitaires.

M. Patrick Sayer. Je ne siégeais pas dans les formations de jugement de l'époque et, n'étant pas encore président, je n'ai même pas ouvert la procédure, ni directement ni indirectement par le biais d'un de mes délégués – dans un tribunal comme celui de Paris, les procédures préventives du livre VI sont ouvertes par des juges auxquels le président a donné délégation. Les délégués travaillent seuls, ils sont des juges indépendants et impartiaux, ils ne sont pas aux ordres du président – ce point est important.

Ce que je peux vous dire, je le tiens donc des différents jugements qui ont été rendus. Je ne prétends pas tout savoir.

S'agissant de la cession à Mutares, permettez-moi une petite nuance, madame la rapporteure : la société était déjà substantiellement mal en point. Je n'ai pas les chiffres sous les yeux, mais je crois que les pertes étaient tout de même très significatives, de l'ordre de 50 millions d'euros (M€) pour un chiffre d'affaires qui avoisinait 600 M€. Des pertes équivalentes à 10 % du chiffre d'affaires annuel, ce n'est pas ce qu'on appelle une *prima donna*...

C'était là la première raison de la cession par le groupe industriel Saint-Gobain, plus que le recentrage industriel que certains ont mis en avant. Le groupe pensait qu'il n'arriverait pas à redresser la barre sans se heurter à de grosses difficultés. Il est souvent arrivé à Saint-Gobain de céder des filiales à des fonds d'investissement, mais jamais le groupe ne l'a fait en faisant un chèque aussi important. C'était le prix à payer pour faire faire le travail par d'autres. C'est leur liberté pleine et entière.

De ce que je comprends, à l'issue du processus, il restait assez peu d'offres qui étaient effectivement financées, autrement dit, capables de porter le projet. C'est un point important. À ma connaissance et selon le jugement, il y en avait trois.

L'une des offres, qui était soutenue par les salariés, n'était absolument pas financée – je me trompe peut-être, madame la rapporteure, mais c'est ce qui m'a été rapporté.

À l'issue du processus, Saint-Gobain a choisi un repreneur. L'intervention du tribunal n'a pas consisté, dans une quelconque complicité, à donner un blanc-seing, mais à obtenir que plusieurs engagements renforcés soient pris : la non-fermeture de sites ; la création d'une fiducie pour éviter – ce qui était à craindre – que le fonds s'empare des capitaux mis à disposition par Saint-Gobain à d'autres fins que l'intérêt social de l'entreprise.

Je rappelle que le ministère public – en la personne d'un très grand praticien, M. Stephen Almaseanu, qui était alors procureur au tribunal de commerce de Paris – a donné un avis favorable à l'homologation, car il considérait que la solution retenue était la plus à même de répondre aux critères fixés par la loi.

L'explication en vaut peut-être une autre, mais c'est celle qui m'a été donnée par plusieurs témoins de l'affaire – je vous invite à interroger également maître Bourbouloux, qui est la mieux à même de connaître du sujet, et maître Rousselet (cabinet Abitbol-Rousselet), qui a été nommée ensuite. La période qui a immédiatement suivi la covid-19 a été meilleure que prévu pour l'entreprise. Alors qu'il était indispensable de procéder à certaines fermetures pour rétablir la rentabilité de l'entreprise, – parce que la baisse de chiffre d'affaires était significative, avant même la reprise par Mutares, – cela n'a pas été fait. Encore une fois, comme je vous le disais tout à l'heure, le tribunal n'y est pour rien : il n'est plus impliqué à ce stade. Il a imposé que des engagements soient pris en audience publique, mais il n'a pas la capacité d'agir pour sanctionner la façon dont la société est gérée. De mon point de vue, il serait d'ailleurs très dangereux que les juges deviennent gestionnaires à la place des gestionnaires. Des engagements sont pris dans un cadre fixé par la loi ; ensuite, les affaires suivent leur cours.

La seule intervention du tribunal a consisté à homologuer le protocole de conciliation à la condition que des engagements renforcés soient pris. Point très important, ce n'est pas le tribunal qui a choisi Mutares ; il a validé le protocole, qui a été décidé par Saint-Gobain et Mutares en présence du conciliateur. Ni le délégué du président, ni le tribunal ne sont intervenus dans la formalisation de l'accord de conciliation.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je me permets de vous répondre, car je connais bien le dossier. Il n'était pas nécessaire que les offres soient financées, puisque Mutares est arrivé avec quelques millions d'euros seulement. Vous savez très bien que l'objectif de Mutares était de vider la trésorerie, qui était de 240 M€. Leur projet reposait notamment sur un *lease-back* (c'est-à-dire la vente des murs), contrairement au projet de reprise par les salariés. Vous dites que celui-ci n'était pas financé... mais celui de Mutares ne l'était pas davantage.

Par ailleurs, les frais de conseil ont été absolument exorbitants pendant cinq ans et les frais de gestion (*management fees*) hallucinants, ce qui a vidé la trésorerie – il n'y a plus rien. Tout cela était prévisible, puisque Mutares avait déjà fait la même chose à plusieurs reprises en mettant en faillite des entreprises. Il est donc

ahurissant qu'une telle décision ait été prise par le tribunal de commerce, d'autant qu'elle a été déterminante.

Alors, je vous le concède, le procureur aurait pu faire appel. Quoi qu'il en soit, à l'époque où la décision est prise, cela me semble quand même extrêmement choquant.

Quant à la fiducie, tout le monde savait qu'elle était limitée à trois ans et qu'à l'issue de ce délai, Mutares allait inévitablement finir de vider la trésorerie en mettant la main sur ce qui avait été sauvegardé pendant ces trois ans. Tout cela était vraiment cousu de fil blanc !

Vous faites valoir qu'il n'y avait pas d'offre alternative financée. Mais il y en avait, et elle n'était pas moins viable que celle de Mutares. Il existait encore une autre possibilité : un plan social en bonne et due forme, qui aurait au moins permis aux salariés de partir à des conditions à peu près correctes, ce qui ne sera pas le cas désormais. Les salariés ont d'ailleurs des regrets à cet égard.

Le projet alternatif ne pouvait pas être pire que celui de Mutares, compte tenu de ce qu'on savait à l'époque. En tout état de cause, il était toujours possible de refuser toutes les offres. Je me permets de vous relancer, car il s'agit pour moi d'un cas d'école. Comment a-t-on pu en arriver là ?

M. Patrick Sayer. Je ne vais pas essayer de défendre quoi que ce soit. Du point de vue du tribunal, il n'y avait pas d'alternative eu égard à la loi. Ce n'est pas le tribunal qui a fait le choix. J'insiste, c'est une procédure amiable et non une procédure collective : saisi d'un protocole de conciliation entre un cédant et un repreneur, le tribunal, dans les fonctions qui sont les siennes, n'a fait que vérifier si les conditions posées par le protocole respectaient la loi. Je ne sais plus quelle était la durée de la fiducie ; on peut considérer qu'elle était trop courte. On peut aussi réécrire l'histoire et se dire : « *Si ça avait été un autre, ça aurait été meilleur.* ». Franchement, on n'en sait rien...

Toujours est-il que le tribunal n'a pas choisi : c'est Saint-Gobain qui l'a fait. Ne déplaçons pas la responsabilité du cédant vers le tribunal, madame la rapporteure. Ce dernier s'est borné à s'assurer que le protocole respectait les termes de la loi.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Le PDG de Saint-Gobain nous a dit que l'homologation par le tribunal de commerce était en quelque sorte un « feu vert ».

M. Patrick Sayer. Je veux bien qu'on refasse l'histoire et j'ai le plus grand respect pour cette société que j'ai connue dans une vie antérieure, mais c'est la société qui a pris sa décision ; pour le rendre opposable aux tiers, c'est elle qui a demandé l'homologation du protocole de conciliation au tribunal. Celui-ci a imposé des conditions supplémentaires pour défendre davantage la pérennité de l'entreprise et l'intérêt des salariés, mais il n'avait en aucune façon la possibilité de choisir.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Auriez-vous pu refuser l'homologation ?

M. Patrick Sayer. La loi est la loi et vous êtes le législateur. Mais il y a une question que l'on peut se poser : la procédure de conciliation est-elle adaptée à ce type de situation ?

Je vous donne une opinion personnelle qui n'est pas forcément celle de mes collègues. La procédure de conciliation est faite pour trouver une solution dans les cas où il y a un débiteur et des créanciers. On peut s'interroger sur le fait d'utiliser cette mécanique pour la cession d'une entreprise réputée *in bonis*, parce que soutenue par son principal actionnaire, mais qui présente des fragilités. Si j'avais eu le choix à l'époque, je pense que je l'aurais fait, malgré une certaine répugnance.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Dans quels cas pouvez-vous refuser une homologation ?

M. Patrick Sayer. Les critères d'homologation sont au nombre de trois : d'abord, le débiteur ne doit pas être en état de cessation des paiements. C'est un critère qui joue très fréquemment. Sans entrer dans des cas d'espèce, on voit souvent des gens nous présenter des protocoles avec un débiteur qui n'est pas en état de cessation des paiements parce qu'à l'instant *T*, son actionnaire lui fait une avance. L'argent peut aller indifféremment de la poche droite à la poche gauche, donc il importe de regarder la réalité de l'ensemble. Je reviendrai tout à l'heure sur la question de la participation des salariés à ce type de décision. En l'occurrence, dans l'affaire Mutares, dans la mesure où la cession portait sur une holding, le tribunal a considéré que les salariés n'avaient pas accès à l'audience d'homologation – la procédure de tierce opposition qu'ils avaient engagée a été jugée irrecevable en raison de leur qualité. Le droit français s'intéresse surtout à l'autonomie de la personne morale. Or, pour nous, il est très important de considérer le groupe. Si on l'avait fait, 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.

Outre le critère primordial de l'absence de cessation des paiements, le tribunal doit s'assurer de la pérennité de l'activité. Ce souci a conduit mes collègues à ajouter des garde-fous.

Enfin, troisième critère qui ne jouait pas pour Mutares, l'accord ne doit pas porter atteinte aux intérêts des créanciers non signataires. En l'espèce, il n'y avait pas de créanciers, puisque toutes les pertes étaient financées en compte courant par Saint-Gobain.

Il y a la loi et il y a la pratique. Dans le cas de Mutares – encore une fois, je n'y étais pas –, les salariés ont été non pas entendus à l'audience, mais reçus par le président et par celui qui a tenu la présidence de l'audience. Récemment, dans l'affaire du groupe d'établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes (Ehpad) Colisée, le tribunal, alors qu'il n'avait pas à le faire sur le plan juridique, a permis aux salariés de s'exprimer à l'audience, dans un cadre

contradictoire. Parfois, on outrepassa la loi : le tribunal n'y était pas tenu, mais il l'a fait. Dans l'affaire Lapeyre, les salariés ont été reçus en amont de l'audience.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Dans cette affaire, les salariés n'ont pas pu disposer des informations relatives à l'accord de cession, à la différence des offres concurrentes. Peut-on envisager un renforcement du droit d'information des salariés ?

M. Patrick Sayer. Il faut être conscient de ce que nous faisons.

J'ai conservé un seul mandat en dehors de mes fonctions de président du tribunal : je suis administrateur de la société Valeo. Trois représentants des salariés siègent au conseil d'administration et il n'y a jamais eu jamais de difficultés ou d'éventuelles fuites. Ce n'est pas sans difficulté pour lesdits salariés, car ils peuvent être informés dans ce cadre de fermetures d'ateliers ou de sites, mais cela s'est toujours bien passé.

Je ne dis pas que cela se passerait nécessairement mal. Mais lorsque l'ensemble des salariés, pas simplement les représentants d'un corps constitué, sont informés des détails d'une situation, les risques de fuite sont plus importants.

Dans l'affaire Lapeyre, tout le monde savait bien que la société n'allait pas bien, donc je pense que cela n'a pas changé grand-chose.

Cependant, j'ai rappelé en préambule une difficulté dans la culture française : lorsqu'une société entre dans un cadre préventif, tout d'un coup, tout dérape ; il y a parfois des accords qui devraient être jugés *contra legem* ; des gens prétendent que c'est un cas de défaut – cela ne devrait pas être recevable, mais c'est délicat, si bien que, lorsque des créanciers étrangers imposent un cas de défaut, nous n'avons jamais essayé d'opposer le caractère de loi de police, si j'ose dire, des dispositions françaises par rapport aux dispositions étrangères.

Mais en l'état de la culture française, quand une société annonce qu'elle est l'objet d'une procédure confidentielle, les difficultés s'accroissent. Il faut mettre en balance la légitime information des salariés et les risques de possibles fuites dès lors qu'un grand nombre de personnes sont informées – c'est aussi simple que ça.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. À chaque fois, on nous explique : *« Cela a été repris par un fonds prédateur, on le savait bien, mais c'était la seule possibilité. »* Mais on ne laisse pas souvent aux salariés la possibilité de monter un projet solide, parce qu'ils n'en ont pas le temps, parce qu'ils sont prévenus au dernier moment, lorsqu'une conciliation a eu lieu ou que l'entreprise est déjà en redressement. Ensuite, on leur oppose que leur dossier n'est pas solide, pas financé. Évidemment, ils n'ont eu que quelques jours pour le finaliser. Que peut-on faire pour y remédier ? Vous avez commencé à répondre en suggérant de les impliquer davantage, y compris dans une procédure de conciliation. Comment faire en sorte que les représentants des salariés aient davantage le temps et les moyens de monter un projet solide, susceptible d'être retenu par le tribunal ?

M. Patrick Sayer. J'ai une petite nuance avec vous, madame la rapporteure. En plan de redressement, il peut s'écouler jusqu'à dix-huit mois. Qu'on ne vienne

pas me dire que les candidats potentiels, qui ont tous accès à la même information – c’est une règle absolue – ne peuvent pas présenter un plan de redressement.

En procédure confidentielle, la société commettrait un délit d’entrave si elle ne donnait pas un minimum d’informations au moment du projet de cession. En l’occurrence, je crois que l’information a été donnée. Je ne peux pas refaire une histoire dont je n’ai, au surplus, pas été témoin, madame la rapporteure. La reprise de Lapeyre par les salariés aurait-elle été une meilleure solution ou une moins bonne ? Peut-être.

M. le président Emmanuel Mandon. Pouvez-vous nous présenter rapidement vos propositions, sachant que vous pourrez les compléter par écrit ?

M. Patrick Sayer. Ces propositions se déploient selon cinq axes principaux :

a) La Chancellerie travaille actuellement sur un projet de simplification du livre VI du code de commerce. Ce livre n’est pas parfait et votre rapporteure a certainement repéré des « trous dans la raquette ».

Un projet de loi d’habilitation devrait vous être soumis d’ici la fin de l’année. Je ne suis pas là pour m’exprimer à la place de la Chancellerie, mais sachez que le code, qui comptait en 1807 une centaine de pages, est devenu complètement illisible, notamment à cause de renvois dans tous les sens. Or les justiciables, les professionnels et les salariés auraient intérêt à comprendre les arcanes des procédures.

Tout le monde a d’ailleurs intérêt à cette simplification. J’exhorte donc la représentation nationale, le moment venu, à s’en saisir. Cette réforme est très attendue par tous ;

b) C’est un point qui peut paraître technique, mais il serait utile de travailler sur les questions de transparence. La directive Insolvabilité III, qui vient d’être adoptée, consacre un de ses titres au *prepack cession*. Ce mécanisme permet, lorsqu’une société est manifestement dans l’incapacité de vivre dans le cadre d’un redressement judiciaire, de prévoir en amont une possibilité de cession de l’activité, qui s’accompagne d’efforts de la part des créanciers. Cela supposerait néanmoins d’intéresser toutes les parties prenantes. La représentation nationale pourrait s’assurer que toutes les exigences de transparence nécessaires sont satisfaites.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Qu’entendez-vous par là ?

M. Patrick Sayer. Le texte encadre le fonctionnement de ces *prepack cession*, mais il arrive que des textes européens ne présentent pas toutes les garanties bienvenues. Je serais ravi de vous retrouver, madame la rapporteure, mais je ne voudrais pas que l’on vienne ensuite nous reprocher que la cession d’une société dans le cadre d’un *prepack cession* n’ait pas été faite avec toutes les diligences et toute la transparence nécessaires... Je vous invite donc à y regarder de près ;

c) La séparation des pouvoirs devrait m’interdire de le dire, mais la représentation nationale, après avoir résisté – dans un premier temps, l’amendement gouvernemental avait été rejeté, – a décidé de soustraire les Urssaf à leur obligation

de publication des privilèges. C'est très regrettable – pardon de le dire avec une telle gravité... – car la publication des privilèges était essentielle aux rapports de confiance entre les acteurs de la vie économique. Pour nous, elle est aussi l'un des signaux faibles qui nous permettent d'inviter à un entretien de prévention des sociétés qui commencent à ne pas payer leur part salariale, ce qui est très grave. Je l'ai dit, nous conduisons trois mille entretiens par an. Nous sommes désormais privés de ce signal faible, pourtant essentiel. C'est très grave ;

d) L'expérimentation du « tribunal des activités économiques », – je ne suis pas sûr que le nom soit judicieux, « tribunal de commerce », c'était très bien et cela se traduit mieux, – prévue pour quatre ans, arrivera à son terme à la fin de l'année 2028 et comporte deux volets.

Le premier concerne l'extension des compétences aux agriculteurs, aux associations et aux sociétés civiles. Cela se passe très bien – je n'ai pas le temps de développer. On pourrait même envisager d'élargir encore la compétence des tribunaux puisque, à l'heure actuelle, celle-ci vaut pour les procédures collectives et non pour les contentieux. Cela nous oblige dans certains cas à « découper les contentieux » – c'est une perte de temps pour tout le monde.

En revanche, l'autre volet qui concerne la contribution *pour* la justice économique – qui est, en réalité, une contribution *de* la justice économique – pose une double question : la première porte sur la gratuité ou non de la justice.

Ce débat légitime n'a pas été tranché au bon niveau. La seconde concerne les modalités de calcul, qui sont aberrantes. J'ai déjà fait passer des notes à ce sujet, je pourrai, le cas échéant, vous les transmettre. Il faut absolument revoir ces modalités dans la perspective de la généralisation à l'ensemble des tribunaux de commerce des dispositions contenues dans la loi ayant autorisé l'expérimentation.

Pour conclure, je ne suis ni pour ni contre les fonds d'investissement. La réalité est que nous en avons cruellement besoin, car nous manquons d'argent pour financer nos entreprises, seules garantes de nos emplois. Il faut néanmoins les encadrer pour se prémunir de leur comportement prédateur.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour ces échanges très intéressants.

*

* *

30. Audition de M. Alex van Hoek, responsable pour l'Europe des investissements en *private equity* chez Apollo Global Management (16 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous poursuivons nos travaux de la matinée par l'audition, en visioconférence avec interprétation simultanée, du fonds Apollo Global Management et je salue, en notre nom à tous, monsieur Alex

van Hoek, responsable pour l'Europe des investissements en *private equity* de ce grand fonds américain.

Je rappelle que le fonds Apollo a été fondé en 1990, que son siège social est à New York et qu'il investit pour le compte de fonds de pension, de fonds souverains et de nombreux investisseurs institutionnels et individuels. Selon le document de présentation aux investisseurs, consultable sur votre site Internet, Apollo Asset Management, filiale d'Apollo Global Management, gère aujourd'hui, pour compte de tiers, un portefeuille d'actifs évalué à 938 milliards de dollars. Votre fonds est aujourd'hui l'un des acteurs les plus importants de l'industrie de la finance, qu'il s'agisse de *private equity* ou de dette privée.

Il est donc naturel que certaines de vos stratégies, en France comme ailleurs, appellent l'attention. Parmi les critiques qui vous sont le plus fréquemment adressées figurent le recours massif à l'endettement et l'insuffisance de vos efforts d'investissement dans l'outil de production. On vous reproche, pour rester mesuré, une vision à court terme de vos actions dans les entreprises. Vous aurez l'occasion, dans quelques instants, de vous expliquer sur ces griefs et peut-être, plus globalement, sur les axes de votre stratégie.

Votre qualité de ressortissant étranger me conduit, selon une pratique habituelle, à vous dispenser de prestation de serment avant de témoigner.

M. Alex van Hoek, responsable pour l'Europe des investissements en *private equity* chez Apollo Global Management. Je tiens à vous remercier de nous avoir invités à nous exprimer devant votre commission. Je m'appelle Alex van Hoek et je suis associé chez Apollo, où je suis responsable de l'équipe européenne de *private equity*. C'est un privilège de m'adresser à vous aujourd'hui et de partager notre perspective en tant qu'investisseur de long terme en France.

Nous comprenons bien les enjeux qui motivent vos travaux et nous les prenons très au sérieux. Les impacts des investissements sur la capacité industrielle, l'emploi et la souveraineté économique méritent, tous, une analyse en profondeur.

Apollo est une société mondiale de gestion d'actifs, cotée à la Bourse de New York. Londres est notre siège européen depuis plus de vingt ans et c'est là que sont basés la plupart de nos professionnels de l'investissement en Europe.

Nos activités comprennent des prêts aux grandes entreprises. Nous détenons des actifs dans les secteurs des infrastructures et de l'immobilier. Nous réalisons des investissements majoritaires ou minoritaires dans des entreprises, visant à renforcer leurs activités économiques. La majorité de notre capital à long terme est investie pour le compte de retraités, soit par le biais de bilans de prestations de retraite, soit pour des fonds de pension, des fonds souverains et des legs.

Ce modèle dicte notre comportement : nous ne sommes pas des *traders* de court terme, nous nous considérons plutôt comme des gestionnaires de capitaux de retraite. Depuis trente-cinq ans, notre objectif est de réaliser des investissements pérennes.

Nous soutenons et investissons dans des entreprises en France depuis plus de vingt ans, d'abord par le biais de nos financements en capital-investissement.

Plus récemment, nous nous sommes également engagés dans des activités de prêt en fournissant des solutions de capitaux aux entreprises. Concrètement, cela signifie que la majeure partie du capital déployé aujourd'hui en France par Apollo sert au financement et au soutien d'entreprises plutôt qu'à la pleine propriété.

Vous connaissez probablement nos opérations hybrides : l'été dernier, nous avons investi 5 milliards de livres sterling dans EDF pour aider à finaliser la construction de la centrale nucléaire de Hinkley Point C au Royaume-Uni. Nous avons également mis 2,5 milliards d'euros (Md€) à la disposition d'Air France dans une série d'opérations de soutien adossées à des actifs, afin que l'entreprise puisse rembourser des emprunts obligataires contractés durant la crise pandémique. L'idée est de réduire le coût du capital sur la durée, avec des solutions sur mesure conçues sur le continent européen. Nous avons réalisé pour cinquante milliards de dollars d'opérations de ce type en Europe, avec nombre des plus grandes entreprises européennes, pour les aider dans les secteurs de l'énergie, des infrastructures ou encore de la construction de bus.

Concernant le capital-investissement, nous sommes un investisseur mondial dont la plupart des activités se déroulent en Amérique du Nord, au Japon et en Europe occidentale. Nos fonds cherchent à acquérir des parts majoritaires dans des entreprises où nous pensons pouvoir créer de la valeur à long terme en tant qu'actionnaires et renforcer l'activité commerciale. Nous sommes engagés dans les services à la consommation, l'industrie manufacturière, la technologie, les télécommunications et d'autres secteurs de l'industrie, avec un horizon d'investissement de cinq à sept ans, parfois plus long. Notre objectif est de pouvoir naviguer dans tous les environnements de marché.

Contrairement à certains de nos pairs, nous sommes des investisseurs et non des opérateurs. Nos équipes de gestion de portefeuille gèrent les opérations au quotidien et ont le pouvoir de conduire la stratégie industrielle des entreprises. En tant que membres des comités de direction, nous apportons des capitaux, nous soutenons la gouvernance et, au besoin, nous aidons les entreprises à traverser les périodes difficiles. Globalement, nous voulons donner aux entreprises les outils pour créer de la valeur et croître et nous avons obtenu de grands succès en France.

Parmi nos investissements passés, je peux citer l'exemple de Constellium, où nous avons acquis une partie du groupe Pechiney auprès de Rio Tinto et, avec des partenaires français, avons reconstruit l'entreprise en tant que société industrielle indépendante, ce qui a permis de réancrer des actifs industriels stratégiques en France après qu'ils furent passés sous contrôle étranger. Un autre exemple est le rachat de Verallia à Saint-Gobain, qui a permis à l'entreprise d'être cotée à la Bourse de Paris. Enfin, dans le cas de Latécoère, Apollo a permis de restaurer une structure financière plus saine.

Évidemment, tous nos investissements ne sont pas des succès. Quand on investit dans un actif à risque, qu'il soit coté ou non, la réalité est qu'il y aura toujours des pertes. Notre objectif est de minimiser ces pertes, mais cela fait partie intégrante du métier d'investisseur.

Kem One est un exemple de situation que nous avons prise très au sérieux. Depuis 2021, le fonds Apollo y a injecté des capitaux importants pour continuer à soutenir l'activité, alors que le secteur de la chimie en Europe traverse une crise majeure due à une forte réduction de la demande, aux coûts élevés de l'énergie et à une surcapacité qui affecte le continent. La préservation de la base industrielle et des emplois a toujours été une priorité pour Apollo. Dans des circonstances difficiles comme celles de Kem One, notre démarche est guidée par plusieurs principes fondamentaux : une perspective à long terme, un dialogue avec toutes les parties prenantes (équipes de gestion, salariés, prêteurs et autorités publiques), la préservation de la capacité industrielle et des emplois, lorsque c'est possible, et un cadre d'action transparent où nous rendons des comptes.

Nous prenons très au sérieux notre rôle de gestionnaire, responsable des capitaux et des entreprises de notre portefeuille, dans les bons comme dans les mauvais environnements de marché. Nous sommes présents pour engager un dialogue constructif et transparent. Nous continuons de croire que les sociétés françaises ont besoin de sources de financement diversifiées, complémentaires des investisseurs publics et des banques, pour soutenir une économie dynamique et concurrentielle sur le plan mondial.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour cette présentation.

Vous avez évoqué votre présence sur le continent européen. Quels sont les critères qui vous amènent à investir et à vous positionner sur certains secteurs de l'économie française ? Comment en êtes-vous venu à choisir EDF, Air France–KLM et TotalEnergies ? À quel horizon se situe votre présence dans ces entreprises ?

Avez-vous recours à des rachats avec effet de levier (*Leveraged Buy-Outs*, LBO) lorsque vous achetez des entreprises, comme ce fut le cas avec Kem One ? Comment fixez-vous le niveau d'endettement moyen d'Apollo dans le cadre de telles opérations ?

Enfin, prenez-vous en compte les enjeux sociaux, environnementaux, territoriaux ou relatifs à l'emploi et aux conditions de travail, dans vos décisions d'investissement et de cession d'entreprise ?

M. Alex van Hoek. Nous sommes une entreprise mondiale de gestion d'investissements alternatifs. Cela signifie que nous gérons des capitaux sur le long terme, avec pour but de générer des retours sur investissement pour nos investisseurs, nos clients et les personnes percevant leurs pensions de retraite.

Nous le faisons à travers des transactions et des structures très diverses, mais principalement de deux manières : par des investissements en capital – nous devenons alors l'actionnaire majoritaire des entreprises – et par des prêts – nous ne sommes pas actionnaire de l'entreprise, mais mettons en place des financements à long terme. C'est dans le cadre de nos activités d'investissement en capital que nous avons investi dans Kem One, Constellium, Vallourec et Verallia, et dans le cadre de celles de financement que nous sommes intervenus auprès d'Air France et EDF.

Le marché français est un marché-clé pour Apollo, depuis des années. La France est un pays magnifique, doté d'une économie très importante et de très bonnes entreprises. De notre point de vue, les entreprises françaises bénéficient de sources de financement aussi diversifiées que possible, et le rôle d'Apollo, surtout dans nos activités de financement, est complémentaire de celui des banques traditionnelles et des marchés de capitaux.

Concernant les types d'entreprises dans lesquelles nous souhaitons investir, nous cherchons en général de bonnes entreprises que nous pouvons soutenir sur le long terme pour tenter de les améliorer. Il n'y a rien de mieux, pour nous, que d'avoir des entreprises qui réussissent : nos intérêts sont alignés sur ceux de l'entreprise vers cet objectif. Cependant, lorsqu'on investit dans l'économie réelle, il n'est pas toujours possible d'avoir un parcours sans faute et les entreprises dans lesquelles nous investissons rencontrent parfois des difficultés, pour diverses raisons comme un environnement macroéconomique défavorable ou des crises industrielles sectorielles – nous pourrions en reparler plus en détail, notamment à propos de Kem One. Mais, globalement, notre approche est d'être un partenaire de long terme pour ces entreprises, afin de les soutenir et de les améliorer autant que nous le pouvons.

L'horizon de nos activités de capital-investissement est de cinq à sept ans, mais il peut être plus long selon la nature de l'investissement. Pour nos activités de crédit, nos engagements de financement peuvent être beaucoup plus longs. Tout dépend des besoins de l'entreprise partenaire. L'une des forces d'Apollo, qui nous différencie des banques, est notre grande souplesse en matière de structure et de durée d'investissement.

S'agissant de Kem One, notre but est de soutenir les entreprises sur le long terme et de les rendre plus résilientes. Nous n'entrons jamais dans un investissement en nous attendant à rencontrer des difficultés financières comme celles que nous avons vécues avec Kem One. Pour vous rappeler le contexte, nous avons investi dans Kem One en 2021. Assez rapidement après (et c'est naturellement quelque chose que nous n'avions pas prévu), la guerre en Ukraine a provoqué une flambée des prix de l'énergie. Les taux d'intérêt ont augmenté partout en Europe, touchant le marché de la construction, un débouché essentiel pour les produits de Kem One en PVC. Il y a donc eu une chute de la demande, en même temps qu'une hausse des coûts qui se poursuit encore : le coût de l'énergie pour une entreprise comme Kem One, en Europe, est quatre fois plus élevé que pour une entreprise équivalente en Amérique du Nord. À cela s'ajoute une crise de surcapacité en Asie dans ce secteur, qui inonde le marché européen. Tous ces facteurs combinés ont créé un environnement opérationnel très difficile, non seulement pour Kem One, mais pour toute l'industrie chimique en Europe, qui fait face à de nombreux vents contraires.

La situation a donc été périlleuse, mais Apollo est resté fidèle à son engagement de continuer à investir dans Kem One en dépit de ces conditions. L'entreprise a investi plus de 600 millions d'euros (M€) en capital depuis 2021, dont la majeure partie a servi à moderniser les usines – notamment à Fos-sur-Mer, où plus de 200 M€ ont été investis pour moderniser l'usine, la rendre compétitive au niveau mondial et plus respectueuse de l'environnement. L'entreprise continue

d'investir dans son empreinte industrielle. Nous n'avons fermé aucun site, nous n'avons procédé à aucun licenciement économique et, en préparant cette réunion, j'ai constaté que nous avons aujourd'hui plus de salariés qu'en 2021, lorsque nous avons commencé à investir. Nous avons donc cherché à investir dans l'entreprise pour lui apporter stabilité et résilience face à des crises industrielles que nous n'aurions jamais pu prévoir.

M. le président Emmanuel Mandon. J'ai également une interrogation concernant ce que l'on nomme aujourd'hui la crise du *private equity*, que l'on a pu constater aux États-Unis. Vous paraît-elle susceptible de s'étendre au-delà, notamment en France, à court ou moyen terme ?

M. Alex van Hoek. Je n'ai pas connaissance d'une crise du capital-investissement aux États-Unis.

Je pense qu'aux États-Unis, l'écosystème de l'investissement privé, dont Apollo fait partie, continue de croître, de se développer et de rester très important pour le fonctionnement de l'économie. Il est clair que, dans l'industrie de l'investissement, qui est une activité à risque, on ne réussit pas toujours et qu'on commet parfois des erreurs : il peut y avoir des secteurs ou des entreprises qui sont confrontés à des défis, où les investisseurs et d'autres acteurs peuvent rencontrer des problèmes. Mais je n'ai pas connaissance d'une crise généralisée aux États-Unis ou dans un autre pays.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous êtes responsable des affaires européennes d'Apollo, le plus grand fonds d'investissement mondial. Vous dites ne pas être au courant des risques de crise financière aux États-Unis. C'est étonnant, car nous sommes tous au courant ! Le patron de J.P.Morgan et les autorités de régulation américaines alertent sur de très sérieux risques de crise financière, qui seraient initiés justement par des fonds comme le vôtre, des fonds de crédit privé. Par manque de régulation et contrairement aux banques, ces fonds ont massivement investi dans des entreprises qui se retrouvent aujourd'hui en très grande difficulté. Il y a donc un risque de nouveau krach financier provoqué par ce *shadow banking* dont vous faites partie.

Aujourd'hui, beaucoup de monde commence à se rendre compte de ces risques, de cet emballement financier provoqué par des fonds comme le vôtre, déconnecté des réalités. Cela explique que beaucoup d'investisseurs veulent reprendre l'argent qu'ils ont placé chez vous, à Apollo ou dans d'autres fonds d'investissement.

Je suis donc étonnée que vous ne soyez pas au courant, je ne peux pas croire que vous l'ignoriez. Quels sont les risques de crise financière liée à vos investissements et de contagion au système bancaire et financier français ? Confirmez-vous que des investisseurs ont voulu retirer des masses importantes d'argent de chez vous, ces dernières semaines ? Il est question, au total, de treize milliards de dollars de retraits dans les fonds de crédit privé depuis trois mois, ce qui est du jamais-vu. Face à la panique, Apollo a-t-il tenté, comme d'autres fonds, de restreindre ces retraits ? Vos fonds cotés ont-ils chuté et, si oui, de combien ? Avez-vous vous-même déprécié la valeur de vos fonds ? Ces questions sont

extrêmement importantes, car nous avons l'impression de revivre les prémices de la crise de 2008.

M. Alex van Hoek. Je pensais que nous parlions d'une crise du capital-investissement : c'est à cela que je répondais en disant qu'il n'y en avait pas. En revanche, je suis tout à fait au courant des préoccupations entourant la question du crédit privé.

Apollo est effectivement l'une des sociétés privées de gestion d'investissements les plus importantes. Nous faisons partie de ce segment important de l'économie. Pour nous, il ne s'agit pas d'une crise d'ensemble, mais plutôt de l'existence de poches de tension dans certains secteurs. Il est exact qu'il y a des changements de perception et que, par exemple, les évolutions récentes dans l'intelligence artificielle conduisent certains investisseurs à s'interroger sur la pérennité des sociétés de développement de logiciels, financées non seulement par des prêteurs traditionnels, mais aussi par le crédit privé. À raison, il y a des interrogations sur la santé à long terme de ces emprunteurs, qu'ils aient eu recours à des fonds privés ou à des solutions de financement plus classiques.

Pour sa part, Apollo a une exposition aux sociétés de développement de logiciels qui ne représente que moins de 2 % de ses actifs investis sur le plan mondial. Nous pensons donc être bien positionnés dans l'éventualité où des problèmes surviendraient dans cette industrie.

Notre activité de capital-investissement, quant à elle, a une exposition nulle au secteur du développement de logiciels. Notre analyse est qu'il y aura des défis pour certains emprunteurs, notamment sur le marché du crédit privé, mais il ne s'agit pas, à notre avis, d'une crise qui présenterait un risque de contagion à d'autres secteurs de l'économie.

Il est vrai – et vous l'avez dit – que quelques investisseurs cherchent à retirer leurs capitaux de certains fonds de notre écosystème et les médias s'y sont intéressés. Cependant, la grande majorité des capitaux d'Apollo sont investis à long terme, que ce soit du côté des assurances, des fonds de pension ou dans des fonds fermés. C'est la majeure partie de notre activité et, dans ces secteurs, nous ne constatons pas de rachats comme ceux que vous évoquez. Les rachats se concentrent dans un domaine très visible (mais néanmoins limité), celui des *business development companies* (BDC) aux États-Unis : ce sont ces fonds, qui offrent une option de rachat, où nous avons observé des niveaux de rachat plus élevés. Mais, en ce qui nous concerne, ces sociétés d'investissement représentent une proportion très réduite de notre bilan.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Avez-vous tenté de restreindre les retraits de certains investisseurs dans vos fonds ? Certains de vos fonds cotés ont-ils particulièrement chuté depuis trois mois, en lien avec ces difficultés dans le secteur du logiciel ? Avez-vous vous-même déprécié la valeur de certains fonds ?

M. Alex van Hoek. Dans les BDC, où de petits investisseurs peuvent placer leur argent, il est prévu contractuellement que les investisseurs ont le droit de demander le rachat de leurs capitaux, mais ces rachats sont soumis à des plafonds.

La raison d'être de ces plafonds est de protéger l'ensemble des investisseurs : en effet, si une trop forte proportion de rachats a lieu du fait de conditions de marché passagèrement défavorables, le gestionnaire d'actifs serait contraint de liquider une part importante des investissements sous-jacents. Cela aboutirait à devoir vendre des positions très en amont, ce qui ne serait pas dans l'intérêt de l'ensemble des investisseurs. Les plafonds de rachat sont donc une pratique traditionnelle de l'industrie pour la protection des investisseurs : lorsque les demandes de rachat dépassent les plafonds, ceux-ci s'appliquent pour veiller à ce que les investissements sous-jacents soient protégés.

Concernant la valeur de nos actifs, il a pu y avoir de la décote. Chez Apollo, nos actifs sont évalués quotidiennement par rapport aux prix du marché. Il y a eu une certaine volatilité sur les marchés depuis quelques semaines ou mois, pour de multiples raisons, y compris le contexte géopolitique, la volatilité autour de l'intelligence artificielle et les risques liés au logiciel. Il est certain que des valeurs ont pu être revues à la baisse. Cependant, nous sommes des investisseurs prudents : les actifs dans lesquels nous investissons sont de bonne qualité, bien notés et affichent une bonne performance. Par conséquent, nous n'avons pas eu de dévalorisations significatives, en moyenne, sur nos positions.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'en viens maintenant à votre activité de capital-investissement, c'est-à-dire lorsque vous entrez directement dans le capital d'entreprises. Vous êtes entré dans le capital de nombreuses grandes entreprises françaises, en allant chercher des taux de rentabilité ou des remontées de valeurs très importantes au bénéfice d'Apollo. D'ailleurs, votre fondateur, M. Leon Black, est l'une des premières fortunes mondiales et il le doit en grande partie au fonds Apollo. Vous investissez dans ces entreprises françaises pour en extirper un maximum de valeur : vous les rachetez, vous les restructurez et vous les revendez au prix fort, parfois en les mettant en grande difficulté. Je pense à Ingenico, à Ascometal et à Kem One.

J'en arrive au cas spécifique de Kem One. Nous avons auditionné des salariés de cette grande entreprise de chimie de 1 300 salariés, et ils sont extrêmement inquiets. Depuis que vous avez mis la main sur Kem One, la dette s'est envolée. Elle était quasiment nulle et elle est maintenant passée de 10 M€ à 700 M€ en cinq ans. Vous avez acheté Kem One pour 730 M€, d'après les chiffres que je possède, mais vous n'avez en réalité mis vous-même que 250 M€. Le reste, c'est de la dette qui pèse maintenant sur Kem One et qui l'oblige – et je vous demande de le confirmer ou de l'infirmer – à payer chaque année 40 M€ d'intérêts, auxquels s'ajoutent des frais de conseil absolument considérables, prélevés eux aussi sur les comptes de Kem One.

Ma question est donc la suivante : combien avez-vous réellement investi dans l'appareil productif de Kem One ? Vous avez prélevé beaucoup d'argent pour rembourser la dette et pour des frais de conseil, tandis que la dette de Kem One s'est envolée. Mais qu'est-ce qui a été bénéfique pour l'entreprise ? Quels investissements productifs concrets, pour combien d'euros, avez-vous réalisé dans l'appareil productif de l'usine Kem One ?

M. Alex van Hoek. Nous prenons très au sérieux le contexte de Kem One et nous comprenons évidemment qu'il retienne votre attention, vu la taille, l'importance et les effectifs de l'entreprise.

Avant de parler de ce cas précis, vous avez parlé d'« extirper la valeur » des entreprises de notre portefeuille. Avec tout le respect que je vous dois, je ne suis pas d'accord. Notre objectif est de créer de la valeur et d'améliorer les entreprises que nous détenons. Pour Apollo, tout le monde se porte mieux lorsque les entreprises dans lesquelles nous investissons se portent bien. C'est la meilleure issue possible et c'est le résultat que nous recherchons. Parfois, nous ne réussissons pas : nous investissons dans une économie réelle, dynamique, soumise à des forces que nous ne contrôlons pas, comme dans le cas de Kem One qui fait face à une crise profonde touchant l'industrie dans son ensemble.

Les chiffres que vous avez cités concernant le prix d'acquisition de Kem One et la dette initiale sont exacts. Apollo a investi environ 250 M€ de capitaux. Nous n'avons reçu aucun retour sur cet investissement et nous nous attendons à ne retirer aucune valeur de ce dossier, même si nous avons apporté un soutien financier supplémentaire. Depuis notre investissement, le chiffre d'affaires et les revenus ont baissé, mais nous avons soutenu l'objectif de la direction de continuer d'investir dans l'empreinte industrielle de Kem One.

Voici quelques chiffres à ce sujet. Depuis notre prise de participation, Kem One a réalisé 618 M€ de dépenses d'investissement (*Capital expenditures*, Capex) sur ses sites industriels. Plus de 200 M€ ont été investis dans l'installation de Fos-sur-Mer pour la rendre plus efficace sur le plan énergétique, plus conforme aux normes environnementales et plus compétitive sur la scène mondiale. La vaste majorité des ressources de Kem One a été utilisée pour soutenir les opérations et investir dans la capacité industrielle de l'activité.

Concernant les frais de conseil, depuis notre prise de participation, 23 M€ ont été dépensés en conseillers en investissement, notamment auprès de la société FTI, un grand cabinet de conseil disposant d'une expertise dans de nombreux domaines. La majeure partie de ces frais était liée à l'opération de financement de 2025, dont le but était d'apporter des liquidités à Kem One pour assurer la continuité de ses opérations, payer ses salariés et accompagner ses clients.

D'autres frais concernaient le projet d'investissement à Fos-sur-Mer, pour accompagner les dépassements de coûts et les retards, par exemple. Tout cela a été fait en appui à l'équipe de direction.

Il y a aussi d'autres coûts de support externe, comme des frais d'ingénierie ou des études techniques, qui font partie du fonctionnement normal de cette entreprise et qui, par ailleurs, soutiennent l'emploi local.

L'objectif global de notre investissement dans Kem One a été d'aider l'entreprise à traverser une période très compliquée pour toute l'industrie chimique, en mettant l'accent sur ses besoins de liquidités et de trésorerie pour assurer la continuité de ses opérations et de ses emplois.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Confirmez-vous que la dette de Kem One est passée, depuis le rachat en 2021, de 10 M€ à 700 M€ ?

M. Alex van Hoek. Au moment de l'acquisition par Apollo, la structure du capital comprenait 450 M€ de dette, 2 M€ de capitaux d'Apollo et environ 1 M€ de liquidités pour le soutien des opérations de l'entreprise. Lorsque nous avons placé ces 450 M€ de dette, notre point de vue était que ce niveau d'endettement était raisonnable.

Pour vous redonner quelques éléments de contexte, lorsque nous évaluons l'achat d'une entreprise comme Kem One, nous examinons ce que nous appelons le « *cash-flow* de cycle » moyen. En regardant le cycle, nous estimons quel sera le *cash-flow* pour financer l'entreprise avec un niveau raisonnable de dette et donc la moyenne de cycle de *free cash-flows*. Pour Kem One, la dette, comme ratio, était d'environ trois tandis que la dette, comme proportion du *cash-flow*, était d'environ 1,2. Ces chiffres sont tout à fait cohérents avec les niveaux normaux sur le marché, que ce soit pour des entreprises privées, publiques ou cotées en bourse. L'attente était que l'entreprise grandisse et puisse refinancer la dette vers la date de maturation, environ sept ou huit ans après l'investissement.

Cela ne s'est pas produit, car nous n'avions pas prévu la crise industrielle qui est survenue. L'entreprise a donc levé plus de dette ces trois dernières années et le produit de cette dette a été réinvesti dans l'entreprise pour soutenir les opérations et s'assurer qu'elle dispose de suffisamment de liquidités pour poursuivre son activité et continuer à payer les salaires.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Avant que vous achetiez Kem One, la dette était-elle bien de 10 M€ et est-elle aujourd'hui bien de 700 M€ ?

M. Alex van Hoek. Je crois que la dette est, à ce jour, d'environ 700 M€, je peux vérifier ce point. Je ne sais pas quelle était la situation avant l'implication d'Apollo.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous avez fait peser 450 M€ de dette sur Kem One au moment de l'achat. Confirmez-vous que Kem One paie maintenant 40 M€ d'intérêts financiers par an pour rembourser cette dette ?

M. Alex van Hoek. Oui, je crois que c'est le cas. Je ne connais pas les chiffres exacts, mais je pense que ces chiffres sont justes.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous dites qu'il y a eu 23 M€ de frais de conseil versés à la société de conseil FTI, donc payés par Kem One.

Confirmez-vous que FTI fait partie du comité de direction (Comex) de Kem One ? En somme, confirmez-vous qu'elle est un peu « juge et partie », comme on dit en France ?

M. Alex van Hoek. Je ne suis pas sûr de comprendre complètement les enjeux de la question, mais je peux confirmer que FTI est l'une des plus grandes entreprises de consulting, avec une forte expertise. Je peux confirmer qu'ils ont reçu 16 M€ pour de nombreux projets différents, qui visaient tous à soutenir Kem One dans ses priorités stratégiques et industrielles. Cela inclut le refinancement de

l'année dernière, ainsi que le soutien au projet d'investissement à Fos-sur-Mer, en ligne avec le budget. Ces différents projets ont été menés pour soutenir l'équipe de gestion, gérer l'entreprise et assurer sa continuité, notamment pour éviter des licenciements.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Confirmez-vous que la société de conseil FTI siège au Comex de l'entreprise Kem One et, en même temps, a reçu 16 M€ de frais de conseil de la part de Kem One ?

M. Alex van Hoek. À un certain moment, il y a eu des changements dans l'équipe de direction de Kem One, ce qui arrive souvent quand une entreprise subit un stress financier et industriel.

Je crois que FTI a siégé comme directeur financier pour soutenir l'entreprise pendant qu'elle cherchait un titulaire pour ce poste. C'est une pratique visant à assurer la continuité des opérations et du comité de direction, lorsqu'il y a des changements dans l'équipe. La société FTI, grâce à ses missions de conseil antérieures, connaissait bien l'entreprise et ses priorités stratégiques et était donc bien positionnée pour assumer ce rôle. Il faut noter que FTI, en sa qualité de directeur financier, n'avait pas d'autorité sur le montant des honoraires qui lui seraient payés pour ses futures missions de conseil.

Mme Alix Fruchon (DR). Le modèle économique du *private equity* repose sur un cycle d'investissement structuré autour d'une durée moyenne de détention de quatre à dix ans. Cette temporalité est alignée sur les contraintes des fonds (levée des capitaux, période d'investissement, phase de cession), mais elle peut entrer en tension avec les logiques industrielles, particulièrement dans des secteurs nécessitant des investissements lourds et une visibilité stratégique de long terme, avec des plans pluriannuels, parfois décennaux. Or les objectifs de fonds se déploient souvent autour de l'optimisation rapide des charges, la réduction des coûts fixes, la cession des actifs non stratégiques, la cession de l'immobilier, etc.

Alors que la France et ses acteurs économiques et politiques veulent freiner la désindustrialisation et relocaliser des industries, la compatibilité entre les volontés financières des fonds d'investissement et les stratégies à long terme interroge. Vos objectifs peuvent différer, votre but n'étant pas la croissance industrielle pérenne des territoires français. Vos investissements et votre activité en capital-investissement sont-ils compatibles avec les cycles industriels longs nécessaires aux entreprises françaises ? Quels mécanismes mettez-vous en place pour éviter qu'une stratégie de sortie à échéance contrainte ne conduise à des arbitrages défavorables à l'investissement productif de long terme – et donc à l'ensemble de l'écosystème de nos territoires ?

M. Alex van Hoek. Je comprends les préoccupations que vous soulevez et veux redire que notre objectif est de soutenir les entreprises sur le long terme.

Peut-être avons-nous des définitions différentes du « long terme ». Pour ce qui me concerne, je pense qu'un horizon de cinq à dix ans constitue déjà le long terme dans le contexte des cycles macroéconomiques et des autres changements qui peuvent survenir dans une économie globale dynamique. Notre but est de soutenir

les entreprises à long terme en leur fournissant du capital et en les aidant à naviguer dans des situations complexes.

La meilleure chose qui puisse arriver pour Apollo, c'est que nos entreprises réussissent et soient en bonne santé. Notre objectif est d'investir dans la croissance, l'emploi et la technologie pour qu'Apollo puisse créer une vraie valeur. Nous le faisons en collaboration avec les équipes de direction et les autres parties prenantes.

Nous prenons très au sérieux les préoccupations que vous avez exprimées, surtout dans les situations où les investissements ne se déroulent pas comme prévu, comme dans le cas de Kem One. Lorsque nous avons des entreprises en portefeuille qui subissent des difficultés financières, nous voulons travailler de manière constructive avec toutes les parties prenantes, en cherchant toujours à maintenir l'activité et l'emploi autant que possible. Notre but premier dans nos investissements, en France comme ailleurs, est la croissance, pour que les entreprises deviennent plus fortes et plus durables.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je reviens sur vos investissements productifs. Vous avez parlé de 618 M€. Je voudrais avoir une confirmation sur le montant des fonds propres que vous avez investis, c'est-à-dire sans faire peser de dette sur Kem One : combien avez-vous investi en fonds propres dans les usines de Kem One, en matière productive, depuis 2022 ?

M. Alex van Hoek. Le chiffre de 618 M€ correspond bien aux investissements dans les capacités productives de Kem One. Il y a eu 100 M€ de trésorerie présents au bilan que j'ai évoqué, ainsi que le *cash-flow* opérationnel de Kem One. Les 100 M€ au *closing* provenaient eux-mêmes de la dette et des capitaux donnés pour racheter l'entreprise à ses propriétaires précédents.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Après l'achat, à partir de 2022, avez-vous versé des fonds propres d'Apollo dans l'appareil productif de Kem One, sans emprunt ensuite supporté par Kem One ? Sur les fonds propres d'Apollo, combien avez-vous mis dans l'appareil productif depuis 2022 ?

M. Alex van Hoek. Apollo n'a pas apporté d'autres capitaux propres depuis l'apport initial en 2021. Cela n'est pas étonnant, dans la mesure où c'est Kem One qui est propriétaire de l'outil productif, et non Apollo. Il revient donc à Kem One d'investir dans sa capacité productive. Il serait anormal qu'une société ne détienne pas en propre son infrastructure critique. Ce n'est pas une question de capital-investissement : je pense que ce principe s'applique à n'importe quelle entreprise. L'entité qui est appelée à investir dans sa capacité industrielle, physique et productive, et qui rémunère les salariés, c'est bien la société elle-même, non ses actionnaires ou ses prêteurs.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Savez-vous si des fonds de crédit liés à Apollo ont pris, depuis 2021, des positions sur Kem One et auraient pu, de ce fait, bénéficier d'une dégradation de sa situation financière ?

M. Alex van Hoek. Non, les fonds Apollo n'ont pris aucun investissement en dette. Le seul investissement concerne les capitaux. Le contexte, encore une fois, est regrettable pour l'entreprise et pour l'industrie dans son ensemble.

Il est très peu probable qu’Apollo retire le moindre bénéfice financier de ses 250 M€ d’investissement, qui seront probablement valorisés à zéro. Je peux donc confirmer qu’aucun fonds Apollo n’est investi dans le financement de la dette de Kem One.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Est-ce qu’Apollo détient des parts dans un fonds d’investissement qui aurait parié sur une diminution de la valeur de Kem One ?

M. Alex van Hoek. Non. Apollo a une politique interne concernant ses prises de position dans la structure du capital des entreprises. Nous avons des procédures très rigoureuses pour limiter la capacité d’Apollo d’investir dans la dette des entreprises dans lesquelles Apollo est actionnaire, notamment pour éviter des situations de conflit d’intérêts. L’une de nos valeurs clés est d’être cohérents et alignés dans notre activité. Cela ne s’applique d’ailleurs pas seulement à Kem One : si nous sommes investisseur en capital, il y a des limitations sur notre capacité à investir sur un autre poste du bilan ou à prendre des positions du type de celles que vous évoquez.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Possédez-vous des parts dans Diameter, le fonds d’investissement américain ?

M. Alex van Hoek. Non, pas à ma connaissance ⁽¹⁾.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quels sont vos projets pour Kem One ?

M. Alex van Hoek. Notre objectif immédiat est d’assurer une base financière pérenne pour l’entreprise. À la lumière des vents contraires opérationnels et sectoriels, la structure des capitaux doit être modifiée. Nous travaillons de concert avec toutes les parties prenantes – y compris les prêteurs, l’équipe de gestion, les salariés et d’autres acteurs – pour traverser cette crise et permettre à l’entreprise de retrouver un socle plus pérenne.

Dans ce contexte, je peux confirmer qu’Apollo est disposé et volontaire pour apporter davantage de capitaux à Kem One afin de soutenir l’activité. Une telle décision fait l’objet d’échanges en temps réel. Des questions de confidentialité s’appliquent dans ce type d’opération, notamment dans le cadre français. Concernant l’entreprise elle-même, notre perspective reste de veiller à la continuité des opérations, des capacités industrielles et des investissements.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous avez dit précédemment que ce n’était pas à Apollo d’apporter des capitaux nouveaux à Kem One... et maintenant, vous nous dites que vous pourriez peut-être apporter des capitaux nouveaux sur vos fonds propres.

⁽¹⁾ Postérieurement à l’audition (vendredi 17 avril 2026), M. Alex van Hoek a indiqué par écrit qu’après vérification, des filiales d’Apollo détiennent une participation minoritaire (inférieure à 5 %) dans Diameter Capital Partners (GP) et qu’Apollo n’a aucun contrôle ni influence sur leurs décisions d’investissement. (“Following the session, we conducted additional internal checks and can confirm that Apollo-affiliated entities do hold a less than 5% minority stake in Diameter Capital Partners (GP). However, I can also confirm that Apollo does not have any control or influence over their investment decisions.”).

M. Alex van Hoek. Oui, nous sommes prêts à apporter des capitaux à Kem One dans le cadre des discussions en cours, aux côtés des prêteurs et d'autres parties prenantes. Mais comme je l'ai dit, cela fait partie d'une démarche en cours où il y a d'autres acteurs, dont les prêteurs, qui pourraient peut-être préférer financer eux-mêmes ces capitaux. Nous sommes donc en négociation à ce sujet. Le but reste toujours que la situation de Kem One puisse être stabilisée sur le long terme.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pouvez-vous nous dire qui sont ces autres investisseurs et combien vous-même êtes prêts à mettre pour l'instant dans Kem One ?

M. Alex van Hoek. Les montants et l'identité des autres parties sont régis par des accords de confidentialité. Si vous le permettez, je pourrai vous fournir une réponse par écrit, compte tenu de ces contraintes de confidentialité.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'ai une dernière question, plus générale, sur la politique d'investissement d'Apollo en France. Comptez-vous acquérir d'autres entreprises en France dans les mois à venir ? Avez-vous des projets dans le secteur de l'armement, puisque vous êtes connu comme un fonds ayant investi dans ce secteur ? Je rappelle que vous avez détenu, par exemple, Blackwater, qui est une milice privée. Avez-vous des projets dans le secteur de l'armement en France ?

M. Alex van Hoek. Nous avons l'intention de continuer à être actifs en France. Comme je l'ai dit d'entrée de jeu, nous estimons que la France est un pays doté d'une économie forte et importante, et nous pensons que le pays bénéficie de nos capitaux et de nos investissements. Nous cherchons donc à continuer d'investir en France.

Dans le domaine du capital-investissement, nous n'examinons pas, pour l'instant, d'entreprises dans le secteur de l'armement ou de la défense. Pour Apollo, il serait plus cohérent de réaliser des solutions de financement si un intérêt stratégique pour la France se présentait, ce qui est certainement le cas dans ce secteur. Je pense que ce serait plutôt par du financement à long terme que par des prises de position qui nous donneraient une influence ou un contrôle, étant donné que c'est un secteur sensible.

Néanmoins, comme toutes les industries qui demandent beaucoup de capitaux (la défense, la technologie, la transition énergétique, les infrastructures critiques...), nous pensons que la flexibilité de nos capitaux et notre capacité à fournir du financement à long terme sont stratégiques et importantes pour les entreprises. Nous chercherons donc bien, par ce biais, à continuer d'investir en France.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je reviens sur Kem One, car j'ai une interrogation. Vous avez dit tout à l'heure que vous aviez mis 200 M€ dans le site de Fos-sur-Mer, mais nous sommes bien d'accord que cet argent ne vient pas d'Apollo. Les 200 M€ viennent de Kem One, n'est-ce pas ?

M. Alex van Hoek. S'agissant de ces 200 M€, il y avait des liquidités au bilan de Kem One. Une partie de ces liquidités est en provenance d'Apollo, mais la

plupart des capitaux utilisés par Kem One pour investir dans ses installations appartiennent bien à Kem One, et non à Apollo. Encore une fois, c'est la structure normale du financement des entreprises : ce sont les capitaux de la société qui sont investis dans la société. Pour être tout à fait transparent, en tant qu'actionnaire, Apollo a soutenu et validé ces investissements de trésorerie présents au bilan. Nous avons appuyé le plan stratégique de l'équipe de direction et cherché à l'améliorer par tous les moyens possibles.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pour résumer, à part les 250 M€ investis au départ dans Kem One, vous n'avez jamais rien mis d'autre. Est-ce bien cela ?

M. Alex van Hoek. C'est exact, à l'exception de la possible injection de capital que nous avons évoquée, qui fait l'objet de la discussion confidentielle en cours avec les autres parties prenantes.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous arrivons au terme de cette audition extrêmement intéressante. Nos échanges ont utilement éclairé notre commission d'enquête et si nous ne vous avons pas adressé de questionnaire préalable, monsieur le directeur, nous nous permettrons néanmoins, si vous le voulez bien, de vous adresser quelques questions écrites supplémentaires afin, le cas échéant, de préciser certains points.

*

* *

31. Audition de représentants de la direction générale de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés des capitaux (DG FISMA) de la Commission européenne (16 avril 2026)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

encadre leur fonctionnement, notamment en matière d'actifs éligibles, de diversification et de limitation de l'effet de levier.

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

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

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

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

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

La Commission a mené de nombreuses consultations. Elles ont mis en évidence que l'accès au financement est souvent restreint pour nos entreprises, car

trop peu d'acteurs ont la capacité d'investir dans des entreprises de tailles différentes et à différents stades de leur développement. On trouve également assez peu d'acteurs européens désireux d'investir dans des entreprises en difficulté financière. En d'autres termes, le risque existe que les entreprises les plus jeunes ou en difficulté n'aient accès qu'à de rares offres de financement, voire aucune, ce qui peut mettre en péril leur viabilité.

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

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

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

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

J'ajoute que la Commission travaille également à une réforme des fonds de soutien à l'innovation et au capital-risque. Une consultation publique a été conduite, au début de l'année, afin d'améliorer le fonctionnement du label européen pour les fonds européens de capital-risque (*European Venture Capital Fund*, EuVECA) et

éventuellement d'étendre son périmètre, le but étant de permettre aux fonds d'atteindre une taille critique pour aider les entreprises qui souhaitent se développer rapidement dans l'Union.

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

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

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

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

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

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

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

Troisièmement, nous examinons les pratiques de ce que l'on appelle les *family offices*, comme Alpha Blue Ocean, qui utilisent les obligations convertibles

en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa), ruinant des centaines de petits actionnaires en plus de détruire à petit feu des entreprises.

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

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

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

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

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

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

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

Il est important de distinguer les gros acteurs soumis à la directive AIFM, qui sont autorisés et supervisés, selon des règles européennes, par l'AMF, d'une

série d'acteurs de plus petite taille, qui sont soumis au régime national pour les fonds et également supervisés par l'AMF.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Il y a effectivement des inquiétudes relatives aux fonds de dette privée. Il faut savoir qu'il s'agit d'un secteur beaucoup plus important aux États-Unis que dans l'Union européenne. Le marché américain concentre environ 65 % des actifs sous gestion des fonds de dette privée au niveau mondial, contre seulement 20 %

pour l'Union européenne : même si ce marché est également en essor, chez nous, depuis deux ans, cela reste très limité en valeur absolue.

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

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

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

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

*

* *

32. Audition, dans le cadre d'une table-ronde, des représentants de salariés du groupe Atos (17 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Je souhaite la bienvenue à l'ensemble des participants à cette table-ronde : MM. Didier Moulin, délégué syndical central, et Pascal Besson, coordinateur adjoint, au titre de la CGT ; M. Pierre Jean, coordinateur adjoint, au titre de la CFDT ; M. Lionel Arcidiacono, coordinateur adjoint, au titre de FO ; et Mme Karine Dran, coordinatrice, au titre de la CFE-CGC. Je salue également M. Yazid Sabeg, président de CS Group SA, qui entretient des collaborations suivies, dans des domaines sensibles, avec Atos.

Atos est une entreprise française, leader européen dans plusieurs domaines liés à la cybersécurité, au pilotage des centrales nucléaires et aux logiciels militaires critiques.

Atos a longtemps connu une forte croissance. Cependant, son modèle économique, fondé sur une stratégie volontariste d'acquisitions et un recours massif à l'endettement, a connu, à partir de 2021, des difficultés sérieuses, aggravées par la montée brutale des taux d'intérêt en 2022. Il en résulte une division par dix, en deux ans, de la valeur de l'entreprise, dont la dette atteint désormais les 5 milliards d'euros (Md€).

Des plans de sauvegarde accélérée se sont succédé. En 2024 et en 2025, ils étaient centrés sur la réduction de la dette et la sécurisation des liquidités. La restructuration finalement retenue a permis d'éviter la liquidation, mais au prix d'un

changement radical de gouvernance et d'un recentrage sur les activités stratégiques essentielles.

Par un communiqué de presse en date du 31 mars 2026, le ministre de l'économie et des finances a annoncé que l'État avait acquis l'intégralité du capital de la société Bull, filiale du groupe Atos, regroupant ses activités de conception et de fabrication de supercalculateurs et de serveurs de haute performance. Les autres activités industrielles demeurent au sein du groupe Atos.

Des interrogations ont néanmoins été émises, notamment au Sénat, sur les modalités juridiques et financières de la restructuration du groupe. En effet, le siège de la holding qui sert de cadre financier aux activités subsistantes d'Atos se situe aux Pays-Bas et il semble que des raisons fiscales, liées aux exigences des créanciers, soient à l'origine de cet état de fait – une situation qui ne manque pas de soulever certaines questions, dans la mesure où Atos a bénéficié de 50 millions d'euros (M€) de la part du comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri).

Parmi les inquiétudes exprimées figure également l'emploi. Certes, dans un premier temps, l'action des organisations syndicales a limité le nombre d'emplois supprimés en France, mais on peut s'interroger sur l'effectivité des garanties à cet égard, d'autant que le plan Genesis, qui définit la restructuration d'Atos, fait mention de la délocalisation des fonctions-supports à l'étranger.

Nous sommes heureux de vous offrir, madame, messieurs, la possibilité de livrer, en toute liberté, votre analyse sur des opérations complexes qui peuvent légitimement dérouter et inquiéter les salariés que vous représentez. Je vous demanderai de centrer votre propos sur l'entrée de fonds au capital et ce qui s'en est ensuivi depuis la fin de l'année 2024, afin d'éviter les redites avec la mission d'information que le Sénat a menée cette même année.

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

(MM. Lionel Arcidiacono et Pascal Besson, Mme Karine Dran, MM. Pierre Jean, Didier Moulin et Yazid Sabeg prêtent successivement serment.)

M. Didier Moulin, délégué syndical central (CGT). Nous vous remercions de nous permettre de nous exprimer, devant la représentation nationale, sur Atos : la CGT d'Atos se bat depuis 2022 contre les faillites de la gouvernance et nous tentons d'alerter les gouvernements, les députés et les sénateurs sur ce qui se passe.

En décembre 2024, Atos était en faillite, elle était au tribunal de commerce. C'est un plan de sauvegarde accélérée, avec des créanciers, qui a permis la continuité des activités. Les créanciers sont naturellement devenus actionnaires et

propriétaires, ils ont désormais la mainmise complète sur Atos. C'est ce qu'il faut comprendre à propos de la structure capitaliste de l'entreprise.

Nous n'avons pas connaissance du contrat conclu entre les créanciers et la direction d'Atos, mais le document d'enregistrement universel (DEU) 2024, publié en avril 2025, comprend un chapitre qui décrit les dépendances de la direction vis-à-vis de fonds spéculatifs – car ce sont vraiment des fonds spéculatifs. Quatre d'entre eux détiennent 30 % du capital, à savoir deux sociétés américaines, un fonds spéculatif anglais et une banque néerlandaise.

Avec 30 % du capital, ils contrôlent la politique et la stratégie du groupe, parce que le reste de ce capital est totalement émietté, éparpillé, entre de multiples petits porteurs. L'intérêt de ces créanciers, c'est de récupérer leurs créances : vous comprenez donc qu'il y a un écart avec ce que serait la vision d'un tissu industriel à préserver, notamment en France.

Voici ce que contient – et c'est important de partager cette information – le contrat avec les créanciers. D'abord, une double holding en Hollande intègre tous les actifs d'Atos sauf Bull, qui a énormément de contrats avec l'État français, particulièrement dans des activités sensibles. Cette double holding, le droit hollandais en permet une saisie beaucoup plus rapide et beaucoup plus préservée pour les propriétaires en cas de faillite.

Nous avons posé la question de l'optimisation fiscale. On nous a répété, en comité social et économique (CSE), que ce n'était pas l'objectif, que c'était un problème de garantie et de caution. Monsieur Philippe Salle l'a répété, en juin 2025, lors de son audition au Sénat par la commission d'enquête sur l'utilisation des aides publiques aux grandes entreprises et à leurs sous-traitants.

Un remboursement anticipé obligatoire est prévu en cas de cession, dans l'ordre établi par le plan de refinancement. Ce point démontre qu'il y a bien une vision de démantèlement et de récupération des créances au fur et à mesure. Il y a aussi une commission de risque de 3,5 % du montant des garanties émises, payable chaque trimestre, et une double obligation pour le bilan financier : un fonds de roulement minimum de 650 M€ exigé chaque trimestre et un ratio d'endettement fixe dès juin 2027.

Les créanciers ont simplement reporté le « mur de la dette » de décembre 2024 à 2028-2029, lorsqu'il faudra rembourser le capital de 2,7 Md€. Entre-temps, 200 M€ d'intérêts, à des taux très élevés allant de 9 % à 13 %, tombent chaque année sur Atos. Le chapitre du DEU qui raconte tout cela comporte l'expression « chaîne de détention » par les créanciers. Atos est vraiment dans une chaîne de détention, car elle est détenue par des fonds spéculatifs étrangers.

Qu'est-ce que c'est, Atos ? Vous l'avez dans vos portefeuilles. Atos, c'est votre carte Vitale. Atos, c'est votre carte d'identité. Dès que vous consultez les portails officiels, c'est FranceConnect. On voudrait pouvoir donner la liste exhaustive, mais on ne l'a pas : la direction a toujours refusé de diffuser la cartographie des services publics assurés par Atos.

Pour nous, c'est une question de souveraineté numérique : nous nous battons pour que les activités militaires stratégiques ne soient pas les seules considérées dans la préservation des actifs d'Atos.

M. Pierre Jean, coordinateur adjoint (CFDT). Je vous remercie à mon tour de donner aux organisations syndicales du groupe Atos l'occasion de témoigner devant vous.

Je commencerai par rappeler l'organisation du groupe Atos, pour donner une idée générale des discussions autour des projets de scission du groupe :

- L'activité Tech Foundations était centrée sur l'intégration de services, l'infogérance et l'hébergement de serveurs et d'applications ;

- L'activité Eviden, quant à elle, était construite autour des activités héritées du groupe Bull, telles que les supercalculateurs, l'informatique en nuage, la cybersécurité et les mégadonnées.

Le groupe a progressivement été organisé autour de ces deux branches. Si cette description est rapide et grossière, elle permet de situer les débats.

L'organisation sociale actuelle est issue du projet de scission :

- d'un côté, pour Tech Foundations, une société de taille modeste (Atos International) et une unité économique et sociale (UES Atos), elle-même composée de deux entreprises ;

- de l'autre, Eviden International France et l'UES Eviden, regroupant un plus grand nombre d'employeurs.

Les deux branches avaient, à leur création, à peu près le même effectif.

La situation du groupe s'est particulièrement dégradée à partir de 2020. Le groupe Atos est passé d'un projet de réorganisation stratégique à un plan de survie financière.

La trajectoire suivie depuis lors comporte, de notre point de vue, trois grandes phases : des réorganisations internes successives ; un projet de scission de la partie Eviden, puis la vente partielle de la partie Tech Foundations ; une restructuration financière lourde sous sauvegarde accélérée. Autrement dit, le plan industriel et le plan financier se sont enchaînés et renforcés mutuellement jusqu'à la recapitalisation du groupe.

Le dialogue social a connu un tournant important fin 2023. Jusque-là, de nombreux accords avaient été signés en faveur des salariés, qu'il s'agisse de mesures sociales, de nombreux droits au sein du groupe ou d'un accord qui régle et indemnise le recours au travail en horaire atypique. On peut également citer les accords qui fondent l'organisation sociale actuelle.

La CFDT s'est toujours positionnée, au sein du groupe Atos, dans une perspective, tournée vers l'avenir, de protection du socle social et de construction de droits. Elle a été la première, en 2023, à alerter le Gouvernement sur les conséquences sociales de la situation financière du groupe Atos et sur les risques pesant sur les entreprises exerçant des activités stratégiques pour la nation.

En février 2024, la CFDT a participé à une mission d'information conjointe de la commission des affaires économiques et de la commission des affaires étrangères, de la défense et des forces armées du Sénat, portant sur Atos.

En 2025, de nombreuses négociations ont successivement échoué, à l'issue d'un processus de dégradation très forte des relations sociales depuis 2023.

L'année 2026 s'est ouverte avec un changement dans l'attitude de la direction, sous l'impulsion d'une nouvelle DRH arrivée en juillet 2025. Un nouvel espace de négociation s'est ouvert, en contraste avec les années précédentes. Il ne faut pas y voir un chèque en blanc et les discussions seront sans doute encore animées. Dans tous les cas, la CFDT restera présente pour défendre les salariés, porter leur voix et faire en sorte de bâtir un socle social solide. La CFDT réalise un travail acharné, dans les instances comme dans les négociations, pour atteindre les objectifs ambitieux qu'elle se fixe dans le cadre du dialogue social.

Sur le sujet qui intéresse directement votre commission, je ferai deux observations très succinctes. D'abord, j'indique que je n'interviendrai probablement pas sur le sujet de la composition de l'actionnariat, qui n'est pas de notre ressort. Ensuite, j'appelle votre attention sur la différence importante entre coïncidence et causalité : le groupe Atos a connu une dégradation financière, une dégradation du socle social et une financiarisation de son actionnariat. Mais établir des liens de causalité nécessite une analyse approfondie, que nous n'avons pas menée.

Mme Karine Dran, coordinatrice (CFE-CGC). Je vous remercie également de nous donner l'opportunité de nous exprimer. Les éléments très pertinents que monsieur Moulin vous a donnés mettent en lumière un premier sujet : les propriétaires de l'entreprise ont des intérêts très probablement divergents de ceux de l'entreprise elle-même (et de ceux de la France).

L'influence des fonds sur la trajectoire d'Atos est une conséquence, et non une cause, des difficultés que l'entreprise traverse. La crise s'est nouée au sortir de l'exercice 2021, pendant lequel on a commencé à recevoir des alertes et identifier des problèmes de gouvernance, de stratégie et de communication qui, globalement, ont mis l'ensemble du groupe dans une très grande fragilité financière.

C'est à cette occasion que des fonds ont commencé à apparaître, rachetant à bas prix une dette cédée par une multitude de créanciers obligataires qui n'avaient plus le droit de la conserver en raison de sa notation : leur mandat ne leur permettait pas de conserver une telle dette en portefeuille. Les fonds se sont donc positionnés pour récupérer, avec succès, un maximum de titres.

Le plan de sauvegarde dans lequel ils se sont inscrits garantissait leurs intérêts, en leur permettant de récupérer soit des intérêts, soit du capital. Comme monsieur Moulin, nous considérons que le mur de la dette n'a fait qu'être reculé et la situation, de ce point de vue, est extrêmement préoccupant.

S'agissant de l'influence réelle que peuvent avoir les fonds sur la stratégie de l'entreprise : les conditions qui leur donneront, à un moment donné, la possibilité d'intervenir de façon beaucoup plus massive dans les décisions nous préoccupent énormément. Nous observons avec beaucoup d'appréhension la publication des

indicateurs-clés de performance (*Key performance indicator*, KPI), car c'est ce qui permettra de savoir s'ils vont reprendre la main sur les décisions ou non. On sait que le démantèlement ne peut être que dans l'intérêt de ces fameux créanciers, parce qu'il amène un remboursement plus rapide.

Mais on sait également – et sur ce point, la position de la CFE-CGC n'a jamais varié – que l'intégrité du groupe est cruciale. Atos avait une vraie valeur ajoutée en tant que groupe multidimensionnel, tel qu'il existait encore il y a quelques mois. L'amorce de son démantèlement nous inquiète. De ce point de vue et même s'il est déjà un peu tard, donner les moyens au groupe de perdurer dans son intégralité est, pour nous, extrêmement important.

Sur l'influence que peuvent avoir les fonds, indirectement ou directement : nous ne siégeons pas au conseil d'administration, nous ne savons pas exactement ce qui s'y passe. Mais je confirme les propos de monsieur Jean : nous n'avons pas de visibilité sur l'actionnariat. Quoi qu'il en soit, on est passé d'une période d'à peu près cinq ans où la finance a été prédominante dans tous les choix de l'entreprise, parce qu'on ne parlait que de la dette, à une période où elle l'est toujours, dans la mesure où on ne parle que de rentabilité (ou presque).

Je laisse le bénéfice du doute à monsieur Salle, qui essaie d'avoir une vision stratégique autour de l'intelligence artificielle. Nous attendons la démonstration de ce que donneront cette stratégie et sa déclinaison pratique.

La rentabilité constitue aujourd'hui la priorité. On continue à rogner jusqu'à l'os tout ce qu'on peut, ce qui ne peut que nous inquiéter. Cette rentabilité est nécessaire pour permettre le remboursement des intérêts annuels, lesquels sont extrêmement lourds – on a payé plus de 300 M€ en 2025. Nous avons réussi à dégager de la marge pour ce remboursement, mais il sera extrêmement difficile de maintenir le rythme dans les années à venir. On affiche des objectifs très ambitieux et les salariés, au milieu de tout ça, n'y trouvent plus leur compte.

M. Lionel Arcidiacono, coordinateur adjoint (FO). Je vous remercie également de donner la parole aux organisations syndicales.

Mes collègues ont déjà à peu près tout dit : le fait est qu'on est en train de s'inquiéter de la gangrène, alors qu'on est à deux jours de l'amputation... C'est un peu brutal de le dire comme cela, mais quand je suis arrivé, en 2015, dans la branche Bull, au sein d'Avantix, on était environ dix-huit mille personnes en France ; aujourd'hui, on est à peu près huit mille. Ce n'est pas dû qu'à des suppressions d'emplois : on a vendu Worldline et Worldgrid, on vient de vendre Bull et j'oublie beaucoup de filiales.

Ce qui se passe actuellement, c'est l'aboutissement de plusieurs années de difficultés en cascade. Je ne referai pas l'historique de tout ce qui est arrivé : nous sommes tous allés devant la mission d'information du Sénat, nous avons mené plusieurs actions depuis plusieurs années.

Ceux qui nous ont rachetés en 2024 ne sont pas des philanthropes : ils ne sont pas venus pour sauver la boutique, mais pour faire de l'argent. On peut, à bon droit, s'inquiéter de la façon de procéder de ces nouveaux actionnaires. Mais cela

fait bien longtemps que la stratégie de l'entreprise n'est plus du tout axée sur un modèle industriel, dégradant totalement son efficacité au niveau national et au niveau international – et les effectifs ont baissé dans les deux cas. L'emploi n'est pas directement menacé par les fonds d'investissement : ils vont juste « achever la bête », qui est malade depuis très longtemps...

M. Pascal Besson, coordinateur adjoint (CGT). Chez Atos, nous avons toujours connu un pilotage par la finance – en tout cas, au moins depuis une dizaine d'années. Ce mouvement s'est fortement accéléré depuis le début de la « descente aux enfers » de la dette, fin 2021, et s'est traduit, comme mes collègues l'ont dit, par l'entrée au capital de nouveaux actionnaires. On va donc encore plus loin dans le « rogner sur toutes les dépenses » – dépenses de formation, d'investissement, toutes les dépenses, quelles qu'elles soient... On est vraiment pilotés par la finance à 100 %.

Le résultat, c'est que les salariés ne sont plus formés. On perd désormais des contrats parce qu'on n'a plus les moyens intellectuels, ni les compétences, pour les remplir correctement. Il nous arrive aussi régulièrement de ne plus pouvoir répondre à des appels d'offres, parce que les équipes ont été complètement démantelées.

Il n'y a plus du tout de stratégie, dans cette entreprise, si ce n'est essayer de sortir un maximum d'argent pour rembourser les actionnaires : on ne voit pas plus loin que ça. L'entreprise est en voie de démantèlement, des pépites sont vendues. Comme l'ont dit mes collègues, on était un acteur « multicompétent » sur le nucléaire, l'armée et les supercalculateurs, ce qui nous permettait de conquérir des marchés parce qu'on avait cette palette d'expertises. Aujourd'hui, ce n'est plus le cas.

Tout ce qui concernait le nucléaire, la gestion de l'énergie, en général, et Worldgrid, en particulier, a été vendu pour des sommes dérisoires : un peu moins de 300 M€ pour une branche de l'entreprise qui nous permettait d'avoir des contrats sur plus de trente ans dans le nucléaire et, par la même occasion, d'être au cœur de la souveraineté française.

Ce que la CGT demande, depuis 2023, c'est de sauvegarder Atos dans sa globalité, parce que ce qui faisait sa force, c'était l'ensemble (et non la somme des entités telles qu'elles ont été vendues). L'État a bien pris quelques petites mesures, telles que des prêts et une prise d'actions de protection pour garder la souveraineté, mais elles n'ont pas été suffisantes.

On voit aujourd'hui que cette action n'est même pas appliquée. Au bout du compte, l'État a sauvegardé ce qui, pour lui, était vraiment important, abandonnant toute la part d'Atos dans les services publics – notamment les portails de ces services publics, des impôts aux douanes en passant par les données de la carte Vitale. On a oublié un peu vite qu'Atos, ce n'est pas seulement le nucléaire et l'armée, c'est aussi tous les services publics aux citoyens.

Les salariés le paient à la fois en perte de compétences et en menace sur leurs emplois. Cette dernière est une réalité : en deux ans, on est passé de onze mille à huit mille salariés. Forcément, il y a eu de la casse sociale.

Aujourd'hui, on ne voit rien venir d'autre que la poursuite de ce démantèlement. Il n'y a pas de plan stratégique au niveau opérationnel, tous les choix qui sont faits vont plutôt à l'encontre du développement de l'entreprise. C'est bien à ce niveau qu'on s'aperçoit que la prédation par des fonds étrangers mène l'entreprise à ne plus s'occuper que de finance et plus du tout de son cœur de métier.

M. Yazid Sabeg, président de CS Group. Je témoigne aujourd'hui, devant votre commission, comme industriel du secteur qui s'intéresse à Atos, que je connais bien, et parce que j'ai été sollicité par certains parlementaires, au Sénat et ici, pour émettre une opinion sur la situation de cette entreprise. Je vous remercie, monsieur le président, de me donner l'occasion de compléter votre exposé sur quelques points, même s'il était déjà très riche. Je crois qu'on ne peut mesurer l'importance de ce qui est en train de se passer autour d'Atos si on n'en rappelle pas les enjeux.

Atos, ce n'est pas n'importe quelle entreprise. C'est une entreprise qui réalise 10 Md€ de chiffre d'affaires et qui emploie plus de cent mille salariés dans le monde, dont moins de vingt mille en France. C'est une entreprise où il y a de vraies compétences, un fonds de commerce intéressant (probablement l'un des plus beaux du secteur, en France) et qui recèle (ou recelait) un potentiel très élevé dans le domaine technologique, notamment sur une question devenue essentielle : la souveraineté digitale.

Les délégués syndicaux vous ont décrit une organisation qui est une juxtaposition d'activités. Cette description est commode et permet de distinguer des activités qui sont celles d'un groupe de services « normal » d'autres activités plus technologiques. Il y aurait, en quelque sorte, « deux cerveaux ».

En réalité, il ne faut pas regarder l'entreprise de cette façon, il faut la regarder d'un point de vue industriel : ce n'est pas dans le sens « horizontal » qu'il faut l'appréhender, mais bien plutôt dans le sens « vertical ». L'entreprise était organisée – et c'était la seule entreprise française et européenne dans ce cas – en une panoplie de services allant de la technologie à la gestion de ce qu'on appelle le « *cloud* », c'est-à-dire des capacités d'exploitation de moyens de calcul, en passant par la sécurité (notamment la cybersécurité) et un ensemble d'applications.

L'intuition stratégique était bonne, mais l'entreprise a malheureusement été gérée de façon calamiteuse si on observe ses résultats – en tout cas, elle n'a pas du tout été gérée comme elle aurait dû l'être du point de vue de son développement.

Le premier contact que j'ai eu avec Atos fut à l'instigation de l'un de mes amis, qui est administrateur de la société et aurait dû être, je crois, avec nous ce matin : il s'agit de M. René Proglia. Il m'a appelé, en mai 2022, à son arrivée au conseil d'administration d'Atos, qui vivait une très grave crise de gouvernance et une très grave crise financière : l'entreprise cherchait de l'argent, il m'a demandé mon opinion.

Je lui ai dit qu'il ne fallait pas envisager un nouvel endettement, qui était impraticable : une des caractéristiques d'Atos était que tout son endettement était remboursable fin 2024, signe d'une stratégie financière erronée, erratique et faite en dépit du bon sens. Il était évident que, fin 2024 et sauf à céder des actifs, la dette ne pouvait pas être remboursée.

Je lui ai donc dit qu'il fallait plutôt chercher une solution industrielle de concentration. Il fallait qu'Atos s'adosse à un Français et, à l'époque, il se trouve qu'il y en avait un ou deux qui auraient pu convenir. Du fait des règles de concurrence, un très grand acteur français ne pouvait pas être retenu. J'ai recommandé une solution structurelle, qui n'a pas été appliquée.

On est ensuite passé par la phase insensée qui vient d'être décrite, pour en arriver au stade où l'État a enfin décidé de s'impliquer. Il aurait dû le faire beaucoup plus tôt. Il l'a surtout fait de façon scandaleuse – c'est là le point de vue d'un citoyen : la législation de 2014 sur la conciliation accélérée, opaque et meurtrière, a été appliquée.

En définitive, des fonds de pension anglo-saxons ont pris le contrôle de l'entreprise sans coup férir, alors que tout avait été envisagé avec les pouvoirs publics – je pourrais retracer le long parcours qui fut le mien dans cette affaire. Alors qu'on voulait les en empêcher, ils l'ont fait sans déboursier un sou. Cela a abouti au démantèlement d'Atos, qui va périr : l'entreprise va au désastre des points de vue industriel, financier et social... et l'État en est même de sa poche, ce qui est absolument anormal.

M. le président Emmanuel Mandon. Les représentants syndicaux ont-ils été informés de l'intervention des fonds d'investissement, à un moment quelconque des opérations de restructuration qui se sont succédé ces dernières années ?

M. Didier Moulin. Nous voulons insister sur les conséquences incroyables de ces opérations.

Plusieurs sociétés du groupe Atos exercent des activités de production sensibles, c'est-à-dire militaires, en France. La direction générale de l'armement (DGA) a mené un audit et exigé, en juin 2025, que l'ensemble des activités militaires soient regroupées dans une même société (Avantix), qui détient une habilitation en tant que personne morale ainsi que pour ses personnels, ses locaux et ses réseaux. La direction a soumis une information-consultation en ce sens au CSE, en septembre 2025. Elle a adressé des e-mails à l'ensemble des personnels qui exerçaient une activité militaire chez Eviden, Trustway, etc., et qui devaient passer sous la raison sociale Avantix, le projet était très avancé et puis... plus rien, il n'y a pas eu de mutations vers Avantix. Pourquoi ? La question a été posée, le 18 février 2026, en CSE. La réponse a été que les créanciers n'avaient pas donné leur accord et cela a été confirmé par les branches qui exercent des activités militaires et la branche Mission Critical Systems (MCS).

C'est tout de même incroyable ! La holding s'est permis de mettre un veto à une opération exigée par la DGA, c'est-à-dire par l'État, et concernant des activités souveraines, au motif que certains périmètres concernés étaient sous caution de la

double holding hollandaise créée par les créanciers pour garantir les fonds. On n'ose même pas imaginer ce qu'il en sera pour les activités de service public qui sont utiles à l'ensemble de la nation...

En avril 2025, lorsque le sénateur Fabien Gay, rapporteur de la commission d'enquête du Sénat sur les aides publiques aux entreprises, lui a demandé si la holding intervenait dans la stratégie, le président-directeur général (PDG) Philippe Salle a répondu avec aplomb : « *Ça ne change strictement rien, je peux vous assurer, au day-to-day* », c'est-à-dire au quotidien. Voilà un exemple d'intervention des fonds spéculatifs dans l'organisation opérationnelle d'Atos.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je ne reviendrai pas sur le « giga fiasco de la *tech* française », pour reprendre un titre des *Échos*. Nous cherchons à comprendre comment il est possible que, depuis 2024, une infrastructure numérique absolument essentielle et fondamentale de la France soit possédée et mise en coupe réglée par quatre fonds étrangers logés dans une double holding hollandaise. Ces quatre fonds peuvent faire la pluie et le beau temps sur la souveraineté nationale numérique de la France – sur le programme Scorpion de l'armée, sur les systèmes de contrôle du Rafale, sur les systèmes de commande des centrales nucléaires, notamment des réacteurs de type EPR 2. Nous demanderons au président-directeur général d'Atos ce que cela signifie également pour tous les services numériques que la France utilise au quotidien, depuis la carte Vitale jusqu'au portail des douanes. Nous ne disposons pas de la cartographie de ces services publics, mais nous la demanderons : la moindre des choses est que nous sachions ce que pourrait devenir la plateforme Mon espace santé ou le système de vidéosurveillance du Grand Paris Express, si les fonds décidaient d'y intervenir.

Notre commission s'intéresse à la mainmise de fonds prédateurs sur des entreprises françaises et, en la matière, Atos est le cas d'école par excellence. En avril 2024, dans un rapport transpartisan, le Sénat avait parlé de « chute » mais conclu que le fiasco pouvait être encore évité. Depuis, dans le cadre d'un plan de sauvegarde accélérée, les soixante-et-un mille salariés qui restent, dont huit mille Français – et, avec eux, l'avenir stratégique et numérique de la France – sont placés entre les mains de quatre fonds étrangers. Comment en est-on arrivé là ? Ce fiasco peut-il encore être évité ? La France peut-elle remettre la main sur cet actif stratégique ou accepterons-nous de perdre tout simplement notre souveraineté numérique ?

Rien ne sert de prôner la souveraineté numérique si Atos est dilapidée par ces fonds. D'après nos informations, ils détiennent 30 % du capital. Connaissez-vous les investisseurs qui se trouvent derrière eux ? Comment la décision a-t-elle été prise ? L'État, Bercy ou le Gouvernement y ont-ils participé, de près ou de loin, fin 2024 ? Quel est le contenu précis du contrat qui lie les créanciers à Atos ?

Les créances ont été transformées en possession de parts du capital avec, comme garantie, les actifs d'Atos adossés à la double holding. Quelles sommes sont remontées à ces créanciers et actionnaires d'Atos en 2025 et qu'est-il prévu de leur verser à terme, en 2028-2029 – puisque vous avez évoqué un « mur de la dette » ? Bref, qu'ont déjà gagné ces créanciers actionnaires et que vont-ils encore gagner ?

M. Didier Moulin. Vous parlez des systèmes de contrôle-commande des centrales nucléaires ? C'est fini, c'est démantelé, c'est parti chez Alten. Monsieur Sabeg évoque 10 Md€ de chiffre d'affaires et cent dix mille personnes ? C'est fini, on parle désormais de 8 Md€ et soixante-trois mille personnes au 31 décembre 2025. Les choses vont très vite et, pour la CGT, le démantèlement va continuer.

Les créanciers ont « acheté du temps » pour vendre au mieux. Notre PDG est mandaté par ces actionnaires et il applique leur politique, ils ne cherchent pas à comprendre l'activité effective d'Atos. En France, 92 % des salariés sont des ingénieurs qui réalisent des prestations intellectuelles dans la haute technologie : on ne peut pas les changer comme on le ferait d'une chaîne de production ou de distribution. C'est tout ce qui fait le savoir-faire d'Atos.

Ce contrat, madame la rapporteure, nous ne l'avons pas. Nous ne disposons que du document d'enregistrement universel que doivent obligatoirement produire les entreprises cotées. Comme je l'ai indiqué, le contrat prévoit une double holding en Hollande et un remboursement anticipé obligatoire en cas de cession, dans l'ordre établi par le plan de refinancement. Cela prouve que le découpage est déjà prévu.

Quant aux politiques situés dans l'arc républicain, ils sont tous intervenus, à commencer par M. Olivier Marleix, en septembre 2023. La CGT fut la deuxième à lancer l'alerte, sur un périmètre plus large que les seules activités souveraines stratégiques. M. Arnaud Montebourg a publié une tribune dans *Le Figaro*, appelant à préserver Atos. Toujours dans *Le Figaro*, une tribune de M. Charles Millon, ancien ministre, reprenait les mêmes arguments en janvier 2026 – et croyez bien que la CGT ne le cite pas souvent... Il faut reconnaître à M. Sébastien Jumel d'avoir déposé le premier, en 2023, une proposition de loi visant à nationaliser Atos. M. Fabien Roussel a aussi été très offensif lors de l'audition de M. Bruno Le Maire, ministre de l'économie, par la commission de la défense de l'Assemblée nationale (4 juin 2024). En 2024, le groupe LFI a même fait adopter, en commission des finances, un amendement au projet de loi de finances pour 2025 visant à créer un programme « Nationalisation d'Atos ».

La solution ne réside pas dans un changement de gouvernance et une recherche de financement. Le problème tient au fait qu'il n'y a pas de projet stratégique, seulement un projet de créanciers-propriétaires-actionnaires. Il faut s'interroger sur l'attitude de l'État, qui a d'abord été très attentiste, avant de s'exprimer par petites touches : quand nous avons rencontré messieurs Bruno Le Maire et Roland Lescure, alors ministre délégué chargé de l'industrie, ils nous ont expliqué qu'ils n'intervenaient pas sur le marché, mais qu'ils seraient très attentifs aux acteurs qui entreraient dans le capital ; on voit que cela n'a pas fonctionné.

Je laisserai monsieur Besson évoquer le contre-projet que la CGT a présenté dès 2024 pour sauver Atos, qui prévoyait une nationalisation.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. La nationalisation serait un symbole important, mais, comme nous recevons tout à l'heure le PDG d'Atos, nous aimerions des éléments sur la situation actuelle.

Avez-vous des informations plus précises sur les quatre sociétés de gestion concernées, qui sont anglaises, hollandaise et américaine, à savoir Melqart Asset Management, Tresidor Investment, ING Bank et D.E. Shaw & Co ? Quels investisseurs se trouvent derrière elles ? S'agissant du contrat, y a-t-il des questions que vous avez posées à la direction et dont vous attendez toujours les réponses ? Que savez-vous de l'implication de l'État, du Gouvernement, de BPIFrance ou d'autres acteurs publics dans cette affaire ? Y a-t-il eu une procédure similaire au contrôle des investissements étrangers en France et un quelconque engagement de l'État pour que soient préservés les emplois et les activités stratégiques et sensibles, y compris les services numériques qu'utilisent les Français tous les jours ?

M. Didier Moulin. Nous ne savons pas qui se trouve derrière les quatre fonds d'investissement qui possèdent 30 % du capital d'Atos – c'est d'ailleurs la nature même d'un fonds spéculatif.

Quant aux questions sur lesquelles nous n'aurions pas de réponses, la CGT a déclenché un droit d'alerte économique en mai 2025 : les experts indépendants mandatés par le CSE n'ont pas eu accès aux documents, car la direction fait obstruction. Mais le summum, c'est que, dans le rapport qui doit être publié chaque année par un expert indépendant mandaté par le CSE – rapport qui comporte trois volets obligatoires sur l'économie, la stratégie et la politique sociale, – le volet sur la stratégie a été littéralement « caviardé » – comme à la CIA, avec des à-plats cachant les chiffres et les éléments clés... De mémoire syndicale, cela ne s'était jamais vu ! La direction a censuré le rapport stratégique et économique, alors que le CSE a normalement accès, de plein droit, à ces éléments. Elle l'a fait au prétexte que ces informations se retrouveraient ensuite sur un blog – sauf que nous ne savons pas d'où vient la fuite et que le blog en question publie généralement des informations qui n'ont jamais été diffusées aux représentants du personnel. Mai, pour la direction, tous les représentants du personnel sont coupables, ce qui justifie de ne pas nous communiquer lesdites informations ! Elle entretient une réelle opacité sur les volets stratégique et économique.

M. Pierre Jean. Une des difficultés que rencontrent les représentants du personnel dans une structure telle qu'Atos est qu'il existe plusieurs niveaux de consultation des instances : le CSE pour les UES et certaines sociétés, le comité de groupe pour l'ensemble des activités en France, le comité européen... Certaines questions appellent des réponses au niveau du groupe dans son ensemble, mais il n'existe pas d'instance où nous pouvons les poser. Une instance mondiale permettrait, le cas échéant, de nous rassurer sur les orientations stratégiques et leurs nombreuses conséquences, y compris en matière de répartition géographique des activités.

Nous avons, certes, un administrateur salarié, mais les informations sont très protégées, tant par le secret des affaires que par une direction qui cherche à éviter des fuites et prend souvent des précautions exagérées.

M. Pascal Besson. S'agissant de l'engagement de l'État, on sait que le Ciri a été partie prenante dans la constitution du dossier, à l'automne 2024, avant que le tribunal de commerce accepte le plan de restructuration. Nous n'en savons pas

davantage sur le rôle que le Ciri a joué, mais l'État a probablement eu son mot à dire – même s'il n'est probablement pas allé assez loin.

L'action de prévention dont je parlais tout à l'heure n'a jamais été activée. Elle aurait pu concerner Bull, mais aussi l'ensemble d'Atos : une nationalisation totale aurait permis de sauvegarder un outil de production véritablement efficace, plutôt que des morceaux qui, aujourd'hui, n'ont plus trop d'intérêt. La CGT avait élaboré un projet avec des cabinets économiques pour restructurer Atos correctement.

Je crois que votre commission d'enquête va auditionner madame Hélène Bourbouloux, administratrice judiciaire, qui a été très active dans le dossier Atos. Nous n'avons pas plus d'informations que celles qui sont parues dans la presse, mais je suppose qu'elle pourra vous dire comment l'État s'est investi (ou pas) dans le dossier et comment le tribunal de commerce l'a traité.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. En résumé : vous ne savez pas qui sont les investisseurs derrière les fonds ; certains documents obligatoires auraient dû être communiqués au CSE, mais ils ne l'ont pas été ; en dehors de ce qui figure dans le document d'enregistrement universel, vous ne savez rien du contrat, des remontées vers les créanciers actionnaires, du remboursement anticipé obligatoire en cas de cession ni de la commission de risque trimestrielle de 3,5 %.

On sait par la presse que 200 M€ d'intérêts remontent chaque année...

Mme Karine Dran. Voire davantage...

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous avez parlé d'exigences en matière de fonds de roulement, mais, là encore, vous n'en savez pas plus que ce qui figure dans le DEU. Bref, les représentants des salariés ne savent rien de ce qui remonte vers les créanciers actionnaires.

Vous avez été informés que les fonds avaient empêché le regroupement des activités militaires dans Avantix. Pourquoi ? J'ai ma petite idée... mais quelle est la vôtre ? Avez-vous eu connaissance d'autres décisions imposées par les fonds – outre ce qu'il est d'ores et déjà permis de supposer, par exemple la vente de Worldgrid ou les coupes drastiques dans les dépenses, notamment de formation ?

M. Pierre Jean. Les activités du groupe ont été structurées autour de deux pôles : d'une part, l'ensemble des activités de services, sous la marque Atos ; d'autre part, les activités liées aux produits sous marque Eviden (cyberproduits, MCS, etc.). Ces deux pôles sont très différents : le premier recouvre des activités plutôt « liquides », qu'il est facile de céder ; le second concerne des activités stratégiques, principalement de défense et touchant à la souveraineté, avec des engagements importants vis-à-vis de l'État français, ce qui rendrait sa cession plus compliquée.

Cette séparation n'est pas sans conséquence : l'un des pôles pourrait être démantelé afin d'en céder les composantes, tandis que l'État français pourrait empêcher que l'on transfère l'autre. Cette scission n'est donc pas anodine, elle donne à penser que les créanciers se sont organisés pour pouvoir réaliser des cessions en cas de difficultés financières.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je ne comprends pas très bien cette affaire de scission.

M. Pierre Jean. Il y a une séparation entre activités de service et activités de production, ces dernières fortement liées à l'activité stratégique ou souveraine de l'État français. Dans MCS, il y a des activités liées à la défense, dans Avantix et Trustway, des activités de cyberproduits : l'intervention de l'État français ne serait clairement pas la même selon qu'il s'agirait de céder une activité d'hébergement de services ou d'infogérance ou une activité liée à la DGA.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je suis désolée, j'ai du mal à saisir. Parlez-vous d'un projet de scission ?

M. Pierre Jean. Auparavant, avec Tech Foundations et Eviden, il y avait deux parties distinctes. Le groupe a envisagé la cession de la branche Eviden, tout d'abord, puis de l'activité Tech Foundations.

Il est vrai que comme « Atos » et « Eviden » sont à la fois des marques, des raisons sociales et des entités juridiques, cela complique le tableau : les mêmes termes désignent des réalités différentes.

Aujourd'hui, l'activité est centrée autour de deux marques. Il y a Atos pour les services (cyberservices, infogérance, hébergement, informatique en nuage, données, intelligence artificielle, etc.). Et Eviden s'est recentrée sur les *Mission Critical Systems*, c'est-à-dire les activités liées à la défense et les produits de cybersécurité.

M. Pascal Besson. Un plan de sauvegarde de l'emploi (PSE) a été lancé à l'automne 2025 alors qu'il n'avait aucun sens sur le plan économique – il était même contre-productif. Il visait essentiellement à « attaquer » des fonctions-supports, notamment financières, alors même que, selon le plan Genesis du PDG, elles étaient absolument nécessaires au développement de l'entreprise. Ce PSE concernait 135 personnes, alors que, chaque année, l'« attrition naturelle » (comme l'appelle la direction, c'est-à-dire les ruptures conventionnelles et les départs plus ou moins contraints de personnes qui sont mises sous pression) représente cent cinquante à deux cents départs.

Une intersyndicale assez soudée s'est battue contre ce PSE insensé et est parvenue à le réduire à 95 personnes. Nous avons interprété ce plan comme un signal lancé aux marchés et aux banques, disant qu'Atos était capable de faire de l'ultralibéralisme et de « tailler dans la masse salariale » pour rembourser ses créanciers – étant sous-entendu qu'il faudrait continuer à l'aider quand elle arriverait devant le mur de la dette.

Il est évident qu'un PSE de 135 personnes, pour une entreprise qui a perdu cinquante mille salariés dans le monde (c'est-à-dire près de la moitié de ses effectifs), n'a aucune justification économique et même aucun sens si l'objectif est de réduire la masse salariale. D'ailleurs, ce PSE a été presque abandonné, puisqu'il ne comporte plus que des départs volontaires. Tout cela montre bien que le pilotage s'effectue par la communication et la finance.

M. Lionel Arcidiacono. En 2024, quatre cents salariés sont partis de diverses façons : ruptures conventionnelles, licenciements, démissions, etc. L'« attrition naturelle », pour reprendre l'expression de la direction, est donc beaucoup plus élevée que l'objectif visé par le PSE ; celui-ci a d'ailleurs été abrogé en cours de route. C'est symbolique, pour moi, de l'absence de pilotage de l'entreprise : non seulement les postes visés n'étaient pas ceux qu'on aurait dû trouver dans un PSE, mais encore les résultats commençaient à s'améliorer et tout le monde se gargarisait de l'excellente année qu'Atos avait réalisée. Cela témoigne clairement du manque total de toute stratégie industrielle : les décisions sont prises sur des bases purement financières, à l'aide de tableaux Excel.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Dans cet accord datant de fin 2024, l'État a-t-il, à votre connaissance, imposé une quelconque exigence ? Notamment, une clause de rachat prioritaire a-t-elle été prévue pour les actifs stratégiques ? Êtes-vous au courant de cela ?

Mme Karine Dran. À notre connaissance, non. J'irai même un peu plus loin : nous nous étonnons de ce que des conclusions posées depuis bien longtemps – notamment, depuis les travaux de la commission du Sénat et ses préconisations qui, pour nous, relevaient du bon sens – n'aient jamais été suivies d'effet. Nous nous étonnons de l'absence d'intervention de l'État, à quelque niveau que ce soit et pour des actifs qui, selon nous, touchent aux intérêts de la France (et pas seulement pour les parties auxquelles on pense habituellement, comme l'ex-Bull).

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Avez-vous été reçus à un moment donné par Bercy ? Qui ? Quand ? Comment ?

M. Pierre Jean et Mme Karine Dran. Non.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous n'avez rencontré personne ? Aucun contact, rien, au niveau des représentants d'une boîte de soixante mille salariés ? Aucun contact, rien, depuis mi-2024, alors qu'Atos est mise dans les mains de fonds étrangers ? Zéro signal ? Je n'en reviens pas !

M. Pierre Jean. Nous avons pourtant interpellé le Gouvernement dès 2023.

Nous avons été reçus au ministère de l'économie et des finances, avec plusieurs syndicats, voilà trois ans, et avons pu exprimer largement nos inquiétudes et notre perspective pour la suite. Depuis, nous n'avons pas eu de retour de Bercy sur un quelconque élément de l'affaire Atos.

M. Pascal Besson. On peut ajouter qu'à l'époque, lors d'un entretien dont le cadre m'échappe, M. Fabien Roussel avait demandé à M. Bruno Le Maire ce qu'il comptait faire pour Atos : la réponse de monsieur Le Maire fut que, de toute façon, n'importe quelle entreprise de services numériques française serait capable de reprendre les activités d'Atos. Sous-entendu : il n'y a rien de particulier chez Atos – la souveraineté et le fait que 60 % à 70 % du chiffre d'affaires d'Atos se fasse avec l'État et le service public en général étaient passés à la trappe... Quant à l'entretien qui a eu lieu, à l'époque, avec un représentant de monsieur Lescure (automne 2023 ou début 2024), on peut le résumer par : « *Circulez, il n'y a rien à*

voir, l'État n'a pas à se préoccuper de ce genre de choses. » C'est vraiment comme ça que nous avons été reçus.

La CGT, comme je le disais tout à l'heure, s'est beaucoup battue. Elle avait monté un projet chiffré de huit pages, avec des cabinets d'experts qui nous accompagnaient en CSE pour montrer, chiffres à l'appui, comment on pouvait encore sauver Atos, en passant par une nationalisation totale (mais probablement temporaire). Nous sommes allés défendre ce projet avec l'aide de la confédération CGT, qui avait quelques relais et la possibilité de s'exprimer dans des ministères. Malheureusement, nous n'avons pas été entendus. Notre projet, que nous tenons à votre disposition, était pourtant assez sensé et établi avec l'aide de professionnels qui savaient de quoi ils parlaient.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'ai entendu que le directeur du Ciri, qui a validé la décision prise fin 2024 de dilapider (ou de confier à des fonds étrangers) Atos et notre souveraineté numérique, serait désormais actif dans un fonds et conseillerait des fonds directement intéressés par le « démontage » de l'entreprise. Avez-vous des retours ou des informations quelconques à ce sujet ?

Mme Karine Dran. Non. Vous nous l'apprenez.

M. Didier Moulin. Nous avons les mêmes informations journalistiques que vous, mais pas de recoupement factuel.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Si mes informations sont bonnes, M. Édouard Philippe, après avoir été Premier ministre, a été membre du conseil d'administration d'Atos de 2022 à juin 2023. A-t-il, selon vous, participé à des décisions qui ont mené à cette mainmise de fonds étrangers sur notre souveraineté numérique ? Aurait-il pu (ou dû) les empêcher en tant que membre de ce conseil d'administration ?

M. Didier Moulin. Oui, en effet, mais la question est plus large. Il y a des relations permissives entre les anciens ministres et la gouvernance d'Atos, puisqu'un fonds de pension dénommé Octo AM a donné à l'une de ses analyses un titre intéressant : « *Atos, fille naturelle de l'État* ».

Donc, évidemment, des ministres dans la proximité immédiate d'Atos, il y en a : M. Thierry Breton a été PDG d'Atos de 2008 à 2019 ; vous venez de rappeler le cas de M. Édouard Philippe ; M. Cédric O, ministre du numérique, a demandé à être membre du conseil d'administration de l'entreprise, mais le Conseil d'État a retoqué sa candidature pour éviter les conflits d'intérêts.

La présence de M. Édouard Philippe au conseil d'administration tient évidemment à son carnet d'adresses, ses relations et ses possibilités d'intercession. Toutefois, selon l'analyse de la CGT, pour les anciens ministres, il semble qu'il s'agisse de postes d'influence plutôt que d'une activité stratégique et opérationnelle. Nous n'en avons évidemment pas la preuve, puisque les minutes des réunions du conseil d'administration sont strictement confidentielles.

En tout cas, il y a, entre les anciens gouvernants et le conseil d'administration d'Atos, une proximité qui interroge.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Pourquoi considérez-vous que les activités doivent rester solidaires et rassemblées ? Je n'y connais rien et me fais l'avocat du diable : pourquoi mêler des activités liées à la défense et, par exemple, la carte Vitale ?

Pour ce qui concerne celle-ci, justement, Atos, en se mettant au service de l'État et des services publics, a-t-elle, au-delà de la production, une valeur ajoutée au niveau de la gestion et de la sécurisation des données ? Ou cela n'a-t-il rien à voir et votre rôle se limite-t-il alors à apporter une forme de support ?

Ces rapports « caviardés » sont une affaire hallucinante. Le CSE a, même s'ils sont régulés, des droits d'information et d'intervention dans certains domaines. Comment avez-vous pu (ou auriez-vous pu) vous défendre à l'intérieur du CSE ? Concrètement et précisément, à qui et à quoi vous êtes-vous opposés ? L'argument selon lequel le rapport risquait de se retrouver sur le blog n'est pas acceptable, par principe. Qu'avez-vous pu faire, dire ou faire valoir du point de vue du droit au sein du CSE et que vous a-t-on opposé ?

M. Pascal Besson. Je commencerai par la solidarité entre les activités d'Atos.

Les différentes entités d'Atos étaient complémentaires. Mon collègue a évoqué, d'un côté, Tech Foundations (c'est-à-dire les activités opérationnelles historiques de gestion d'informatique) et, de l'autre, les productions de Bull. Dans de nombreux domaines, comme le *big data* ou l'intelligence artificielle, nous avons besoin d'une production intellectuelle de logiciels qui complète notre production matérielle de supercalculateurs.

Un autre aspect tient au fait que, pour bon nombre de grands comptes (car Atos était positionnée sur des comptes généralement importants), les services informatiques du client sont désireux de ne traiter qu'avec un seul acteur qui maîtrise toute la chaîne, ce que nous étions tout à fait capables de faire. Entre Worldgrid (c'est-à-dire l'énergie et le nucléaire), le militaire et tous les domaines qui relèvent du secteur public (comme la carte Vitale ou les portails), on pourrait effectivement se dire que l'activité paraît segmentée. Mais il faut voir les compétences et les capacités qui sont mobilisées : quand un contrat a été négocié avec une des entités d'Atos, ce sont, derrière, en sous-main et en prestations internes, l'ensemble des entités du groupe qui travaillent ensemble, que ce soit pour la production de logiciels ou de matériel. Nous pouvons, par exemple, développer, avec notre activité Technology Services, un portail de service public, tandis que notre activité qui s'appelait Infogérance (le nom a disparu, mais l'activité est restée) nous permet aussi d'en héberger les données.

En réponse à votre deuxième question sur les données de la carte Vitale, c'est aussi pour cela qu'Atos est historiquement un partenaire de confiance de l'État français dans de nombreux domaines. On pouvait également espérer – mais c'est évidemment plus compliqué à présent – qu'avec ses supercalculateurs, Atos serait un pilier au niveau européen, puisque c'était le dernier constructeur à produire des supercalculateurs en Europe et qu'avec ses *data center*, il pourrait à la fois produire

les moyens de calcul et héberger les données en Europe de manière souveraine, pour échapper à la domination asiatique ou américaine.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Atos représentait donc aussi une garantie en matière de sécurité et de gestion des données ?

M. Pascal Besson. Oui, par son côté souverain et du fait qu'elle puisse héberger ses données en France ou en Europe.

M. Pierre Jean. Je précise que, pour un applicatif que vous utilisez sur votre *smartphone* et qui a de nombreux cas d'usage, Atos est capable de réaliser tant le développement logiciel que l'hébergement des données dans l'informatique en nuage et leur sécurisation, lorsqu'elles sont au repos ou en transit entre votre moyen de communication (ordinateur ou téléphone mobile) et les serveurs.

L'informatique reliée à l'intelligence artificielle mobilise des moyens pour produire des résultats, c'est-à-dire souvent des supercalculateurs qui relèvent de compétences proches de celles qui sont nécessaires pour l'intelligence artificielle. Tout cela forme des ensembles, il s'agit d'une chaîne complète qui va du développement d'applications jusqu'au service rendu aux différents clients.

Mme Karine Dran. Pour compléter la réponse à votre première question, non seulement Atos était capable de gérer la chaîne informatique de bout en bout, mais c'était même surtout là sa grande valeur ajoutée par rapport à ses concurrents. C'était vraiment très important : bien qu'ayant « loupé le coche » de plusieurs révolutions technologiques, nous avons néanmoins cette valeur ajoutée particulière tenant à ce qu'on pouvait nous confier absolument tout, avec une gestion intégrale de la chaîne.

Quant à savoir comment nous défendre en CSE devant des rapports caviardés, c'est très compliqué. Une première difficulté tient à ce que nous sommes un groupe international, dont nous représentons des instances françaises : on nous oppose donc régulièrement le fait que le périmètre sur lequel nous pouvons poser des questions et récupérer des informations se limite à la France. Or l'intrication des différentes géographies est réelle et, quand on ne regarde que le « petit bout de la lorgnette », à savoir la France – avec des chiffres qui peuvent, en outre, avoir été détournés d'une façon favorable, par exemple, à l'optimisation fiscale, – on ne voit rien.

Il n'est déjà pas facile d'avoir l'information française, il est encore plus compliqué d'avoir l'information « groupe » dès lors que la direction considère que, de toute façon, elle n'est pas de notre ressort et que nous n'avons pas vraiment de moyens juridiques pour aller la chercher. Qui plus est, on nous oppose de surcroît que, la société étant cotée, on ne peut pas « sortir » les informations avant qu'elles aient été communiquées aux marchés. Les leviers juridiques dont nous disposons sont donc très faibles.

Pour ce qui est de faire valoir nos droits, nous essayons de gérer au mieux, au niveau des instances françaises, la pénurie de temps disponible. Les projets se succèdent et les instances sont saturées. On enchaîne les CSE, à raison d'un par

semaine à certaines périodes : depuis le début de l'année, rares sont les semaines où il n'y en a pas eu, c'est infernal.

En un mot : quand il faut aller réclamer devant le juge la communication d'informations sans être sûr d'avoir gain de cause, alors que nous sommes déjà saturés par ailleurs, que nous savons que l'information va être communiquée aux marchés et qu'elle finira par nous parvenir dans les semaines qui suivent... nous finissons par lâcher l'affaire. Ce n'est pas certes pas idéal, mais les élus sont humains et ils sont parfois épuisés.

M. Pierre Jean. Il existe des moyens de pression légaux pour les CSE. Mais ils sont peu nombreux et consistent essentiellement en la possibilité pour eux, lorsqu'ils sont consultés, de demander le report de la fin de la période de consultation jusqu'à l'obtention des documents demandés. C'est un outil très difficile à manier, parce qu'il suppose d'émettre des questions dans le respect de certaines limites – en d'autres termes, si une question en appelle une autre, on ne peut pas y revenir pour demander des compléments.

L'autre moyen est la plainte pour entrave aux prérogatives du CSE. Ce recours ne permet pas forcément de se procurer les informations et il dure très longtemps – généralement plusieurs mois, parfois plusieurs années. Il peut se terminer par une condamnation de l'employeur ou de son représentant, mais il n'est pas efficace pour l'obtention rapide d'informations.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Cette affaire est en réalité un scandale d'État absolu et elle concentre tout ce que nous disons, depuis des années, sur le capitalisme contemporain et ce que nous appelons l'« oligarchie ». Ce qui est en cause, en effet, ce sont les relations entre le monde du privé et l'État, avec, portées à un niveau presque inédit, les tares incroyables liées à l'inertie de l'Exécutif – je ne dis pas l'inertie de l'État car, comme vous l'avez souligné, toutes les forces politiques, au moins au sein de la représentation nationale, se sont mobilisées à un moment ou à un autre en faveur du sauvetage d'Atos. Comme vous l'avez rappelé, monsieur Moulin, nous avons même voté par deux fois la nationalisation d'Atos en commission des finances et l'avons aussi défendue au sein de la commission de la défense. C'est donc bien l'inertie de l'Exécutif qui pose question dans cette affaire.

Le fait qu'il ne vous ait pas reçu depuis plus de deux ans est emblématique de cette situation. Vous devez vous démener face à cette opacité, à la dilution des responsabilités individuelles – notamment celles des dirigeants, puisque tout le monde s'accorde à dire que c'est une stratégie plus qu'hasardeuse qui a conduit à la situation actuelle – et à une démarche de démembrement et de prédation visant l'entreprise.

Ma première question est de savoir comment on a pu ne pas voir venir le mur de la dette avant 2022 – qu'il s'agisse du CSE, du conseil d'administration ou de l'État. L'État pouvait-il et devait-il savoir ? On sait en effet qu'il avait des relations très étroites avec l'entreprise. Vous avez donné des éléments de réponse concernant vos difficultés au sein du CSE, mais comprendre pourquoi tout cela nous tombe dessus en 2022 est une question-clé. Le cadre législatif entourant le degré

d'information des uns et des autres est-il adéquat ? Ou y a-t-il eu des malversations – car c'est bien cela qui est en cause ?

Ma seconde question porte sur l'évolution même de ce cadre législatif : avez-vous des idées ou des propositions ? Nous parlons du droit des faillites, parce que ce qui est en cause est la socialisation des pertes et la protection induite des intérêts des créanciers devenus actionnaires – ce que vous avez résumé, madame Dran en disant que l'intérêt des actionnaires diverge de l'intérêt de l'entreprise et de l'intérêt national. Le problème est qu'on raisonne toujours à cadre constant ; or à cadre constant, on peut toujours donner des explications – « *Vous comprenez, on pouvait faire ceci, mais pas cela...* » La réalité, c'est que des gens ont joué et perdu, mais qu'ils vont quand même gagner de l'ordre de 200 M€ par an.

M. Pierre Jean. Pouvait-on anticiper le mur de la dette avant 2022 ? Historiquement, la gouvernance du groupe n'a pas su prendre à temps le virage de l'informatique en nuage ni définir de façon stable une politique de préservation du groupe dans les différents projets de scission. Cela s'est traduit par des tergiversations : on a décidé de vendre une partie, puis l'autre, pour finalement rester entier... Tout cela a conduit au moment où la restructuration financière devenait inévitable et considérable, de sorte qu'il a fallu engager des actions brutales pour le groupe – et pour les actionnaires, dont la CFDT se préoccupe moins.

Je ne sais pas si l'État était en mesure d'anticiper avant 2022. Mais il est parfaitement clair qu'à partir de 2023, il était informé des difficultés du groupe.

M. Lionel Arcidiacono. J'ajoute qu'en 2023, ce n'est pas Bercy qui nous a demandé notre avis, mais nous qui avons demandé à être auditionnés à Bercy. Nous ne travaillons pas tous les jours en intersyndicale, mais, sur ce dossier, cela a été le cas depuis le début. Il ne s'est rien produit ensuite : c'est là qu'est le problème.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Après l'audition ?

M. Lionel Arcidiacono. Après l'audition de 2023, rien ne s'est produit.

M. Pierre Jean. Nous avons été reçus deux fois.

M. Pascal Besson. Pour ce qui est de savoir si on pouvait se rendre compte de la dette qui était en train de grossir, je ferai un historique rapide.

À partir de la gouvernance de M. Thierry Breton, dans les années 2010, il y a eu une tentative de faire d'Atos un « monstre », en rachetant beaucoup... et pas toujours à bon escient. Pour nous, le virage, la charnière, a été le rachat de Syntel, qui était beaucoup trop gros pour Atos – ou, du moins, qu'on a payé beaucoup trop cher par rapport à son chiffre d'affaires. Jusqu'alors, Atos n'était pas endetté. C'est là que l'endettement a commencé : Atos a payé 3,2 Md€ pour un chiffre d'affaires dont on s'est aperçu, par la suite, qu'il était de 500 à 700 M€, sans compter les « casseroles » (par exemple, le fait de devoir payer, aux États-Unis, une amende de plusieurs centaines de millions d'euros).

C'est donc à la suite de cet achat et pour tenter de rembourser la dette, que la filiale qui était la « poule aux œufs d'or » d'Atos a été démantelée – c'est-à-dire vendue et plus ou moins donnée, par des actions, aux actionnaires déjà présents, –

à savoir Worldline, spécialisé dans les paiements. Ensuite, ce fut la « course à l'échalote », avec des rachats de plusieurs dizaines de sociétés par an, même en 2023-2024 où nous n'étions déjà pas très bien. On avait l'impression que le but était de grossir à tout prix, peu importe le reste. À l'époque, nous n'avions pas les chiffres en CSE : on ne nous les a jamais donnés, puisque le CSE avait un périmètre français et que la consolidation de ces rachats se fait au niveau « groupe international ». Nous ne nous rendions pas vraiment compte de tout cet argent qui était en train de partir dans des rachats plus ou moins ciblés et réussis – rarement réussis, d'ailleurs.

Un autre point sur lequel il serait judicieux de s'interroger, qui a d'ailleurs fait l'objet de nombreux articles de presse et que la CGT a dénoncé, est celui du recours massif à des cabinets de conseil, d'avocats, etc. Vous avez parlé de « malversations » : je concède que nous nous sommes posé cette question. Quand plusieurs centaines de millions d'euros alimentent des cabinets de conseil qui ne préconisent que des choses qui entraînent la société vers le fond, on ne comprend pas bien l'intérêt et on peut sans hésitation se demander pourquoi cet argent est dépensé et à qui il bénéficie. On peut estimer qu'entre 2022 et 2025, avec notamment les projets successifs de scission puis de refusion, au moins 20 % de la dette de la boîte (soit 1 Md€) sont partis dans les poches de cabinets de conseil. Gaspillage ? Malversations ? La question est ouverte.

M. Lionel Arcidiacono. Un petit détail, dont on n'a pas encore parlé : si on ne s'est pas aperçu de la dégradation de la situation avant 2022, peut-être l'affacturage y est-il pour quelque chose. C'était en effet une habitude de la « boutique ». Je crois que ce principe est désormais abandonné, mais, pendant des années, certains aspects ont peut-être été masqués par des méthodes de ce genre.

M. Didier Moulin. Pour ce qui est de savoir pourquoi on n'a pas vu venir le mur de la dette, M. Thierry Breton n'a jamais caché qu'il voulait mener le groupe Atos au CAC40 – ce qui a d'ailleurs été le cas de 2017 à 2020. C'est la croissance externe qui a permis d'atteindre l'objectif fondamental d'une présence dans le « top 10 » mondial des entreprises de services numériques. On y est arrivé... jusqu'au moment de l'effondrement, bien évidemment.

Aurait-on pu éviter cela ? Regardons le sujet sous l'angle de l'activité : dès 2002, quand Atos a acheté Schlumberger-Sema (Sema était une entreprise créée par M. Pierre Bonelli, très proche des milieux politiques, qui produisait de multiples applications), nous aurions dû être alertés quant au fait qu'un représentant de l'État aurait dû siéger au conseil d'administration. Et quand, en 2014, Atos a acheté Bull, il était d'autant plus nécessaire d'avoir un regard sur les activités du conseil d'administration et sur l'organisation capitaliste, afin de contrôler ce dont nous parlons depuis le début, à savoir la souveraineté numérique. Compte tenu de l'importance du fonds d'activités publiques et parapubliques d'Atos, qui sert des opérateurs vitaux comme EDF, l'État aurait dû être beaucoup plus réactif et beaucoup plus contrôleur – et ce n'est pas l'action de préférence qu'il a achetée dans le drame de la fin de 2024 qui a changé la donne.

Telle est notre réponse à votre dernière question, à savoir nos propositions pour éviter cela : si la solution n'est pas en interne, il faut la trouver en externe,

c'est-à-dire bien évidemment dans le contrôle de l'État, une reprise par l'État et une mise sous tutelle qui permette de rétablir la situation et de garantir les activités.

Quant aux malversations, la justice est en train de passer. On a vu que l'Autorité des marchés financiers enquêtait et qu'il y avait des procès. Cela va prendre du temps et on verra ce que la justice dira.

M. Thibaut Monnier (RN). Merci beaucoup pour vos éclairages précieux. L'affaire Atos est le « Fessenheim de la souveraineté numérique » de la France. La question se pose de savoir comment l'État a pu laisser un acteur-clé de la souveraineté numérique, du calcul intensif et des systèmes critiques se laisser entraîner dans une restructuration qui combine perte de contrôle, montée en puissance d'intérêts financiers étrangers, risque de démantèlement et affaiblissement durable de nos capacités industrielles.

À ce titre, ce dossier doit faire l'objet d'une attention particulière de notre commission d'enquête. D'autres acteurs-clés doivent être auditionnés, notamment ceux qui ont joué un rôle de conseil auprès d'Atos après avoir occupé des fonctions dans plusieurs administrations (comme le Ciri, l'Agence des participations de l'État et la direction du Trésor) ou auprès des différents ministres qui ont pris des décisions structurantes pour l'avenir d'Atos – je tiens à votre disposition une liste non exhaustive, que nous pourrions étudier au sein du Bureau de la commission d'enquête.

Monsieur Sabeg, vous semblez disposer d'une bonne connaissance des enjeux liés à Atos, dont vous êtes par ailleurs l'un des actionnaires minoritaires. Pouvez-vous nous expliquer précisément quelle aurait été, selon vous, l'alternative à ce plan de sauvegarde accélérée, qui ressemble plutôt à un « plan de découpe » au seul bénéfice financier des fonds spéculatifs qui ont pris le contrôle du capital et de la gouvernance d'Atos ?

J'ai trois questions supplémentaires pour les représentants des organisations syndicales. À quel moment avez-vous mobilisé vos moyens de recours, en saisissant par exemple le commissaire aux comptes pour qu'il déclenche une procédure d'alerte sur ce dossier ? Croyez-vous au récit de votre président-directeur général, M. Philippe Salle, sur le redressement économique d'Atos ? Considérez-vous qu'il pourrait y avoir des éléments matériels susceptibles d'être qualifiés pénalement et de justifier une saisine du procureur de la République ?

M. Yazid Sabeg. J'ai été saisi de la situation d'Atos fin 2022, par le ministère de la défense. La question posée était alors : Atos va mal, que fait-on ? Certaines activités sont classifiées et intéressent au premier chef la défense nationale. Vous les connaissez bien et moi aussi : il s'agit notamment du calcul intensif et de tout ce qui est lié à la dissuasion.

Ma réponse a été de dire qu'Atos était viable, mais que sa gestion était calamiteuse et qu'il fallait impérativement faire deux choses : d'abord, préserver l'intégrité du groupe ; ensuite, le recapitaliser fortement pour renforcer les moyens propres de la société. C'est ce que j'ai dit à la DGA. Le délégué général en personne m'a indiqué qu'on prenait bonne note de ce que je proposais, mais que le

dossier relevait plutôt de Bercy. J'ai en outre saisi le cabinet du ministre de la défense, qui ne m'a jamais répondu.

J'ai ensuite rencontré le « patron » de l'Agence des participations de l'État, puisqu'on m'a dit que c'était lui qui s'en occupait : je lui ai rendu visite (début 2023), accompagné du responsable du calcul scientifique le plus sensible, celui de la direction des applications militaires du Commissariat à l'énergie atomique et aux énergies alternatives. On lui a dit qu'il était important de préserver l'entreprise, son intégrité et sa verticalité : la société a des activités nombreuses et variées, pas très lisibles pour le grand public, mais qui sont réelles et complémentaires – ce sont les mêmes technologies. C'est la raison pour laquelle j'ai toujours soutenu l'intégrité du groupe, c'est-à-dire son non-démantèlement, y compris en ce qui concerne Bull (c'est-à-dire les machines).

Je voudrais compléter ce propos en revenant sur plusieurs questions importantes posées par la rapporteure de votre commission.

Qui a fait le coup ? Tout est parfaitement connu et sur la table, puisque nous sommes dans une procédure accélérée visant à la mise en place d'un plan de sauvegarde de l'entreprise. La législation de 2014 a bien trouvé à s'appliquer, pour reprendre ce qu'a dit monsieur Saintoul – mais c'est une procédure très opaque, hélas.

Par qui cette procédure a-t-elle été déclenchée ? Par les banquiers, qui se sont très tôt aperçus que l'entreprise ne pourrait pas faire face au mur de sa dette et qui l'ont donc lâchée, à juste titre – ils font simplement leur travail. Ils ont cédé leurs créances sur le marché secondaire de la dette. Des spéculateurs les ont achetées, dans la seule intention de requalifier cette dette dans le cadre d'une prise de contrôle suivie d'une cession d'actifs. Voilà ce qui s'est passé : on sait parfaitement, puisque l'État avait tous les éléments, qui a acheté cette dette et l'a consolidée pour prendre le contrôle d'Atos sans sortir d'argent (si ce n'est pour acheter une dette à vil prix).

Ce schéma était l'une des solutions, celle dite « des créanciers », étudiées par Mme Hélène Bourbouloux en 2024. Elle savait quels en étaient les promoteurs : des fonds spéculatifs ou, plus exactement, des « fonds vautours », qui sont là pour se « payer sur la bête », spéculer et revaloriser *en cash* la dette, dans le cadre de cette législation de 2014 qui conduit *de facto* à un conflit d'intérêts entre créanciers et actionnaires. L'intérêt social de la société – j'ajoute le mot « social » à dessein – passe au second plan par rapport aux créanciers qui se font rembourser.

Je suis intervenu dans ce dossier à un moment où il y avait une grave crise de gouvernance chez Atos. En 2022, son président venait de démissionner parce qu'il n'était pas d'accord avec la stratégie voulue par monsieur Bertrand Meunier et qui était sans issue : il voulait couper le groupe en deux... avec, comme vous le supputiez, l'argument suivant : qu'est-ce que toutes ces activités ont à voir entre elles ? Or c'est une lourde erreur d'analyse, car il faut regarder cette entreprise, comme je vous l'ai dit, sous l'angle de la complémentarité de ses activités.

Bref, le plan était parfaitement connu, madame Bourbouloux avait tout le pedigree des futurs actionnaires et elle a privilégié ce plan : elle vous expliquera pourquoi, c'est son affaire.

Ces groupes, qui sont solidaires et votent tous dans le même sens, ne siègent pas au conseil d'administration et ils ne sont pas représentés aux assemblées générales... mais ils ont choisi la direction de la société. C'est eux qui l'ont désignée et qui ont recomposé le conseil d'administration, sans en être membres. C'est une situation qui aurait dû interroger, après la prise de contrôle.

Cette prise de contrôle était-elle prévue par le plan de sauvegarde ? La réponse est négative et c'est la première faille du dossier. L'évasion des actifs n'était pas non plus prévue dans ce plan de sauvegarde. Je précise ces points parce qu'ils sont importants pour la suite des événements.

Ces acteurs ont « chargé la bête ». J'avais fait part, à l'époque, à la direction du Trésor, en la personne de M. Pierre-Olivier Chotard (parti ensuite à la banque Rothschild, conseil dans cette opération), de mon étonnement de voir que les banques n'étaient plus au tour de table. Je lui ai dit que j'étais très surpris de ne pas voir d'argent apparaître dans le plan et qu'on n'avait pas voulu me consulter – je n'ai, en effet, pas fait partie de la liste des personnes consultées par madame Bourbouloux. Je lui ai dit également qu'il savait très bien que le schéma envisagé n'était pas tenable et qu'une charge d'intérêts à 14 % n'était pas supportable par l'entreprise : on ne peut pas à la fois rembourser de la dette, payer des intérêts sur une dette à court terme pour financer le fonds de roulement et rembourser les actionnaires ; c'est mathématiquement impossible. Il m'a répondu que cela tenait sur le papier. Je lui ai rappelé que l'État était partie prenante à ce plan, qui n'avait pu se faire que parce que précisément l'État était impliqué. Monsieur Chotard l'a d'ailleurs revendiqué publiquement dans des déclarations : il a dit que, pour la première fois (et c'est vrai), l'État allait participer financièrement à l'exécution d'un plan de sauvegarde accélérée – et pas pour une petite somme : pour un demi-milliard d'euros.

J'ai rencontré monsieur Chotard un mois avant son départ. Je lui ai dit que je pensais que le plan ne tenait pas la route, parce qu'il n'y avait pas de projet industriel et que le démantèlement n'était pas viable. Tout était complémentaire, on ne peut pas faire de Monopoly avec cette entreprise. C'est pourtant lui qui a cautionné ce plan, puisqu'il en a négocié avec madame Bourbouloux la définition et l'exécution. Le Ciri a donné son approbation, de même que le ministre Bruno Le Maire – à qui j'ai demandé, à quatre reprises, un rendez-vous qu'il ne m'a jamais accordé.

Il nous a été affirmé que tout cela était destiné à sauver Bull. Mais Bull, sans Atos, ne peut pas survivre et, je le répète aujourd'hui, Bull ne survivra pas à cette scission. J'ai multiplié les alertes, depuis très longtemps, auprès de l'Autorité des marchés financiers, de la justice, des parlementaires et de l'ancienne Première ministre Elisabeth Borne et de ses conseillers. Le problème était que le dossier était directement géré par le cabinet du ministre de l'économie et par le Trésor, d'une

façon totalement opaque. L'État a été impliqué à des niveaux que je trouve déraisonnables, à la fois sur le plan des principes et sur celui des montants.

J'ai recommandé de lancer une augmentation de capital, expliquant qu'au lieu d'acheter Bull, il fallait mettre de l'argent dans la maison-mère. Mais pourquoi le faire dans un cadre bénéficiant à des créanciers ? Pas de réponse. Et je suis stupéfait d'apprendre que l'État, il y a quelques jours, a fait un chèque. Cela défie l'entendement.

L'État est engagé dans ce dossier, puisque le ministre des finances a écrit qu'il était intéressé par la reprise de certaines activités d'une société désormais détenue par des créanciers étrangers – des créanciers qui n'étaient pas prévus dans le plan de sauvegarde ; on a tout fait pour empêcher que des étrangers prennent le contrôle, du fait de l'existence d'activités de souveraineté et, élément beaucoup plus grave et souligné depuis longtemps, du fait de la présence de quelques programmes classifiés. Beaucoup d'industriels ont dit que qu'il était grave que plusieurs milliards d'euros d'activités sensibles passent sous contrôle étranger. On l'a dit à la DGA, au ministère de la défense, à Bercy, mais tout le monde s'est assis dessus...

L'État a cautionné le plan de sauvegarde accélérée, qui date d'octobre 2024 et auquel il est partie prenante. Dès ce moment, l'État devait veiller à ce que le plan se déroule normalement : il ne l'a pas fait, les comptes ont été falsifiés – je dis bien « falsifiés », parce que la présentation et le niveau des comptes ne me paraissent pas refléter la réalité et l'AMF l'a depuis constaté, comme tout le monde d'ailleurs.

Les organisations syndicales ont des représentants au conseil d'administration d'une société. Qu'ils n'aient pas accès à des informations essentielles, je ne trouve pas cela normal. J'ai présidé une société cotée pendant plus de trente ans : nous avons un certain nombre de devoirs vis-à-vis des syndicalistes, on doit les informer et, s'agissant d'informations sur le niveau d'endettement, les risques de l'entreprise et des enjeux tels qu'une procédure de sauvegarde accélérée et ses conséquences tant sociales qu'industrielles, le devoir de l'entreprise est d'être transparente. Vos organisations avaient bien un représentant au conseil d'administration, en la personne de M. Farès Louis (CFDT).

Tout était parfaitement connu. Comment l'État aurait-il pu reprendre la main ? C'eût été extrêmement simple. Il y a eu des défaillances : les promesses de résultats n'ont pas été tenues et il y a eu des maquillages – on en est d'ailleurs averti depuis très longtemps, puisque les banques traditionnelles de l'entreprise ne la soutiennent plus en raison de doutes sur les méthodes de gestion et la véracité des comptes. On aurait tout à fait pu demander aux actionnaires de donner une garantie de continuité ; on ne l'a pas fait, on leur a donné des actifs et ils ont pu les sortir, ce qui n'était pas prévu dans le plan. Je regrette de le dire, mais l'État aurait aussi pu reprendre la main en convoquant les mandataires : un mandataire pour l'exécution ne m'a jamais répondu, alors que je lui ai envoyé trois courriers. L'État devait dire qu'il n'avait pas confiance dans la gestion de la société et qu'il conditionnait son engagement (550 M€) à des performances : l'État pouvait reprendre la main, mais il ne l'a pas fait.

J'en viens à l'incident Chotard. Je trouve tout à fait anormal, en tant que citoyen, qu'un fonctionnaire chargé du dossier se retrouve de l'autre côté...

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous pouvez préciser ?

M. Yazid Sabeg. Monsieur Chotard était le patron du Ciri et le rapporteur dans cette affaire – c'est donc lui qui a géré le dossier. Puis il est parti chez l'un des conseils, en l'occurrence la banque Rothschild, qui a monté ce dossier en tant que conseil d'Atos. C'est assez stupéfiant : je n'avais jamais vu cela.

L'État aurait dû reprendre le contrôle de l'entreprise. S'agissant des questions de sécurité et des activités classifiées, il était parfaitement au courant, depuis très longtemps, qu'il y avait un risque de compromission. J'ai proposé de faire une augmentation de capital, de renforcer les fonds propres ou de prendre le *leadership* d'une coalition d'entreprises – mais sous réserve que l'État y participe. Il l'a fait, mais dans le mauvais sens.

M. Pierre Jean. Monsieur Louis, qui a été mentionné, est représentant des salariés au conseil d'administration d'Atos. Ce groupe, nous l'avons dit tout à l'heure, ne donne qu'une information très parcellaire aux représentants du personnel et impose des clauses de non-divulgaration extrêmement sévères au représentant des salariés au conseil d'administration – ce qui exerce une pression forte sur sa capacité à dialoguer, y compris avec ses pairs au sein des différents syndicats.

M. Yazid Sabeg. S'agissant d'événements aussi graves que ceux qu'a connus l'entreprise, je pense que le devoir de ses dirigeants eût été d'informer les salariés directement – vous avez tout à fait raison sur ce point – et que pas un président n'imposerait à un syndicaliste de se taire sur ce qui se déroule au conseil d'administration. Je regrette de le dire, mais ce n'est pas comme cela que cela passe – j'en suis certain. Que cela ait été accepté ou bien imposé, je trouve que c'est, en tout cas, déplorable.

M. le président Emmanuel Mandon. Essayons de nous recentrer sur l'objet de cette commission d'enquête.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous ne sommes pas là pour que vous débattiez entre vous, mais pour que vous répondiez aux questions des élus de la nation.

Vous avez parlé de « fiasco total » et de « scandale d'État ». C'est hallucinant, on a l'impression que personne n'est responsable, au plus haut niveau, alors qu'on parle, s'agissant d'Atos, d'une « fille naturelle de l'État ». Monsieur Thierry Breton, ministre de l'économie puis commissaire européen, est PDG pendant dix ans. Monsieur Édouard Philippe reste trois ans au conseil d'administration, de 2020 à 2023, juste après avoir été Premier ministre. Il y a un moment où il faut cibler, dans cette affaire, des responsables au plus haut niveau de l'État, qui ont été aux manettes de l'entreprise pendant des années. On trouve aussi dans ce dossier, ce qui est assez succulent, M. Laurent Collet-Billon, vice-président du conseil d'administration, alors qu'il est un des dirigeants d'Europlasma, actuellement aux mains d'Alpha Blue Ocean, et qu'il a aussi été délégué général pour l'armement pendant quasiment dix ans. Il faut quand même se rendre compte

du truc hallucinant que nous avons sous les yeux ! Ce fiasco total et cette perte de souveraineté sont, pour moi, un scandale d'État absolu. Nous aurons, je pense, un grand nombre de questions à poser aux très hauts responsables que nous entendrons.

L'un d'entre vous a-t-il des éléments sur les plans des quatre fonds anglais, américains et hollandais, en question ? Avez-vous une idée d'où ils veulent aller ?

M. Yazid Sabeg. Rapportez-vous au plan de sauvegarde : il est public. Un procureur était là : demandez-lui le dossier et vous aurez le pedigree de tout ce monde. Je suis stupéfait que vous posiez cette question et ne disposiez pas des éléments.

Madame Bourbouloux va venir vous voir : elle vous donnera le plan de sauvegarde accélérée et vous dira de qui il s'agit.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je ne vous demande pas de me dire ce que je dois faire, mais si vous avez des éléments. Vous n'êtes pas là pour nous interroger ; c'est nous qui interrogeons, monsieur Sabeg.

M. Yazid Sabeg. D'abord, madame, je ne vous ai pas interrogée.

Ensuite, je vous dis que je suis surpris que vous n'ayez pas ce plan : il contient des réponses aux questions que vous posez à juste titre. Ces fonds sont très connus et *persona non grata* en France. Il y en a six, ils n'ont pas acquis 30 %, mais 80 % du capital et certains ont profité, depuis, de leur opération financière pour en sortir. L'État et l'AMF savaient parfaitement qu'il y a eu un changement de contrôle de l'entreprise : elle est devenue anglo-saxonne pendant l'augmentation de capital, qui s'est faite au bénéfice d'acteurs partis de zéro pour atteindre 80 % du capital en consolidant leurs créances et en mettant un petit peu de *cash*. Tout cela est connu et se trouve dans le plan.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vais vous expliquer l'esprit d'une commission d'enquête. Tout cela est dans le plan, bien sûr ; mais l'idée est de vous le faire dire devant la représentation nationale.

Si je vous pose la question, ce n'est pas parce que nous n'avons pas les éléments et que nous sommes ignorants, mais parce que nous voulons avoir, lors d'une audition publique, filmée et se tenant devant l'Assemblée nationale, des éléments de votre part. Que cela soit dans le plan et que nous devrions l'avoir, ce n'est pas la question. Vous êtes auditionné et je vous demande si vous avez des éléments à préciser devant tous les parlementaires. Profitez-en, puisque tout cela n'a sans doute pas été assez évoqué jusqu'à présent.

M. Yazid Sabeg. Tout est connu et a été notifié aux parties intéressées. Vous aurez l'occasion d'échanger avec la responsable, Mme Hélène Bourbouloux, mandataire de justice.

La loi a été appliquée, plusieurs fois, d'une façon scandaleuse, afin de favoriser un groupe d'actionnaires étrangers et, de surcroît, spéculatifs. C'est tout ce que je voulais dire.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Est-il encore temps de sauver Atos ? Je le dis d'une façon assez brutale, mais la société va se trouver face à un mur de

dette de plusieurs milliards d'euros en 2028-2029, en plus des 200 M€ d'intérêts à verser chaque année. S'il est encore temps de sauver Atos, à quelles conditions est-ce possible ? Que doivent faire l'État, le Gouvernement, BPIFrance et l'Agence des participations de l'État (APE) ?

M. Pascal Besson. Je crains malheureusement qu'il ne soit désormais un peu tard : comme cela a été souligné par beaucoup, le démantèlement a commencé. Il y a déjà eu une perte de personnel et des entités ont été vendues, comme Worldgrid et tout ce qui concerne les supercalculateurs. La compétitivité et la capacité d'Atos à conquérir des parts de marché sont donc sérieusement ébranlées.

Néanmoins, il n'est pas trop tard. Il reste soixante mille personnes dans l'entreprise au niveau mondial, dont plus de huit mille en France. Atos a encore de belles capacités, du moins pour ce qui est des services publics souverains que le citoyen français utilise au jour le jour – nous en avons déjà parlé et je n'y reviens donc pas.

La CGT estime que le plan qu'elle avait proposé début 2024, à savoir une nationalisation d'Atos et un changement de gouvernance, est toujours d'actualité, même si le périmètre a été beaucoup restreint. Ce qui va être plus compliqué, c'est que, maintenant qu'Atos est passé sous une double filiale néerlandaise, il faudrait presque la rapatrier en France. Les actifs ayant été protégés, est-il encore possible de faire ce que nous préconisons, c'est-à-dire une nationalisation totale... mais peut-être temporaire, parce que je ne suis pas sûr qu'Atos ait besoin d'être nationalisé sur le long terme ? Il suffirait d'avoir une gouvernance qui respecte l'intérêt des clients, en particulier l'État, et celui des salariés, pour que cela se passe correctement – et ce, même en l'absence de nationalisation.

Notre solution est toujours d'actualité, mais est-elle encore possible légalement ? Je ne sais.

M. Yazid Sabeg. Oui, évidemment, l'État peut encore intervenir. L'existence de la société est désormais très fâcheusement compromise, en raison de la stratégie conduite depuis quatre ans et qui est connue, dans le détail, par l'État et les banques, notamment créancières (puisque un ou deux banquiers sont devenus créanciers capitalistiques, c'est-à-dire qu'ils sont devenus actionnaires).

La première des choses que l'État aurait dû faire, depuis longtemps (comme je l'ai dit à l'ancien Premier ministre François Bayrou et à son conseiller économique), était de reprendre la main. Il fallait « siffler la fin de la récréation » en convoquant les actionnaires et le Trésor pour leur dire « stop » : ce plan est non seulement irréaliste, mais également non conforme aux intérêts sociaux de l'entreprise, qui existe toujours, et aux intérêts de l'État (et de la France, tout simplement). L'État avait parfaitement les moyens juridiques de le faire ; les autorités de marché étaient parfaitement alertées, elles n'attendaient qu'une instruction pour agir, mais on n'a rien fait. Il est encore possible d'intervenir, tout simplement en convoquant au Trésor et au Ciri les gens qui ont mis en place ce plan et qui ont fait défaut.

Ensuite, on nommera une gouvernance qui devra avoir la main et avoir un plan industriel. La confusion est aujourd'hui totale sur le plan industriel : que devient l'entreprise, est-il encore temps de se rétablir dans les activités stratégiques, faut-il le faire ? Et la sortie de Bull, du nucléaire, bientôt des activités cyber, qui sont déjà très entamées ?

S'agissant du fonds de commerce, dans le domaine du *cloud*, la question de la souveraineté est posée. Il y a en effet dix-huit contrats, qui sont confidentiels et sensibles, du côté de ce qu'on a appelé Tech Foundations. C'est une activité informatique qui aurait pu évoluer vers le *cloud* – aller vers le *cloud*, c'est la grande question, en ce moment. Or cette activité est compromise. Comment poursuivra-t-elle sa vie ?

Tout le monde dit qu'il y a encore soixante mille personnes chez Atos. Mais pour faire quoi : des activités périmées ? Il fallait évoluer vers le *cloud*. Celui qui doit reprendre la main dans la société doit avoir un plan industriel de reconquête, c'est-à-dire rebâtir l'entreprise à partir de ce qui en reste.

Mme Karine Dran. Un plan industriel est effectivement essentiel pour relancer la dynamique de l'entreprise. Si on peut encore sauver quelque chose, c'est en sortant de l'approche financière pour entrer dans une démarche industrielle. Va alors se poser le problème du financement du redémarrage, notamment de la recherche-développement. L'État, au sens large, peut probablement aider l'entreprise à le faire. Aujourd'hui, nous sommes tellement asphyxiés par les intérêts à payer, la dette et les créanciers, qu'il est très compliqué de repartir. Quelque chose peut vraiment être organisé au niveau de l'État, par un biais ou un autre – j'ignore lequel, ce n'est pas de mon ressort... mais c'est un point sur lequel nous avons besoin de votre aide.

La première recommandation du Sénat était de préserver le périmètre du groupe. Il faut évidemment continuer à aller dans ce sens, même si nous avons l'impression que ce n'est pas ce qui a été engagé. Cela pose la question du droit de regard que l'État peut avoir, d'une façon ou d'une autre, sur l'entreprise.

Cette recommandation, frappée au coin du bon sens, était suivie d'une autre, celle de faire entrer l'État au capital par une prise de participation minoritaire et durable de l'APE au sein d'Atos SE (c'est-à-dire la holding), lui garantissant une place au conseil d'administration. C'est un minimum : pourquoi n'y a-t-il pas de représentant de l'État au conseil d'administration d'une entreprise considérée comme un opérateur de technologies critiques et stratégiques ? Pourquoi l'État ne regarde-t-il pas ce qui s'y passe ? Je ne sais pas s'il faut une nationalisation, mais au moins l'État devrait être présent dans les instances dirigeantes et, en cela, je rejoins les analyses de monsieur Sabeg.

Nous avons eu l'occasion de rencontrer madame Hélène Bourbouloux, de façon plus ou moins formelle, à plusieurs reprises quand elle est intervenue sur le dossier. Les choses semblaient ficelées et son écoute réduite à un point qui nous a abasourdis. Nous ne savions plus à quoi cherchait à aboutir la démarche de sauvegarde. S'agissait-il bien de sauvegarder l'entreprise ? Dans ce cas, madame Bourbouloux n'a écouté personne – en tout cas, pas nous. Ou bien essayait-on de

trouver un plan qui sauvegarde les créanciers ? C'est une vraie question et il serait intéressant que vous puissiez la creuser.

L'année 2024 a été assez stupéfiante. La dette existante a été repoussée et une nouvelle dette a été ajoutée – parce qu'il a fallu un refinancement, le temps que tout s'installe. On a également vendu des actifs stratégiques à un concurrent qui ne correspondait pas à l'une des recommandations du Sénat, selon laquelle il fallait trouver un repreneur en lien avec EDF (ou agréé par EDF). En gros, on a pris un compétiteur quelconque, qui a racheté la filiale Worldgrid pour pas grand-chose. L'intérêt stratégique pour l'État n'était absolument pas démontré – c'était même tout le contraire. Sortir cet actif ne servait personne, certainement pas l'État ni Atos. Si vous cherchez des responsables, cherchez l'argent ; nous nous posons beaucoup de questions sur ce plan.

Tout cela a été fait en l'absence de projet industriel. On espère arriver, un jour, à sortir de cette situation, mais les aspects financiers restent extrêmement présents et on ne voit pas l'aspect industriel émerger. Si on veut que cela arrive, ce sera avec de l'aide, parce que nous n'avons pas aujourd'hui les moyens de financer un redémarrage inscrit dans une réelle stratégie industrielle.

M. Lionel Arcidiacono. L'État est au courant des difficultés d'Atos depuis très longtemps.

Nous avons, pour notre part, pris contact avec Bercy en 2023, avons rencontré la mission d'information du Sénat et sommes là aujourd'hui.

J'é mets deux ou trois réserves concernant le temps de réaction de l'État dans ce genre de dossiers : cela fait très longtemps que tout le système est au courant, mais rien ne nous a empêchés d'aller droit dans le mur.

M. Didier Moulin. Une anecdote : nous avons reçu hier un document indiquant que les adresses e-mail de l'entreprise allaient changer : alors qu'elles se terminent actuellement par « atos.net », ce sera désormais « atos.ai » (pour « intelligence artificielle »). Sauf que c'est également le nom de domaine d'un pays, l'île d'Anguilla, qui est un paradis fiscal... À partir du mois de mai, donc, nous allons envoyer des e-mails à l'administration française et à nos clients avec une extension .ai, ce qui se veut une communication promotionnelle et un signe de haute technologie, mais qui pointe vers un paradis fiscal inscrit sur une liste noire européenne. Cela dit bien la folie de la gouvernance actuelle.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pensez-vous que c'est volontaire ?

M. Didier Moulin. Vous poserez la question à monsieur Salle. Je pense qu'ils ont utilisé un cabinet de conseil qui n'a pas cherché l'information, tout simplement. Ils ont dû trouver que c'était un nom d'extension fantastique et ils n'ont pas vérifié.

M. Pascal Besson. C'est dans la droite ligne de ce qui se fait depuis plusieurs années chez Atos : on paie des cabinets de conseil des fortunes – c'est de ce côté, d'ailleurs, qu'on peut peut-être penser à des malversations – pour arriver à des imbécillités... et le terme reste encore courtois.

Nous avons vu des choses invraisemblables. Il se trouve que le PSE ciblait la communication : grand bien leur ferait de garder la communication en interne ! Ils auraient bien besoin de gens qui les remettent sur le droit chemin.

M. Yazid Sabeg. Il ne faut pas porter atteinte à l'intégrité industrielle de l'entreprise et, au contraire, l'aider par une recapitalisation importante. L'État aurait dû regarder cette solution, il aurait pu le faire et il ne l'a pas fait. Il aurait pu recapitaliser l'entreprise sans en prendre le contrôle ni la nationaliser, il aurait pu y mettre l'argent qu'il a donné aux créanciers. C'est là une faute grave, une erreur stratégique majeure. Après les erreurs commises par l'entreprise elle-même, l'État a ajouté la sienne propre : son opération finance la liquidation et la destruction d'Atos. Vous interrogerez peut-être le patron de l'APE et les fonctionnaires responsables ; c'est de cette façon qu'il faut poser le sujet.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous remercie pour tous ces éléments. Nous avons prévu d'auditionner madame Hélène Bourbouloux, tous les responsables de Bercy pouvant être impliqués et tous les ministres de l'économie qui se sont succédé. Nous avons aussi demandé à entendre le Premier ministre. Tout cela nous permettra d'avoir des retours d'un certain nombre de très hauts responsables, sans compter que nous auditionnerons M. Laurent Collet-Billon la semaine prochaine, ce qui devrait être intéressant.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie toutes et tous pour votre contribution. Si vous souhaitez nous adresser des pièces qui pourraient enrichir nos travaux et nous éclairer, ne vous en privez pas.

*

* *

33. Audition de M. Philippe Salle, président-directeur général d'Atos (17 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Je salue, en notre nom à tous, le président-directeur général d'Atos, M. Philippe Salle, qui est à la tête du groupe depuis le 1^{er} février 2025.

Atos est une grande entreprise française bien connue, leader européen dans un certain nombre de domaines. Ses activités vont de la cybersécurité au pilotage des centrales nucléaires, en passant par les logiciels militaires critiques.

Si on se souvient de sa période de forte croissance, on sait aussi qu'Atos a été confrontée à une succession de difficultés sérieuses, notamment depuis 2021, et que sa dette est désormais colossale. Une procédure de sauvegarde accélérée a été ouverte en décembre 2024, afin notamment de permettre à l'entreprise de réduire sa dette et de sécuriser ses liquidités.

La restructuration du groupe a permis d'éviter sa liquidation, mais au prix d'un changement radical de gouvernance, d'un recentrage sur les activités stratégiques essentielles et, malheureusement, d'un plan de licenciement. Le

31 mars, l'État a acquis l'intégralité du capital de la société Bull, une filiale du groupe Atos qui regroupe ses activités de conception et de fabrication de supercalculateurs et de serveurs à hautes performances. Les autres activités industrielles demeurent au sein du groupe Atos.

Le plan de sauvegarde accélérée a suscité de très fortes inquiétudes, notamment en raison des perspectives négatives qu'il dessine pour l'emploi et du risque de transfert de savoirs hors de nos frontières. Autre point d'inquiétude : la holding qui sert de cadre financier aux activités substantives d'Atos a son siège social aux Pays-Bas et des raisons fiscales liées aux exigences des créanciers seraient à l'origine de ce choix. Cela ne manque pas d'interpeller, dans la mesure où Atos a bénéficié d'un prêt de l'État, négocié avec le comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri).

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

(M. Philippe Salle prête serment.)

M. Philippe Salle, président-directeur général d'Atos. J'ai été nommé président-directeur général (PDG) d'Atos, il y a un peu plus de quatorze mois (1^{er} février 2025), dans un contexte extrêmement difficile. Vous le savez : le groupe est passé tout près du précipice financier et il a dû faire face à des difficultés très graves, largement documentées par la presse et par un rapport du Sénat (S. Primas, J. Darras, F. Gay et T. Meignen, *Rapport d'information sur la situation et l'avenir du groupe Atos*, 568, 30 avril 2024).

Je citerai quelques-uns des diagnostics posés : « taux de marge opérationnel dégradé », « course à la taille menant à un portefeuille de contrats insuffisamment rentable », « complexité organisationnelle », « manque d'intégration de nombreuses acquisitions, sans réelles synergies », « retard sur certaines transitions technologiques comme le *cloud* », « instabilité managériale et stratégique » et, pour finir, « endettement abyssal ».

Les équipes ont, bien sûr, été très traumatisées – c'est tout à fait normal. Je veux d'ailleurs saluer ici leur travail, leur sérieux, leur excellence et leur attachement profond à l'entreprise, ce que démontre le maintien du taux de *turnover* à un niveau faible (de l'ordre de 13 % ou 14 %), un taux plus bas que celui de la concurrence. Nos principales ressources sont nos talents humains. Nous investissons dans leur développement afin de tirer la croissance de demain.

Cela fait presque trente ans que j'occupe des fonctions de président-directeur général. J'ai exercé ces fonctions successivement chez Vediorbis, Geoservices, Altran, Elior, Viridien et Emeria. Je suis une personne d'action, totalement dédiée au redressement et au développement d'une entreprise.

Concernant Atos, malgré les défis nombreux, voire le péril dans lequel se trouvait l'entreprise, j'ai exprimé l'année dernière devant les sénatrices et les sénateurs ma confiance dans l'existence d'une voie de qualité et d'excellence. Je crois qu'à cette heure, nous avons remis le groupe sur ce chemin : la priorité n'est clairement pas de nous encombrer du passé, mais de nous tourner vers l'avenir. En une douzaine de mois, toutes les équipes et tous les talents d'Atos ont travaillé d'arrache-pied et sont restés concentrés sur le redressement.

Atos fait partie de l'histoire industrielle de la France. Le groupe est issu du rapprochement, à la fin des années quatre-vingt-dix, des activités de services d'un groupe industriel (Axime) et de la société française Sligos. Depuis sa création, le groupe s'est développé autour de trois grands métiers : l'infogérance et les services managés ; l'intégration de systèmes et les services numériques ; les activités de calcul de haute performance, *big data* et cybersécurité, au sein de Bull.

Le groupe Atos reste un acteur international majeur de la transformation digitale. Il opère dans soixante pays, avec environ soixante mille collaborateurs. Ses activités sont désormais organisées autour de deux « marques » complémentaires : Atos pour les services numériques et Eviden pour les produits et systèmes critiques. Je rappelle que le groupe est coté sur le marché d'Euronext Paris.

Atos fait partie du patrimoine économique et scientifique national. C'est un fleuron français et européen et, je le dis solennellement, nous avons la ferme intention qu'il le reste. La perspective d'une vente à la découpe n'existe pas, contrairement à ce que j'entends sans cesse. Il en va de la souveraineté et de la crédibilité technologique du continent, ainsi que de la prospérité économique de la France et de l'Europe face à des concurrents américains, indiens ou chinois, dans un contexte géopolitique de plus en plus brutal.

Cette histoire fait bien entendu partie des éléments qui ont guidé mon choix de rejoindre le groupe, tout comme le fait qu'Atos soit une « pépite » française, qui dispose d'actifs technologiques, de talents et d'un rôle clé pour des clients dans les secteurs publics et privés. Il fallait un pilotage de redressement.

Mon engagement et ma détermination à relever la société s'inscrivent dans le temps long. J'ai présenté au marché et aux actionnaires mon plan de redressement et de transformation, que j'ai nommé « Genesis » – j'y reviendrai. Je m'engage personnellement dans ce plan, puisque j'ai investi mon propre argent dans l'entreprise – je détiens 1,5 % de son capital.

Pour Atos, l'horizon s'éclaircit enfin et nous pouvons désormais dire qu'Atos est sortie de l'ornière. Sortir de l'ornière, cela signifie d'abord stabiliser l'entreprise, qu'il s'agisse de ses liquidités, de sa gouvernance, de sa discipline commerciale ou de l'amélioration progressive de sa rentabilité. Nous avons tiré certains enseignements des très graves difficultés qu'a connues le groupe. Nous nous efforçons de réduire la complexité, de renforcer la gouvernance des grands programmes et de remettre de la discipline dans les livraisons de contrats signés. Le retour à la croissance est un objectif : ce devra être une croissance rentable et soutenable, non une croissance à faible marge.

Il y a eu deux temps dans le redressement. Tout d'abord, la restructuration financière de fin 2024 a été un passage obligé pour donner au groupe les moyens de son redressement opérationnel. Sans elle, Atos risquait une rupture de liquidités et une désorganisation majeure. Elle a permis de réduire le risque immédiat, de redéfinir une structure de dette et de recapitaliser l'entreprise, au prix, certes, d'une dilution importante des actionnaires historiques.

À la suite de cette restructuration financière, la configuration du capital d'Atos a en effet été profondément modifiée, avec l'entrée au capital de créanciers, d'investisseurs ou de créanciers-investisseurs, dans le cadre de la conversion de la dette en actions. Certains d'entre eux sont encore présents, alors que d'autres sont déjà partis : sans eux, Atos n'existerait plus ; ce sont les seuls qui ont voulu prendre un risque. Aucun d'entre eux ne dispose de prérogatives particulières dans la gouvernance du groupe. Atos entretient avec eux un dialogue constructif, comme avec l'ensemble des actionnaires.

Je souligne au passage que tous les établissements bancaires français m'ont fermé la porte. Certes, ils ont perdu de l'argent avec Atos, mais Atos n'est pas la seule société avec laquelle ils en aient perdu dans notre pays... Actuellement, c'est donc une banque anglaise qui assure la paye des salariés français. Elle fait d'ailleurs partie des acteurs qui ont cru au redressement d'Atos.

Pour moi, la restructuration de 2024 constituait non pas une fin, mais un point de départ. C'est pour cela que je suis arrivé à ce poste. Désormais, la création de valeur dépend de l'exécution opérationnelle, de la stabilisation du chiffre d'affaires et du retour durable à la génération de *cash-flow*.

Nous avons publié, le mois dernier, nos résultats pour 2025. Certes, notre chiffre d'affaires (8 milliards d'euros [Md€]), s'est contracté de 14 %, mais ce chiffre est aussi lié aux efforts colossaux de restructuration de l'entreprise qui ont été fournis. Le groupe a dû se séparer de presque vingt mille personnes dans le monde en un an, sur les quatre-vingt mille environ qu'il comptait en 2024. Cela s'est fait par des cessions d'actifs, la fermeture de nos activités dans certains pays, l'arrêt de certains contrats, parfois des plans de départ. À la suite des difficultés passées, beaucoup de clients ont mis fin à leurs contrats de peur qu'Atos disparaisse. Nous avons subi tous ces dégagements entre 2023 et 2024 et la performance en 2025 n'est que la conséquence de ce mouvement de dégagements.

Je retiens surtout que nous avons doublé notre résultat opérationnel, qui est passé de 170 millions d'euros (M€) à 350 M€. Notre marge opérationnelle est désormais de 4,4 % – c'est toujours trop bas.

Nous nous fixons également pour objectif d'être comparables à nos grands concurrents. La restructuration a permis, dans un second temps, de se projeter dans le futur. C'est le sens du plan que j'ai appelé « Genesis » et qui porte sur une période assez courte (2025-2028). À ce jour, 88 % du plan est exécuté. Nous avons ainsi reconstitué une base de coûts saine, ce qui nous servira dès 2026, en adéquation avec nos objectifs industriels.

Ainsi, la plupart des trois mille clients que nous accompagnons sont désormais rassurés et nous pouvons nous projeter dans la phase de rebond du groupe, qui surviendra très certainement au deuxième semestre de cette année. À compter de 2027 s'ouvrira un chapitre d'accélération du développement.

Avec l'entreprise et, bien sûr, le comité exécutif, nous avons fait trois grands paris. Le premier porte sur ce qu'on appelle, dans le monde de l'intelligence artificielle (IA), les « studios d'agentique » (*agentive studios*), dont les *process* combinent le travail des humains et celui des agents. De tels outils permettront de simplifier et d'accélérer considérablement le développement de logiciels – en la matière, ils permettent de faire en neuf mois un travail qui, autrement, en demanderait dix-huit. Nous visons une hausse de productivité et de qualité, non une substitution brute. L'enjeu est de faire évoluer les métiers vers davantage de conception, d'architecture, de sécurité et de validation. Nous avons donc créé un écosystème de partenariats et avons lancé nos studios dans quatre grands pays (États-Unis, Angleterre, France et Allemagne).

Le deuxième pari concerne la cybersécurité, domaine dont nous sommes leader en Europe. Nous la développons suivant deux axes : les produits et technologies de protection des identités, des données et des infrastructures critiques, avec Eviden ; les services managés et le conseil pour améliorer en permanence la cyber-résilience, avec Atos. Faire la différence dans ces domaines est, en général, une question de confiance, de conformité et d'intégration de bout en bout.

L'IA renforce autant l'attaque que la défense. Notre stratégie est d'industrialiser la détection-réponse, tout en renforçant la sécurité. La cybersécurité évoluera en deux vagues : d'abord, avec des agents qui permettront des attaques plus automatiques, puis avec l'informatique quantique, qui, entre 2030 et 2040, augmentera encore la rapidité des attaques. Notre rôle est de mettre en place des pare-feu pour y faire face. Toutes les données et les interactions des projets dont nous nous saisissons sont complètement protégées de l'extérieur. Nous avons également conclu des partenariats avec des centres de données privés, garantissant ainsi un environnement complètement hermétique pour les entreprises.

Le dernier pari, consubstantiel au deuxième, est de donner une dimension souveraine aux solutions que nous proposons. Notre but est que les données stockées soient toujours accessibles, c'est-à-dire que les accès à celles-ci ne puissent être entravés par un acteur extérieur mal intentionné.

Je réaffirme mon total engagement au service du redressement et du développement du groupe Atos. Le rebond est, je le pense, pour bientôt. Nous renouons avec la croissance prochainement.

À la suite de votre invitation, je souhaite exposer une proposition plus générale – ou plutôt réitérer une proposition que nous formulons de longue date, afin de soutenir la croissance des entreprises françaises et européennes : celle d'instaurer la préférence française et européenne pour les grands contrats d'intérêt stratégique – je ne demande pas une telle préférence pour tous les contrats.

Cette idée semblait avoir le vent en poupe, mais nous avons appris, il n'y a pas très longtemps, que la Banque centrale européenne avait décidé de confier son plus gros marché d'infogérance à une société américaine (DXC). Alors qu'Atos n'aurait pas le droit de faire une offre de services à la banque centrale américaine et encore moins à la banque de Chine, l'inverse est possible. Il y a les grands discours... et il y a les faits.

Si nous n'instaurons pas systématiquement cette préférence française et européenne, nous ne nous en sortirons pas face à nos concurrents américains et chinois qui, la plupart du temps, font du dumping et la souveraineté restera un vain mot.

Si vous voulez aider Atos, aider ses salariés et sauver des emplois, il faut nous aider à gagner des clients sur le marché domestique et que les organismes d'État ou paraétatiques passent des commandes aux entreprises françaises et européennes. Pour être fort au niveau mondial, il faut d'abord être fort sur le marché domestique.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Les travaux de notre commission d'enquête portent sur les fonds prédateurs. En la matière, le cas d'Atos est un cas d'école en France et, sans doute, dans le monde. Alors qu'il s'agit d'un énorme actif stratégique, qui garantit la souveraineté numérique de la France, il est passé entre les mains de fonds spéculatifs depuis la fin 2024. De mon point de vue, que beaucoup de parlementaires partagent, c'est une catastrophe pour l'avenir de notre pays. Il reste à comprendre comment une telle catastrophe a pu se produire et si l'on peut encore faire quelque chose.

Notre première question est : qui décide, chez Atos ? L'équipe, les dirigeants, les cadres, à partir d'un projet industriel de long terme, ou les créanciers, ces fonds étrangers spéculatifs qui sont basés en Hollande dans une double holding et qui n'ont pour but que de se faire rembourser leurs créances et de maximiser leurs rendements financiers, au détriment des activités militaires sensibles de la France, du nucléaire ou des services du quotidien des Français, de la carte Vitale aux principaux sites publics ?

Quel rôle ont joué l'État et les gouvernements successifs ? Comme vous êtes le PDG actuel, nous voulons vous interroger sur tout ce qui s'est passé depuis le fameux plan social – pardon, le « plan de sauvegarde » – de fin 2024, même si vous êtes arrivé juste après. Comment ce plan a-t-il pu être ficelé, puis validé et comment est-il géré ? Évidemment, il ne s'agira pas ici de refaire les travaux de la mission d'information sénatoriale de 2024, d'autant que, depuis, nous sommes entrés dans une autre dimension.

Actuellement, les décisions stratégiques majeures de l'entreprise nécessitent-elles l'accord des créanciers actionnaires, notamment des quatre fonds anglais, hollandais et américains qui détiennent à peu près un tiers du capital ? Parmi les décisions qui déterminent l'avenir de l'entreprise, lesquelles dépendent de ces fonds ?

M. Philippe Salle. Comme dans toute entreprise, celui qui décide, c'est le PDG. Et je ne crois pas être à la solde de qui que ce soit – je pense que ce n'est pas non plus le cas des autres acteurs de l'entreprise.

Comme toute entreprise cotée, Atos est dotée d'un conseil d'administration, que je convoque pour débattre des grandes décisions – actuellement, nous nous réunissons à un rythme mensuel. Le conseil d'administration vote les décisions qui sont proposées par le PDG – c'est-à-dire moi-même.

Aucun actionnaire n'interfère dans aucune décision ou dans quoi que ce soit. Toutes ces allégations ne servent qu'à alimenter du « *bad buzz* » sur Atos : c'est complètement faux. Vous avez en face de vous le décisionnaire, qui, évidemment, en réfère au conseil d'administration.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous êtes sous serment. Après avoir mené un audit en juin 2025, la direction générale de l'armement (DGA) a demandé que toutes les activités militaires d'Atos soient rassemblées au sein d'Avantix. Un email a été envoyé à tout le personnel pour le lui annoncer. Et puis plus rien.

Depuis, nous avons appris que les créanciers avaient refusé le regroupement au sein d'Avantix d'activités militaires sensibles pour la France. Le confirmez-vous ? Pourquoi n'avez-vous pas procédé à ce regroupement, allant ainsi contre l'avis de la DGA ?

M. Philippe Salle. Oui, je suis sous serment et je dis la vérité. Je suis désolé, mais il s'agit, là encore, de fausses informations. Quand les banques prêtent, elles demandent une caution – si vous empruntez pour acheter un appartement, je suis à peu près sûr que ce sera le cas. De même, lors de la restructuration de 2024, les nouveaux prêteurs, ceux qui nous ont aidés à faire face à environ 3 Md€ de dette, ont demandé une sorte de caution. C'est pour cette raison qu'une double société a été créée en Hollande. Ce choix n'a strictement rien à voir avec de l'évasion fiscale, contrairement à ce que j'ai entendu dire de nombreuses fois.

Certains actifs sont concernés par cette caution, d'autres ne le sont pas. Je ne peux commenter ici les décisions que la DGA m'a demandé de prendre, car cela relève du secret – si vous avez besoin du détail, je pourrai vous transmettre les documents par écrit. Disons simplement que 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.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Confirmez-vous bien que les créanciers-actionnaires n'ont eu aucun poids dans la décision de ne pas regrouper les actifs sensibles dans Avantix, qu'ils n'ont rien à voir avec elle et qu'ils n'ont pas cherché à agir en ce sens ?

M. Philippe Salle. Oui, je vous le confirme.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Venons-en à la double holding qui permet de placer sous caution, auprès de fonds étrangers, certains actifs d'Atos, malgré leur caractère extrêmement sensible et leur importance pour la souveraineté

de la France. Pourquoi cette holding a-t-elle son siège aux Pays-Bas et non en France ?

M. Philippe Salle. Je n'étais pas là quand cette holding a été créée. S'il le faut, je ferai de nouveau une note écrite pour vous expliquer, mais, de ce que je comprends, il s'agit d'un choix très classique – Atos n'est pas la première entreprise qui met des sociétés hollandaises en caution.

Par ailleurs, il faut bien comprendre que les rôles d'actionnaire et de créancier n'ont strictement rien à voir l'un avec l'autre : l'actionnaire détient des parts d'une société, le créancier en détient des dettes. Il se trouve que certains des créanciers d'Atos sont également actionnaires, mais il s'agit d'une minorité. Les doubles holdings ont pour seul objectif de s'adresser aux créanciers – c'est-à-dire à ceux qui détiennent la dette de l'entreprise.

En 2024, il fallait lever 3 Md€ de dette. Une partie de la dette a été convertie en capital ; nous avons également levé une nouvelle dette. Les nouveaux créanciers d'Atos ont demandé des garanties, tout simplement.

Pourquoi la double holding est-elle hollandaise et non française ? Je n'ai pas la réponse. Je vous ferai préparer une réponse écrite par mes équipes.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Sous serment, vous indiquez donc ne pas pouvoir préciser pourquoi cette double holding a son siège aux Pays-Bas. C'est bien ça ?

M. Philippe Salle. Je ne me suis pas occupé de la restructuration financière et je n'y ai pas été impliqué. Je ne suis arrivé qu'en octobre 2024, en tant que président du conseil d'administration. Mon objectif est désormais de m'occuper de la gestion opérationnelle de la société.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je reformule ma question : de votre point de vue, avec toutes les informations que vous avez – vous êtes quand même PDG de la boîte et c'est un élément extrêmement important pour cette boîte, qui compte soixante-et-un mille salariés, – pourquoi cette holding a-t-elle son siège aux Pays-Bas et non en France ?

M. Philippe Salle. Je n'ai pas de point de vue là-dessus. De ce que je comprends, c'est une question très technique, de documentation bancaire : nous vous répondrons. Mais pourquoi c'est en Hollande plutôt qu'en France (ou dans un autre pays), je n'en ai aucune idée.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous dites donc, sous serment, que vous ne savez pas pourquoi c'est aux Pays-Bas.

M. Philippe Salle. Oui, sous serment, je vous dis que je ne sais pas pourquoi c'est aux Pays-Bas.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je pense qu'à peu près tout le monde le sait, sauf vous. Il est quand même étonnant que le PDG d'Atos n'ait pas de réponse, alors que tout le monde, experts compris, partage le même point de vue.

Les quatre premiers actionnaires d'Atos (Melqart Asset Management, Tresidor Investment Management, D.E. Shaw & Co et ING Bank) sont des fonds spéculatifs. Ils possèdent près de 30 % du capital du groupe. Étant donné la dilution de l'actionnariat d'Atos, cela leur permet au moins d'agir sur l'entreprise, d'avoir la main sur un certain nombre de décisions.

Je vous demande de préciser ce que vous savez sur eux. Qui sont les investisseurs derrière ces fonds qui détiennent une grande partie d'Atos ?

M. Philippe Salle. ING n'est pas un fonds, mais une banque. Cette société n'a strictement rien à voir avec un fonds.

Lors de la restructuration, elle nous a prêté de l'argent et elle est encore actionnaire. Elle fait partie des banques européennes qui ont fait confiance à Atos – je rappelle que cela n'a pas été le cas des banques françaises.

Quant aux trois fonds, ils ont tous un site internet. Pour ma part, je ne sais pas qui en sont les actionnaires, je n'en ai même aucune idée. Vous savez très bien que l'objectif de ces fonds est de lever de l'argent et d'investir dans des actifs.

Au passage, je ne sais pas ce qu'est un fonds « spéculatif ». Pour ma part, je parle de fonds « d'investissement » : certains se focalisent sur des situations de retournement, comme celle qu'a connue Atos ; d'autres se concentrent sur des sociétés en croissance. Chacun a sa spécificité.

Ces fonds sont actionnaires parce qu'ils ont participé à la restructuration financière, pour deux d'entre eux (D.E. Shaw et Tresidor). Comme pour tous les autres actionnaires, je vois leurs représentants quand ils demandent à être vus – en général, c'est en fonction des résultats que nous publions. Ils n'ont aucune autre interférence, aujourd'hui, dans les décisions de l'entreprise.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous dites sous serment qu'ils n'ont aucun poids dans les décisions, mais un procès-verbal du comité social et économique (CSE) d'Atos indique que la direction a déclaré que les créanciers n'étaient pas d'accord avec le regroupement des activités militaires sensibles dans Avantix. Confirmez-vous cette information ?

M. Philippe Salle. Vous revenez sur ce sujet. Nous respectons une documentation bancaire qui a été signée en 2024, lorsqu'une partie de la dette a été transformée en capital et qu'une nouvelle dette a été levée. Je n'étais, alors, pas directeur général.

Certains des créanciers ont déjà revendu leur dette. Vous savez très bien que les banques françaises qui détenaient une partie de la dette d'Atos l'ont revendue, tout comme d'autres créanciers...

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Sur le marché secondaire...

M. Philippe Salle. Exactement. Ainsi, certains acteurs qui détenaient notre dette en décembre 2024 ont disparu, après l'avoir revendue.

Nous nous adressons à un pool bancaire, tout simplement. Nous n'avons d'ailleurs pas de vision à 100 % sur la détention de la dette d'Atos – ce serait

quasiment impossible, parce que les titres ont été vendus, puis revendus, que ce soit par de grands ou de petits porteurs.

Nous respectons la documentation bancaire, c'est tout. Aucun créancier ne vient nous expliquer ce que nous avons, ou n'avons pas, le droit de faire. Je le répète sous serment.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. C'est contradictoire avec le PV du CSE que j'ai cité, où vous mentionnez le désaccord des créanciers et où vous en faites état comme d'une raison. Je me permets donc de dire qu'il y a une contradiction entre les faits dont nous disposons et ce que vous dites sous serment.

Par ailleurs, si j'ai envie de revenir sur un sujet, j'y reviens. Cela ne sert donc à rien de faire la remarque, je reviendrai sur ce sujet autant que je peux et que je veux. Vos réponses nous interrogent, car elles contredisent les faits dont nous disposons...

M. Philippe Salle. Si je peux juste ajouter quelque chose, madame la rapporteure...

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je termine d'abord.

Peut-être ne savez-vous pas ce qu'est un fonds spéculatif. Nous, nous en avons une petite idée et faisons la différence entre un fonds et une banque.

Je voudrais comprendre quels sommes remontent actuellement aux fonds, aux banques, aux créanciers, qu'ils soient actionnaires ou non. Si mes informations sont bonnes, les intérêts qui leur remonteront chaque année jusqu'en 2028-2029 s'élèvent à 200 M€ et plusieurs milliards d'euros de dette devront être remboursés à cette échéance.

M. Philippe Salle. De nouveau, je pense qu'il y a de la confusion sur beaucoup de chiffres. Je vais donc vous donner la vérité.

Nous avons des créanciers, qui ne sont pas forcément actionnaires et détiennent la dette d'Atos. Parmi ces créanciers, on compte, outre des fonds, plusieurs banques.

Nous avons un peu plus de 3 Md€ d'euros de dette. Une partie est constituée de *Payments-in-kind* (PIK), c'est-à-dire des emprunts dont les intérêts sont capitalisés, ce qui augmente l'encours de la dette. Nous évitons ainsi de payer des intérêts maintenant.

J'entends parfois dire qu'Atos est confrontée à un « mur de dettes » : ce n'est pas le cas. Toute société est confrontée à des dettes, avec des échéances qui sont parfois renégociées. Notre première échéance est pour décembre 2029 – nous avons le temps ; la deuxième, pour décembre 2030 ; la troisième, pour décembre 2032.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quelles sont les sommes, à chacune de ces échéances ?

M. Philippe Salle. Pour l'échéance de 2029, il s'agit d'obligations de dette senior de premier rang, dite *First-Lien* (1L), pour 1,1 Md€ ; pour 2030, il s'agit

d'obligations de dette intermédiaire, dite *First-and-a-half Lien* (1,5L), pour un montant de l'ordre de 1,6 Md€ ; pour 2032, il s'agit d'obligations de second rang (*Second Lien*, 2L), pour un montant de l'ordre de 350 M€ à 400 M€.

Ce n'est pas un mur de dettes. Dans toute société, à mesure que les dettes arrivent à échéance – et cette échéance peut être de cinq, six, sept ou huit ans, cela dépend, – de nouvelles dettes sont négociées et cela ne pose aucun problème.

Pour savoir quels intérêts nous versons sur cette dette, il suffit de consulter les comptes consolidés de l'entreprise : 300 M€ d'intérêts sont inscrits dans le compte de résultat, dont environ 100 M€ sont capitalisés dans le bilan. Cela veut dire que je paye chaque année un peu moins de 200 M€ en *cash* aux créanciers au titre des intérêts.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Venons-en aux activités sensibles d'Atos. Les représentants des salariés vous ont demandé une cartographie des services publics assurés par le groupe.

La leur avez-vous transmise et est-elle publique ? Pouvez-vous la mettre à la disposition de notre commission d'enquête ? Nos travaux ont précisément pour objet les fonds prédateurs, particulièrement ceux qui visent des activités sensibles pour la France.

M. Philippe Salle. En l'état, je ne sais pas. Ces éléments relèvent du secret des affaires, ils font apparaître de nombreux noms de clients que je ne peux évidemment pas divulguer à l'oral. En revanche, ce que nous pourrions vous donner par écrit, nous vous le donnerons, il n'y a aucun problème.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vais poser la question simplement : savez-vous si vous avez refusé de transmettre aux syndicats la cartographie des services publics qu'ils demandaient ?

M. Philippe Salle. Je suis le PDG du groupe et non de sa filiale française. À ce titre, je n'assiste pas aux réunions des instances françaises. Je n'en ai donc aucune idée et je ne peux pas vous répondre.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quoi qu'il en soit, nous vous demanderons, dans le cadre du questionnaire, de nous transmettre la cartographie de ces services publics. N'êtes-vous pas non plus en mesure de m'indiquer quel pourcentage de la production d'Atos concerne le secteur public et parapublic ?

M. Philippe Salle. Cela, je peux en revanche vous l'indiquer, madame la rapporteure. Au niveau mondial, nous avons une sphère « Secteur public et défense », qui agrège ces deux domaines. Elle représente 30 % de notre chiffre d'affaires global et environ 40 % pour ce qui concerne nos activités en France.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'en reviens à la situation économique du groupe : 200 M€ de remboursements annuels et des échéances de 1,1 Md€, 1,6 Md€ et 400 M€, soit plus de 3 Md€ de dettes à honorer d'ici 2032, j'appelle ça un « mur de dettes ». Manifestement, vous êtes l'un des seuls à ne pas employer ce terme. Chacun peut avoir sa conception, mais, pour moi, c'est un mur de dettes, en plus d'un mur de versements d'intérêts.

Comment expliquez-vous que la marge opérationnelle du groupe ne soit que de 4,4 %, alors que vos concurrents directs, qui présentent des profils similaires, affichent des marges à deux chiffres ?

M. Philippe Salle. S'agissant de la dette, il ne faut pas s'arrêter à la dette brute, il faut aussi examiner la trésorerie : nous disposons de 1,4 Md€ de *cash*. La dette nette s'élevait à 1,8 Md€ l'année dernière ; si l'on déduit les quelque 200 M€ récupérés sur Bull, elle se situe désormais plutôt aux alentours de 1,6 Md€. Il y a certes de la dette, mais il y a aussi du *cash* : il ne faut donc pas s'inquiéter.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Comment expliquez-vous que votre marge opérationnelle plafonne à 4,4 %, quand celles de tous vos concurrents directs, sur des segments similaires, atteignent des niveaux à deux chiffres ?

M. Philippe Salle. Vous avez tout à fait raison de le souligner. À mon arrivée, c'est-à-dire en 2024, la marge opérationnelle était à 2 % ; d'ailleurs, entre 2021 et 2024, elle a toujours oscillé entre 2 % et 4 %. C'est tout l'enjeu du plan de redressement d'Atos : nous ne pouvons pas rester durablement en deçà des performances de nos concurrents, j'en suis bien conscient.

La plupart des acteurs mondiaux affichent des marges supérieures à 10 %, tandis que les acteurs européens se situent généralement entre 9 % et 10 %. C'est l'objet du plan Genesis : revenir à un niveau de marge comparable à celui de nos concurrents.

Je tiens aussi à rappeler à votre commission que, pour être indépendant, il faut être fort, donc produire du *cash* et être maître de ses décisions. Ce n'est pas le cas d'Atos : notre *cash-flow* a été négatif en 2025. Notre priorité, c'est donc de redresser l'entreprise pour dégager du *cash* dès 2026. Certes, la marge reste faible, mais elle a déjà doublé. Nous avons d'ores et déjà indiqué au marché que nous clôturerions l'exercice avec une marge d'environ 7 %.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Même si vous n'étiez pas PDG à l'époque, j'aimerais que vous nous indiquiez, d'après les informations dont vous disposez, dans quelles conditions le choix de lancer un plan de sauvegarde a été fait en 2024. Savez-vous quelles instances publiques ont eu connaissance de cette décision ou y ont été partie prenante, de près ou de loin ? Les services de Bercy, en particulier, ont-ils été associés ou informés d'une quelconque façon ?

Ensuite, existe-t-il des obligations ou des engagements, de quelque nature que ce soit, qui pèseraient sur les actionnaires d'Atos au titre du plan de sauvegarde ?

M. Philippe Salle. Ma réponse risque de vous décevoir, car je n'étais pas chez Atos à cette époque. Je dirigeais alors une société dans le secteur immobilier et j'avoue ne pas avoir suivi les développements de ce dossier.

Je ne sais donc pas ce qui s'est passé en 2024, je n'en ai aucune idée. J'ai pris connaissance de certains éléments en lisant la presse, mais je ne saurais vous exposer le détail des opérations ni quels étaient les objectifs de l'État et du Ciri. Je sais simplement que les pouvoirs publics se sont montrés très actifs pour trouver une solution.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Le plan de sauvegarde comporte des engagements et des contraintes vis-à-vis des actionnaires et des créanciers, n'est-ce pas ? Par conséquent, contrairement à ce que vous dites, vous n'êtes pas parfaitement libre de toutes vos décisions.

Au-delà de ce cadre, existe-t-il un quelconque engagement ou une quelconque contrainte qui pèserait sur les décisions prises par l'entreprise et qui protégerait soit l'emploi, soit les activités stratégiques ? En l'occurrence, l'État a-t-il posé des conditions à Atos, aux créanciers ou aux actionnaires au moment de l'élaboration de ce plan de sauvegarde ?

M. Philippe Salle. Il n'y a absolument aucune autre contrainte que la documentation bancaire relative à la dette, c'est la seule qui s'impose à moi. En dehors de cela, il n'existe aucune obligation et je demeure, avec le conseil d'administration, maître des décisions.

Vous faites peut-être référence à la clause prévoyant que, en cas de cession d'actifs, une partie du produit de la vente doit être affectée au remboursement de la dette. Sur ce point, vous avez parfaitement raison. Un test doit d'ailleurs être effectué au cours de l'année 2026, en vue d'un remboursement qui pourrait intervenir au 1^{er} janvier 2027. Mais c'est l'unique obligation : la documentation bancaire stipule simplement qu'une fraction du produit des cessions doit être utilisée pour désendetter l'entreprise. C'est la seule contrainte qui pèse sur moi.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pourquoi la vente de Worldgrid ? Même si vous n'étiez pas encore PDG à l'époque, quel est votre point de vue sur cette vente intervenue en décembre 2024 ? Je rappelle que cette entité assurait, entre autres, le pilotage des centrales nucléaires et qu'elle représentait 30 % du chiffre d'affaires, ainsi qu'une part prépondérante des bénéfices, de la branche Eviden – je ne parle pas ici de l'ensemble du groupe Atos, évidemment.

M. Philippe Salle. N'étant pas en poste à cette époque, ce n'est donc pas moi qui ai pris cette décision. J'imagine qu'elle l'a été pour dégager de l'argent frais et ainsi faire face au « mur de dettes » (comme vous dites) qui existait en 2024. Était-ce une décision pertinente ? Je ne sais pas. Elle a certainement été arrêtée en concertation avec le conseil d'administration et il ne m'appartient pas de la commenter.

C'était toutefois un très bel actif – je suis totalement d'accord avec vous. Si j'avais eu le choix, je ne pense pas que je m'en serais séparé. Mais la vente était actée quand je suis arrivé. Cela dit, Worldgrid a rejoint une autre société qui est aussi une très belle entreprise française : elle est entre de bonnes mains.

Par ailleurs, cet actif ne représentait qu'un peu plus de 200 M€ au sein d'un groupe dont le chiffre d'affaires avoisinait les 8 Md€ : cela correspondait à moins de 3 % de l'activité globale du groupe et à près de 20 % de nos revenus en France.

J'ajoute que cette activité était historiquement rattachée à Atos et non à Eviden, puisqu'elle relève davantage du pôle Services, côté nucléaire.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous ne semblez pas au courant de grand-chose – ou alors vous éludez... C'est une technique courante.

J'en viens à une décision qui vous concerne directement, puisqu'elle a été prise durant votre mandat : la vente de Bull à l'État, par l'intermédiaire de l'Agence des participations de l'État (APE), pour un montant de 410 M€.

La documentation financière prévoit l'obligation de rembourser les créanciers lors d'une telle opération. Dès lors, sur ces 410 M€, quelle somme a effectivement été reversée aux créanciers ?

M. Philippe Salle. Je peux vous répondre précisément, ayant personnellement mené les négociations dès mon arrivée en 2024, puis en 2025, jusqu'à la signature finale qui a eu lieu le 31 mars dernier.

Le prix réel de l'opération s'élève à 404 M€, structuré en trois tranches : un versement initial de 300 M€, complété par deux *earn-outs* liés aux performances de 2025 et 2026. À ce jour, nous n'avons perçu que la première tranche de 300 M€. Ce montant brut correspond à ce que l'on appelle le « prix de l'actif », dont il faut ensuite déduire les montants qui sont au bilan, c'est-à-dire les provisions et les pensions, soit environ 50 M€. En net, nous avons ainsi encaissé aux alentours de 250 M€. Enfin, il faut encore soustraire les frais de *carve-out* nécessaires pour séparer Bull du reste du groupe : ils s'élèvent à environ 50 M€. Au total, le groupe Atos n'a récupéré qu'un montant net de 200 M€ au titre de cette première tranche.

Vous avez raison sur un point : conformément à la documentation bancaire, une partie de ce produit de cession devra effectivement servir au remboursement des créances.

Comme je vous l'ai dit, un test sera effectué courant 2026 pour un remboursement au 1^{er} janvier 2027. Pour l'heure, nous n'avons rien remboursé.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. À combien s'élève le montant net total qui aura été reçu par le groupe ?

M. Philippe Salle. Il devrait se situer aux alentours de 200 M€.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Une dernière question que nous posons systématiquement : pouvez-vous nous indiquer votre rémunération de 2025 – part fixe, part variable et montant global – liée à vos activités pour Atos ?

M. Philippe Salle. Toutes ces informations sont publiques. Ma rémunération fixe s'élève à 1,2 M€ par an. Pour l'exercice 2025, ayant pris mes fonctions au 1^{er} février, je n'ai touché que 1,1 M€. Quant à la part variable, elle est fixée à 1,2 M€ pour un objectif atteint à 100 %. Je ne l'ai pas encore perçue pour 2025 : elle ne sera versée qu'en mai 2026, sous réserve de l'approbation de l'assemblée générale. Ma rémunération annuelle de référence se répartit donc de la façon suivante : 1,2 M€ de fixe, 1,2 M€ de bonus.

M. Thibaut Monnier (RN). Monsieur le président, le député que je suis n'est pas venu vous donner des leçons d'économie politique. Je suis moi-même, comme vous, entrepreneur de l'immobilier et je soutiens l'initiative privée. Je ne fais pas la guerre à la finance et ne considère pas non plus que tous les maux de nos entreprises en difficulté proviennent des *Leveraged Buy-Out* (LBO) ou des fonds de retournement. Cependant, je tiens à rappeler que les fonds « vautours », comme leur

nom l'indique, sont avant tout des nécrophages qui pratiquent l'équarrissage financier d'entreprises anémiées par un environnement économique, fiscal et réglementaire dégradé.

Atos n'est pas une entreprise comme une autre : c'est le blason de la souveraineté numérique de la France ; c'est un fleuron stratégique, destiné à sanctuariser la protection des données critiques, qu'elles soient bancaires ou issues des administrations publiques et parapubliques ; c'est le cœur battant du calcul intensif et des services critiques, si vital pour l'autonomie stratégique de nos armées et de notre base industrielle et technologique de défense.

Vous comprenez donc que votre audition devant la représentation nationale soit salubre, car elle doit permettre d'évaluer si les déboires d'Atos sont derrière nous ou restent, comme je le crains, devant nous. Après une chute de 1,6 Md€ du chiffre d'affaires et la suppression de près de vingt mille emplois, vous avez imposé, non sans verve, un récit de combat et présenté l'année 2026 comme celle de la reconquête.

On aimerait vous croire sur parole. Malheureusement, vous avez déjà dû déchanter, puisque le rebond annoncé, qui devait avoir lieu dès le début de cette année, est repoussé au second semestre 2026. Il me semble que vous êtes sous le contrôle de fonds spéculatifs qui n'ont jamais recapitalisé le groupe. Votre ratio *book-to-bill* est trop faible. Quant à votre pari sur l'intelligence artificielle, avec la création d'un studio d'agents IA, il apparaît davantage comme un axe de repositionnement que comme un véritable relais de croissance. Enfin, votre filiale Syntel vient d'être condamnée à verser 237 M€ à l'américain TriZetto. Ce sont autant d'indicateurs qui semblent malheureusement contrarier votre stratégie.

Par ailleurs, dans un environnement économique aussi concurrentiel que celui des services numériques, j'ai toujours du mal à comprendre comment vous pouvez balayer l'enjeu pourtant vital du quantique, au point de banaliser la cession des supercalculateurs Bull à l'État.

Comment peut-on promettre une véritable reprise d'exploitation et une cohérence technologique sans la maîtrise du calcul intensif ? Inversement, comment l'État peut-il s'engager à préserver un actif aussi stratégique sans bénéficier de la crédibilité commerciale d'une entreprise comme Atos ?

M. Philippe Salle. Cela n'engage que moi... mais je pense que Bull est mieux dans les mains de l'État que dans celles d'Atos. Les activités de calcul intensif, comme vous dites, sont, certes, connexes aux secteurs des services et du logiciel dans lesquels opèrent, respectivement, Atos et Eviden, mais elles exigent aussi beaucoup de dépenses d'investissement (*Capital expenditure*, Capex). Il me semble donc qu'Atos n'est pas le meilleur actionnaire pour cet actif. Je reste convaincu que, sous l'égide de l'APE, Bull pourra se développer bien mieux qu'il ne l'a fait au sein de notre groupe.

De notre côté, nous utilisons la puissance du calcul intensif, mais nous sommes agnostiques quant au matériel : peu importe qu'il s'agisse d'ordinateurs Bull ou HP. Nous utilisons cette puissance, qu'elle soit souveraine ou non, selon les

besoins de nos clients. J'ai presque envie de dire que cette cession ne change rien pour Atos : nous continuons d'exploiter cette ressource en la localisant en Europe, pour nos clients européens, et aux États-Unis, pour nos clients américains.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Je suis tout de même étonnée que vous soyez si peu au courant de ce qui s'est passé avant votre arrivée en matière de pilotage de la boîte. Je ne vois pas comment on peut prendre la direction d'une entité de cette nature sans avoir une idée assez précise des événements qui ont précédé. C'est d'autant plus vrai que vous nous avez indiqué venir de l'immobilier. En somme, qui êtes-vous ? Quel est le rapport entre une activité immobilière et une activité industrielle aussi spécifique, stratégique et sensible que celle d'Atos ? J'aimerais que vous puissiez m'expliquer cela.

Votre rémunération est très élevée – je dirais même, du point de vue de la plupart des Français, incroyablement, inimaginablement élevée. Je ne vous en fais pas le reproche, mais il faut que vous ayez conscience de ce que de telles sommes représentent. Pour ma part, j'aimerais savoir comment se calcule la part variable de votre rémunération : en d'autres termes, qu'attend-on de vous pour que vous puissiez bénéficier de ce bonus de 1,2 M€ ?

Ma troisième question a trait à vos relations avec le CSE. De quelle nature sont-elles ? Sont-elles tendues ? Existe-t-il au sein de cette instance un débat de fond sur la transparence des décisions et sur leurs motivations ? En résumé, comment s'articule le dialogue social, mais aussi stratégique (si tant est qu'il existe), engagé avec les salariés par l'intermédiaire du CSE, dans le cadre de ses prérogatives ?

M. Philippe Salle. Je me permets tout d'abord de vous rappeler que je suis ingénieur de formation, plus précisément ingénieur logiciel. J'ai fait du développement et je codais à l'âge de quinze ans. Je pense donc que je connais un petit peu les métiers d'Atos... Au passage, j'ai d'ailleurs travaillé pendant quatre ans chez Accenture, où j'ai développé plusieurs logiciels, notamment pour les Jeux olympiques de 1992.

Par ailleurs, je suis convaincu qu'un patron peut exercer dans différents domaines. Il n'est pas nécessaire d'être issu d'un secteur spécifique pour y être performant : ma carrière l'a prouvé. Ma vision est simple : toute société peut être redressée. Je l'ai mise en application à plusieurs reprises au cours de ma vie professionnelle, dans des secteurs variés. C'est pourquoi je ne m'attarde pas sur le passé : non, je n'ai pas passé des heures à essayer de comprendre ce qui a pu advenir. Ce que j'observe, c'est qu'il y a un actif, un marché et des clients et ce que je pense, c'est qu'Atos a toutes les chances de se redresser après les années tumultueuses qu'elle a traversées, particulièrement 2023 et 2024.

Concernant la part variable de ma rémunération, je vous renvoie au document d'enregistrement universel (*Universal registration document*, URD) de l'entreprise, qui détaille précisément les modalités de son calcul. Elle repose sur des critères tant quantitatifs que qualitatifs : résultat, *cash-flow* et chiffre d'affaires ; critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ; taux de *turn-over* des trois mille principaux cadres du groupe – le « top 3 000 ». Ces critères sont

publics, détaillés et consultables sur notre site internet : ils répondent parfaitement à votre question.

Quant au CSE, je rappelle que je suis le patron d'Atos au niveau mondial. Le groupe étant présent dans soixante pays, chaque entité nationale dispose de son propre CSE. Je n'interfère pas dans les affaires des différents pays, qu'il s'agisse de l'Allemagne, de l'Angleterre ou de la France. À mon niveau, les échanges se font au sein du comité de groupe européen, auquel je participe deux fois par an pour exposer la stratégie du groupe et répondre à des questions. C'est donc à cette échelle que se situe mon action.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Je voudrais d'abord réagir à votre réponse sur la puissance de calcul. Vous vous dites « agnostique » en la matière : c'est une position possible à tenir pour une entreprise, mais vous êtes avant tout prestataire de l'État.

La question du volume financier et du nombre de contrats qui vous lient à la puissance publique a été posée et j'espère que nous obtiendrons une réponse précise. Mais dans la mesure où vous traitez d'innombrables données relatives à la vie de la société française, au fonctionnement de l'État, à l'identité de nos concitoyens et à leur vie privée, j'aimerais savoir si l'État se montre, lui aussi, « agnostique » lorsqu'il passe un contrat avec vous. Quels critères vous impose-t-il pour garantir la sécurité et la souveraineté des technologies que vous employez ? C'est ma première question.

Quant à la deuxième, je précise d'emblée qu'elle ne concerne pas le passé *stricto sensu*. Il est vrai que vous arrivez relativement tard dans cette histoire de la dette d'Atos. Mais je rejoins ma collègue Élisabeth Martin : vous aviez sans doute besoin de connaître un peu le passé de cette entreprise pour poser un diagnostic, notamment pour vous prononcer sur la plus-value (ou l'avantage compétitif) que représentait le caractère intégré du groupe. J'aimerais donc vous entendre plus précisément sur ce point. La restructuration de la dette et la réorganisation des filiales sont des sujets cruciaux ; or nous ignorons, à ce jour, combien de filiales compte Atos et quels sont leurs secteurs d'activité respectifs. C'est d'ailleurs l'un de nos problèmes principaux : nous peinons à savoir ce que fait réellement Atos.

Ma troisième question a trait aux montants versés chaque année aux cabinets de conseil et d'avocats. Quelle part ces dépenses occupent-elles encore dans le bilan d'Atos ? Nous avons vu, par le passé, que ces frais s'élevaient à au moins 1 Md€, soit 20 % de la dette elle-même, pour financer des conseils qui n'ont même pas toujours été pris en compte.

Par exemple, le projet de scission du groupe auquel vous avez renoncé, sans doute à raison, a tout de même dû faire l'objet de travaux préparatoires, ce qui a abouti à rémunérer des conseils « à vide ». J'aimerais donc savoir ce qu'il en est.

Ma dernière question est la suivante : quels sont, nommément, vos interlocuteurs au sein de l'État ? Avec quelles personnes traitez-vous régulièrement de l'avenir d'Atos ? Nous avons été estomaqués d'apprendre, tout à l'heure, que les

organisations syndicales n'avaient pas été reçues par Bercy depuis deux ans. Qui, au sein de l'État, gère concrètement le dossier Atos ?

M. Philippe Salle. S'agissant d'abord des contrats, vous savez que l'État, lorsqu'il lance un appel d'offres public, fixe des critères très précis sur de nombreux sujets. Atos satisfait à tous ces critères. Ensuite, c'est notre expérience, mais aussi notre positionnement tarifaire, qui font que nous remportons ou non l'appel d'offres. Je précise que l'hébergement de données pour les acteurs étatiques, en France comme à l'étranger, est une activité distincte de nos prestations de services. Tout est rigoureusement vérifié et, lorsqu'il s'agit de données régaliennes, l'État exerce un contrôle étroit sur la manière dont nous opérons ces centres de données.

Concernant votre deuxième question, la première mesure que j'ai prise à mon arrivée a été de mettre un terme au projet de scission. Je partage votre analyse : c'était une très mauvaise décision stratégique. Elle a pu être motivée par des raisons que j'ignore, puisqu'elle a été actée entre 2022 et 2023, mais je reste convaincu que la taille d'une entreprise compte énormément : deux entités de 4 Md€ n'ont pas la même « force de frappe » qu'une seule de 8 Md€. C'est pourquoi j'ai immédiatement stoppé ce processus qui a coûté très cher à l'entreprise.

S'agissant des conseils, je vous le dis nettement : prendre des conseils extérieurs, très peu pour moi. J'y ai tout de même consenti pour m'épauler sur le plan stratégique, ainsi que sur le projet Genesis. L'année dernière, nous avons dépensé environ 15 M€ en conseil pour ces deux chantiers ; cette année, nous devrions plutôt nous situer autour de 5 M€. J'ai, en général, peu de consultants autour de moi, car nous disposons de toutes les compétences requises en interne. Quant aux dépenses passées, vous n'ignorez pas qu'elles font l'objet d'enquêtes de la part du parquet national financier (PNF) et de l'Autorité des marchés financiers (AMF). Je ne peux pas commenter des procédures en cours, il nous faut attendre d'en connaître les conclusions.

Vous m'avez enfin interrogé sur mes interlocuteurs au sein de l'État. Je rencontre régulièrement différents ministres, dont certains sont nos donneurs d'ordres – je précise d'emblée que ces échanges ne portent jamais sur des appels d'offres en cours, car c'est formellement interdit. J'ai ainsi rencontré le ministre de l'économie, ainsi que celui de la fonction publique, afin de leur expliquer ce qu'est Atos et, surtout, de les rassurer. L'État, au même titre que certains clients internationaux, a manifesté de vives inquiétudes quant à la pérennité du groupe : beaucoup se demandaient si Atos existerait encore dans les mois suivants. Mon rôle est alors celui d'un ambassadeur : j'ai parcouru le monde entier pour rassurer tous nos grands clients et j'agis de même avec les États. À titre d'information, j'ai également rencontré des membres du gouvernement du Royaume-Uni, puisque nous gérons de très gros contrats avec la puissance publique britannique.

M. le président Emmanuel Mandon. J'ai cru comprendre que vous aviez pris une participation personnelle de l'ordre de 9 M€ dans le capital d'Atos en 2024.

Pouvez-vous nous dire à quelle date vous avez pris cette première position et si vous l'avez renforcée depuis ?

Vous semblez très déterminé quant à la solidité du plan de redressement du groupe. On serait tenté de dire que vous aimez vraiment le risque : s'engager dans une telle opération de retournement demande une conviction profonde.

M. Philippe Salle. Ma première prise de position date du 18 décembre 2024, lors de l'augmentation de capital liée à la restructuration financière du groupe : j'y ai alors injecté 9 M€. Je me suis ensuite renforcé en investissant 2 M€ supplémentaires en 2025. Au total, j'ai donc mobilisé 11 M€ pour acquérir un peu plus de trois cent mille actions, ce qui représente 1,5 % du capital de la société.

Effectivement, j'aime le risque et mon parcours en témoigne. Ce n'est pas la première fois que je redresse un actif : ce fut le cas quand j'ai pris la tête de VediorBis en décembre 2002, de Geoservices en 2007 et d'Altran en 2011. Cela fait plus de vingt-sept ans que je suis PDG de sociétés, dans différents secteurs. Ma conviction, c'est qu'il n'y a pas de mauvais actifs : il faut simplement aligner les forces d'une entreprise sur la réalité du marché.

Lorsque j'ai été sollicité pour prendre la tête d'Atos en 2024, c'est le goût du *challenge* qui a dicté mon choix. Je ne cherchais pas un poste, car j'étais alors très bien établi chez Emeria et Foncia. J'ai simplement considéré qu'Atos était un très beau dossier auquel je pouvais, du fait de mon expérience en matière de redressement de sociétés, apporter ma contribution.

Je ne peux évidemment pas vous certifier à 100 % que c'est fini. C'est un marathon, nous sommes dans la deuxième année d'un plan qui dure quatre ans. Je pense que nous avons fait un très grand pas en 2025 et que la société va rebondir, je suis très confiant à ce sujet. Mais il ne faut pas être naïf : la blessure a été très profonde en 2024, beaucoup de mes clients ont coupé les contrats, pensant qu'Atos allait disparaître. Revenir auprès d'eux ne se fait pas en un an, hélas – j'aurais adoré qu'il en fût autrement, mais je n'y suis pas arrivé.

Nous voyons plutôt le rebond au second semestre 2026. Je ne pense pas avoir jamais dit qu'il aurait lieu au premier semestre, ni au premier trimestre. J'ai toujours dit que l'objectif de l'année 2026 serait de retrouver de la croissance organique et c'est ce que nous visons, pour le troisième trimestre.

M. Thibaut Monnier (RN). En tant que PDG, vous êtes chargé d'appliquer le plan de sauvegarde accélérée (PSA). Avez-vous observé des anomalies dans l'exécution de celui-ci ?

M. Philippe Salle. Tout s'est cristallisé en décembre 2024. Je suis toujours en procédure de sauvegarde et, pour en sortir, il faut que je rembourse les dettes. Nous rendons compte au tribunal, au fur et à mesure, des décisions liées au plan pour lesquelles nous sommes tenus de le faire : notre direction juridique s'en occupe.

Je suis venu avec la vision d'un industriel. Ce qui m'intéresse, c'est de voir comment je suis capable de remonter la pente avec un actif, ses forces et ses faiblesses, sur un marché donné. C'est l'objet du plan Genesis présenté au marché en mai 2025.

Il faudra, pour sortir de la procédure de sauvegarde, que nous refinancions nos dettes.

Avoir de la dette, ce n'est pas un tabou, toutes les entreprises de la terre en ont (sauf peut-être certaines, qui sont extrêmement bénéficiaires). L'un de nos objectifs sera donc de refinancer, c'est-à-dire de contracter une nouvelle dette qui remboursera l'ancienne. En faisant cela, nous sortirons du PSA.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous dites que votre seule contrainte, vis-à-vis de vos créanciers, est de leur verser un remboursement au moment où vous vendez un actif. Si je comprends bien, ils ont tout intérêt à ce que vous vendiez un maximum d'actifs !

J'ai lu le plan de sauvegarde. Or ce qui est imposé au groupe Atos, c'est non seulement la double holding, le remboursement anticipé, un fonds de roulement de 650 M€ au minimum, un ratio d'endettement fixe dès juin 2027 et 200 M€ par an à rembourser... mais aussi une commission de risque de 3,5 % du montant des garanties émises, payable d'avance par trimestre. Qu'est-ce que cela signifie concrètement pour Atos ?

M. Philippe Salle. Je ne sais pas ce que c'est. On ne rembourse pas à 3,5 %.

Il est normal, si nous vendons des actifs et augmentons notre *cash*, que les créanciers demandent, à un moment, que ce *cash* rembourse une partie de la dette : je ne vois là rien de choquant. Cela fait partie de la documentation bancaire que je respecterai, c'est évident. En revanche, cela ne me force pas à vendre : personne ne me met une épée dans les reins en m'expliquant qu'il faut que je vende tel ou tel actif. Le seul actif que j'ai vendu depuis que je suis arrivé est Bull et, je le redis, je pense qu'il est mieux dans les mains de l'APE que dans celles d'Atos. Il n'y a aucun autre actif vendu. J'ai juste simplifié le périmètre : nous avons vendu nos actifs en Amérique latine, pour des montants très faibles – c'est d'ailleurs plus un sujet de simplification que de vente d'actifs.

Le seuil de 650 M€ est classique dans une documentation bancaire. Il s'agit de garder un minimum de *cash*, sinon on va faire des bêtises. Je pense que le montant nécessaire est moindre aujourd'hui, car nous avons beaucoup travaillé sur ce qu'on appelle le « *cash trap* » – dans certains des soixante pays où nous sommes implantés, comme l'Inde, une partie de notre *cash* est bloqué car il est difficile de le faire « remonter ». Notre rôle, avec le directeur financier, consiste à faire encore diminuer ce montant.

Enfin, toute documentation bancaire donne des ratios d'endettement maximaux, dont nous sommes très loin ; il n'y a donc pas de sujet particulier à ce titre. Ce ratio sera diminué cette année et, de nouveau, l'année prochaine.

S'agissant de la commission de 3,5 %, je vous répondrai par écrit, avec mes équipes, car je ne sais pas ce que c'est. Je ne vois même pas ce que nous payons, je ne vois pas le déboursement de *cash* correspondant.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous comprendrez mon étonnement, voire mon inquiétude. Il s'agit de quelques lignes copiées-collées du document d'enregistrement universel de 2024. Vous me répondez que vous ne savez pas ce

qu'est cette commission et que vous ne connaissez pas son implication concrète pour une entreprise de soixante-et-un mille salariés, qui est absolument stratégique pour la France. C'est assez perturbant.

Y a-t-il d'autres cessions envisagées de la part d'Atos ? Avez-vous prévu une évolution – pour être très claire, une réduction – du nombre d'emplois dans les semaines et les mois à venir ?

M. Philippe Salle. Il n'y a pas d'autre cession prévue que les actifs en Amérique latine, annoncée en décembre dernier et dont le *closing* interviendra fin avril. Il n'y a pas de cessions supplémentaires planifiées en 2026 et en 2027.

Je pense que le périmètre est désormais le bon. Notre objectif, maintenant, est de l'utiliser pour rebondir ; c'est ce que nous cherchons à faire.

Il en va de même pour les réductions d'effectifs : je pense que nous avons fini l'exercice. Nous avons fait un très gros travail courant 2025. Dans le plan Genesis, il y a encore des sorties prévues en 2026, dans d'autres pays que la France, mais elles ont été actées en 2025. Nous sommes simplement en train d'exécuter ce programme.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Avez-vous demandé des garanties de continuité à vos actionnaires majoritaires, en votre qualité de mandataire social ?

M. Philippe Salle. Je ne sais pas ce qu'est une « garantie de continuité ». La réponse est donc négative.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je ne vais pas vous l'expliquer maintenant, mais je suis assez étonnée que le PDG d'Atos ne sache pas ce qu'est une garantie de continuité ! Encore une fois, cela m'inquiète : nous ne sommes pas en train de parler d'une petite PME privée, mais d'une entreprise stratégique pour la France, pour la défense nationale, pour le nucléaire, pour notre souveraineté numérique et pour tous les services numériques que nous utilisons au quotidien. Je le dis pour que ceux qui nous écoutent comprennent bien ce dont nous parlons.

Depuis une heure, vous nous dites que vous n'êtes pas au courant de grand-chose et vous affirmez, sous serment, découvrir des choses dont, comme la plupart des journalistes spécialisés, nous sommes tous informés. Vous comprendrez que cela nous inquiète beaucoup. Soit vous éludez, soit il y a, vous concernant, un énorme problème de compétence et de connaissances.

J'espère que vous saurez répondre aux questions suivantes. Avez-vous des relations avec le Gouvernement depuis que vous êtes PDG d'Atos ?

M. Philippe Salle. Comme je vous l'ai dit, je vois de temps en temps certains ministres, tout simplement pour bien leur expliquer ce qu'est Atos : rien de particulier. Je vois aussi mes grands clients, comme le patron de la DGA et ceux de grandes entreprises publiques telles qu'EDF.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Avec une holding en Hollande ayant pour objectif non la pérennité de l'entreprise, mais le remboursement des créances, comment les activités stratégiques de défense d'Atos sont-elles protégées ?

M. Philippe Salle. L'État détient toujours une action spécifique (*golden share*), même depuis la cession de Bull. Elle protège tous les actifs dits « sensibles ». Si un actionnaire, quel qu'il soit, dépasse le seuil de 10 % du capital d'Atos, l'État a le droit de demander que certains actifs soient protégés : cela peut prendre plusieurs formes, par exemple une cession.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). L'entreprise tire sa force d'avoir des activités allant de la conception d'un logiciel, par exemple, à sa mise en œuvre opérationnelle.

Son intégrité est donc un sujet déterminant, stratégique même, à tous points de vue. Est-ce, selon vous, un atout à préserver ou est-ce sans importance ? Peut-être n'y avez-vous pas réfléchi ?

M. Philippe Salle. Mon objectif est de préserver l'intégrité du groupe, dans le cadre d'un périmètre désormais connu.

Un groupe comme Atos, ce sont surtout des salariés ; notre richesse, ce sont nos ingénieurs. Mon objectif est, bien sûr, de développer leurs compétences. Les technologies du passé ne sont pas celles du futur. Notre rôle est d'adapter et de former nos salariés aux nouvelles technologies qui sont en train d'arriver, pour servir nos clients. L'intégrité est là, j'en suis bien conscient. Et nous sommes bien d'accord avec le fait que l'objectif, maintenant, c'est de garder ce groupe tel qu'il est aujourd'hui et de le développer.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Notre rapporteure ayant évoqué vos relations avec l'État, je me permets de suggérer au président Mandon de vous demander l'agenda de vos rencontres avec les autorités. Cela pourrait être pertinent.

L'État a probablement réclamé la vente de Bull, puisqu'il s'en est porté acquéreur. Mais vous pourriez aussi en avoir pris l'initiative, dans la mesure où vous considérez que l'avenir de Bull n'était pas au sein d'Atos. Qui donc a réclamé cette vente ou a été à son initiative ? L'État a-t-il réclamé la vente d'autres actifs ? L'a-t-il obtenue (ou pas) et, si oui, selon quel calendrier ?

M. Philippe Salle. Oui, c'est l'État qui a été demandeur de la vente Bull. De toute façon, il n'y avait qu'un acheteur. Je n'aurais pas lancé un processus de vente, ça n'aurait eu strictement aucun sens... outre le fait que je suis français et que je sais ce que sont les souverainetés française et européenne. Pour moi, Bull devait être soit chez nous, soit au sein de l'État. Et c'est bien l'État qui a souhaité avoir cet actif.

La réponse à la deuxième question est également affirmative : l'État m'a demandé de procéder à la vente de deux autres actifs, qui se trouvent dans Eviden. J'ai refusé, parce que je pense qu'ils sont très bien chez Atos et que nous sommes capables de les développer. De toute façon, avec la *golden share*, l'État est protégé. L'idée est que certains actifs sensibles doivent être développés au sein d'Atos Group : c'est mon rôle en tant que PDG. Et je ne peux pas les céder à n'importe qui, de toute façon : l'État aurait un droit de regard si, un jour, une telle cession devait être envisagée... mais cela n'est pas prévu.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). En quoi ces actifs consistent-ils ? Et allons au bout du raisonnement : que serait-il advenu si vous aviez accepté de les vendre ?

M. Philippe Salle. Ce ne sont pas de gros actifs. L'un est Mission-Critical Systems (MCS), qui fait à peu près 200 M€ de chiffre d'affaires. Il travaille pour l'armée française, mais aussi pour les armées suisse, allemande, etc. L'État français n'est pas son seul client. L'autre actif (Trustway) correspond à une partie de notre activité dans le domaine des produits de cybersécurité : il réalise une vingtaine de millions d'euros de chiffre d'affaires.

Ce sont deux actifs sur lesquels l'État est très regardant, ce qui me semble tout à fait normal. Ils sont protégés : ils ne peuvent pas être vendus au premier acheteur venu. Ils ne le seront jamais et, s'ils devaient l'être, l'État aura de toute façon un droit de regard.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous avez signalé tout à l'heure que les créanciers avaient déjà revendu une partie de leurs créances. Avez-vous une idée du volume déjà revendu ?

M. Philippe Salle. Absolument pas, c'est bien tout le problème : il est plus facile d'identifier les actionnaires que les créanciers. Nous avons une dette de 3,05 Md€ d'euros en décembre 2024, qui a augmenté d'une centaine de millions d'euros environ en décembre 2025 (puisque une partie est capitalisée). Je suis incapable de vous dire aujourd'hui qui détient cette dette. Je connais certains détenteurs, mais, quant à savoir si je peux vous donner 100 % de la liste des détenteurs des créances d'Atos, la réponse est non.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). La concentration de ces créances entre certaines mains met-elle en danger le groupe ?

M. Philippe Salle. Les plus gros créanciers détiennent aux alentours de 200 M€, je crois : il n'y a pas de concentration.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Et il n'y a aucune possibilité qu'une coalition de créanciers décide de mettre en danger le groupe ?

M. Philippe Salle. Ces créanciers pourraient jouer un rôle si je ne rembourse pas les intérêts ou si je ne rembourse pas la dette à terme. Mais, pour l'instant, tel n'est pas le sujet, puisque nous payons nos intérêts tous les ans. Et, comme je vous l'ai dit, la dette sera renégociée avant fin 2029.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Et c'est la renégociation de la dette qui conditionne l'obtention de votre bonus, n'est-ce pas ?

M. Philippe Salle. Pas tout à fait, mais vous avez raison sur un point. Mon bonus est lié à l'activité, année par année. Il se trouve que j'ai un bonus exceptionnel lié effectivement au refinancement, si je refinance en 2026 ou en 2027.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Excusez-moi, je ne suis pas un grand capitaliste. Que signifie concrètement « si je refinance en 2026 ou en 2027 » ?

M. Philippe Salle. Vous savez que nous avons trois dettes classées 1L, 1,5L et 2L. Si Atos refinance la 1L et la 1,5L en 2026, j'ai une prime ; si Atos refinance la 1L et la 1,5L en 2027, j'ai une prime ; et si elle refinance en 2028, je n'ai rien. La prime est liée simplement au *timing* de refinancement des deux premières tranches, qui doit avoir lieu dans la même année, mais pas forcément de façon concomitante.

Si, par exemple, nous refinançons la 1L cette année – ce qui est l'un de nos premiers objectifs – sans refinancer la 1,5L, les primes ne s'appliqueront pas. Il faut vraiment que je refinance les deux tranches.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Si je suis un peu cynique, je dis qu'Atos a un horizon de vie à trois ans. Après, vous n'êtes plus financièrement intéressé à la cause...

M. Philippe Salle. Cela n'a rien à voir. Si je suis actionnaire, ce qui m'intéresse, c'est de savoir quelle est la bonne dette en face de l'entreprise. Il se trouve que, de toute façon, les dettes ont des dates-limites : fin 2029, fin 2030 et fin 2032.

Comme dans toute société, on se donne en général pour horizon un an d'avance, au maximum : si la limite est fin 2029, il faut qu'on refinance la dette avant fin 2028, c'est-à-dire dans le courant de l'année.

C'est une décision du conseil d'administration, ce n'est pas la mienne, ce n'est pas moi qui dis soudainement : « *Tiens, je vais refinancer maintenant, à n'importe quel taux.* » Tout sera examiné et voté par un conseil d'administration qui me contrôle. Nous verrons quel est le bon moment, quels sont les taux et si cela a du sens pour l'entreprise, tout simplement.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Avez-vous une idée de ce que représentait la dette d'Atos dans le bilan des entreprises, en particulier des fonds, qui en sont aujourd'hui actionnaires ?

M. Philippe Salle. Non, je ne sais pas. Comme je vous l'ai dit, le plus gros porteur est aux alentours de 200 M€. Compte tenu du fait que certains des fonds créanciers gèrent probablement plusieurs milliards d'euros d'actifs, ce poids ne doit pas être considérable.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Lorsque je vous ai demandé comment assurer la préservation des activités sensibles avec une holding en Hollande, vous avez expliqué que l'État pouvait demander la protection d'une telle activité dès lors qu'un actionnaire dépassait 10 % du capital. Qu'est-ce que cela signifie concrètement ? Le *board* l'obtient-il systématiquement ? Qu'entendez-vous par « droit de regard » de l'État ?

M. Philippe Salle. L'État veut se protéger d'une offre publique d'achat sur Atos, tout simplement. Si un actionnaire, quel qu'il soit, dépassait 10 % du capital, cela activerait la *golden share*. Concrètement, cela signifierait que certains actifs et contrats, très précisément listés, ne pourraient alors pas rester dans Atos.

Donc, si demain un groupe étranger veut mettre la main sur Atos et dépasse les 10 %, l'État a la capacité de protéger certains actifs. Personnellement, je trouve cela très bien.

Cette *golden share* a une durée assez longue, de l'ordre de trente ou quarante ans.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous arrivons au terme de cette audition. Nous sommes évidemment preneurs des contributions complémentaires que vous avez annoncées et de vos réponses écrites aux questions que nous vous avons fait parvenir.

*

* *

34. Audition de Mme Hélène Bourbouloux, administratrice judiciaire et associée gérante FHBX (23 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Madame Bourbouloux, vous êtes l'une des administratrices judiciaires les plus connues et reconnues de notre pays. Sans doute est-ce pour cette raison que vous avez été désignée « femme la plus puissante de France » par le magazine *Marianne* en 2021. Par ailleurs, votre nom a été associé à des procédures collectives à fort retentissement dans l'opinion publique : Rallye-Casino, Orpea, Fagor-Brandt, La Redoute, Lapeyre, Atos, etc. Ces deux dernières entreprises ont déjà retenu, par ailleurs, l'attention de notre commission.

Votre compétence et votre expérience font de vous un témoin privilégié des procédures collectives dans notre pays. Dans une interview parue récemment sur un site internet (<https://shorturl.at/CcYFo>), vous avez expliqué que l'exercice de votre profession constituait, pour vous, l'aboutissement d'un projet personnel mûrement réfléchi, contre l'avis de votre entourage. C'est une raison supplémentaire d'accorder un poids particulier à votre témoignage.

Les procédures collectives se situent, parmi d'autres sujets, au cœur des travaux de la commission d'enquête. Vous intervenez au moment où le devenir même d'une entreprise est en question. On parle alors du choix d'un repreneur, d'une éventuelle inflexion stratégique ; on évoque aussi les opérations de « retournement », dans lesquelles certains fonds d'investissement se sont véritablement spécialisés et qui peuvent révéler des pratiques contestables.

Pouvoir échanger avec vous sur l'ensemble de ces questions nous est donc apparu important pour la qualité de nos travaux.

Comme convenu, votre audition se divisera en deux parties à peu près égales, la première sous le régime habituel de publicité des débats, la seconde sous celui du huis clos.

Avant de vous donner la parole, je vous rappelle que l'article 6 de l'ordonnance du 17 novembre 1958 relative au fonctionnement des assemblées

parlementaires, impose aux personnes auditionnées par une commission d'enquête de prêter serment de dire la vérité, toute la vérité, rien que la vérité.

(Mme Hélène Bourbouloux prête serment.)

Mme Hélène Bourbouloux, administratrice judiciaire et associée gérante FHBX. Concernant le titre de « femme la plus puissante de France », il faut savoir que, pour certains articles, le bandeau est très attractif, mais que peu de gens achètent le magazine pour lire l'article, qui était en l'occurrence beaucoup moins flatteur que l'accroche. *(Sourires.)* C'est donc aimable, mais sans grande importance. De plus, un grand nombre de salariés et de parties prenantes avec lesquels nous travaillons n'ont pas spécialement envie que nous communiquions ou que nous nous mettions en avant : en effet, je m'occupe d'entreprises en difficulté et, si la sémantique médicale est souvent appropriée à notre métier, c'est parce que nous nous occupons de personnes morales qui sont souvent des personnes malades.

Ayant remarqué une certaine confusion dans les différents comptes rendus, je propose, dans mon propos liminaire, de fixer deux cadres importants qui peuvent, à mon avis, éclairer votre compréhension des modes de reprise d'entreprises en difficulté. Je suis auxiliaire de justice : mon intervention s'inscrit donc dans une mission qui est soit légale, soit définie par une décision de justice – une ordonnance d'un président de tribunal judiciaire ou de commerce, ou un jugement de ces mêmes tribunaux. La loi elle-même ajoute un certain nombre de missions, selon la nature des mandats qui sont confiés.

J'interviens dans deux mondes différents. Le premier est celui que l'on appelle en France l'« amiable » et qui regroupe les procédures de pré-insolvabilité. Le second est celui de la procédure collective, qui concerne les entreprises en difficulté faisant l'objet d'un traitement collectif. L'amiable, comme son nom l'indique, est purement volontaire : personne n'est contraint de venir discuter et aucune entreprise ne peut être obligée de solliciter une procédure amiable, qu'il s'agisse d'un mandat *ad hoc* ou d'une conciliation. Dans ces procédures, notre crédibilité tient à notre nom, inscrit sur une ordonnance de justice qui définit une mission pour quelques mois, prorogeable ou limitée dans le temps. Nous sommes censés intervenir assez en amont des difficultés, lorsque l'entreprise a encore suffisamment de liquidités pour éviter une faillite ultérieure. Et puis il y a le monde des procédures collectives : il s'agit classiquement du dépôt de bilan ; c'est une procédure publique, dans laquelle intervient un dessaisissement au moins partiel du dirigeant, ce qui n'est pas le cas dans le monde amiable.

Dans ce dernier, toute l'organisation de l'entreprise (actionnaires, gouvernance, collaborateurs, créanciers) continue de fonctionner comme auparavant, mais les parties acceptent de se réunir pour régler collectivement un sujet qui, traité individuellement, conduirait nécessairement à la faillite. Ces procédures amiables se déroulent pratiquement toujours en quatre phases. La première (phase I) est celle du diagnostic : où suis-je ? Pourquoi en suis-je là ? Comment m'en sortir ? Si ce diagnostic n'est pas parfaitement compris par toutes les parties prenantes, on ne peut avancer. Ces parties prenantes varient d'un cas à l'autre : actionnaires, créanciers de rangs divers (banques d'exploitation, créanciers

de financement, obligataires, etc.)... mais très rarement les clients, les fournisseurs et les collaborateurs. À ce stade, ces derniers sont considérés comme des « super-seniors » qu'il faut préserver de l'information, car sa diffusion aggraverait la situation – notamment par une réduction immédiate du crédit fournisseur, accroissant le besoin de financement. Le monde amiable se traite donc par cercles concentriques. On commence par stabiliser l'environnement pour porter un diagnostic, en demandant aux banques de ne pas couper les lignes de crédit et de suspendre les échéances de paiement. C'est aussi le temps des experts, des revues indépendantes de *business plan* et des analyses historiques. Au terme de cette phase, toutes les parties doivent avoir une compréhension commune de la situation.

On peut alors passer à la phase II, celle du cahier des charges de l'entreprise et de l'expression de ses besoins : a-t-elle besoin d'argent, de temps, de changer de dirigeant, d'acheter un concurrent, de vendre des filiales ? En fonction de ce cahier des charges, les actionnaires ou les banques peuvent apporter une réponse pour passer à la phase III (négociation), puis à la phase IV (mise en œuvre).

Parmi les dossiers évoqués par votre commission, Lapeyre a été traité en phase amiable. Atos est passé de la phase amiable à une phase d'implémentation hybride, relevant d'un processus collectif. En effet, les processus collectifs que sont le redressement judiciaire et la sauvegarde étaient très distincts de 1985 à 2015 environ, mais ils sont aujourd'hui plus poreux.

On peut commencer des procédures en phase amiable, qui trouvent leur solution en phase de processus collectif. C'est le cas, par exemple, de la sauvegarde accélérée : un accord majoritaire, mais non unanime, a été trouvé en amiable et l'on utilise la procédure collective pour l'imposer à la minorité de créanciers récalcitrants ou silencieux. Parfois, un créancier ne peut simplement plus négocier, comme la banque islandaise Landsbanki, qui était elle-même en faillite. Pour traiter ces sujets, on peut passer par des procédures de mise en œuvre à la majorité des deux tiers des créanciers par classe de parties affectées : cela se déroule sous le contrôle du tribunal, dans une procédure ouverte et transparente, et se prépare, comme le prévoit la loi, en conciliation.

Une deuxième procédure hybride est le *pre-pack cession*, où l'on recherche des repreneurs en amont, mais où les offres ne permettent pas de payer l'intégralité de la dette de l'entreprise. C'est une forme d'anticipation d'un plan de cession futur.

La procédure collective se caractérise principalement par un dessaisissement partiel du dirigeant. Je n'interviens pas en liquidation judiciaire, mais uniquement dans les entreprises vivantes, en sauvetage ou en accompagnement. Tous les dossiers ne trouvent pas une solution pérenne. Dans le cas de Brandt, par exemple, notre objectif a été d'accompagner au mieux cette absence de solution. Dans le monde des procédures collectives, les grands principes sont le gel de la dette et l'obligation de payer l'ensemble des charges postérieures. Nous appliquons des dispositifs légaux qui s'imposent aux créanciers et nous disposons de moyens pour accélérer la transformation de l'entreprise, comme la résiliation de contrats ou des procédures dérogatoires pour les licenciements. L'objectif est de présenter soit un plan de redressement, soit un plan de cession.

Dans notre jargon, le « plan de cession » est une cession d'activité ou de fonds de commerce. Un repreneur rachète des stocks, reprend des contrats et des postes de salariés et paie un prix pour cela. Le plan de cession a été assez décrié, car les valeurs financières sont souvent faibles, les repreneurs préférant investir dans l'avenir plutôt que de payer pour le passé. Son avantage est sa rapidité de mise en œuvre, ce qui est approprié lorsqu'une entreprise n'a plus que deux mois de trésorerie devant elle. De même, en cas de restructuration lourde, les repreneurs préfèrent le plan de cession, car les coûts sociaux sont payés par le cédant, c'est-à-dire avancés par l'Association pour la gestion du régime de garantie des créances des salariés (AGS), qui est ensuite remboursée sur les premiers actifs. Le cas récent d'Arc France est un exemple de reprise par plan de cession.

Aujourd'hui, les modes de reprise qui intéressent votre commission se font notamment par le capital de l'entreprise, c'est-à-dire la reprise *in bonis* traditionnelle, qui peut néanmoins être « forcée » sur les actionnaires depuis la grande nouveauté de notre droit en octobre 2021. C'est un alignement sur ce qui se pratique en Europe et faisait défaut en France. Notre orientation légale vise le maintien de l'activité et de l'emploi pérenne, mais une tradition historique, liée au droit de propriété, empêchait d'obliger un actionnaire ; cela pouvait conduire à des situations absurdes où des créanciers n'étaient pas payés, alors que des actionnaires conservaient des intérêts. Cette contrainte a « sauté » en octobre 2021. Si je l'évoque, c'est parce qu'il faut s'attendre à de plus en plus de reprises par le biais de la dette.

J'ai évoqué les reprises par les actifs (plan de cession) et par le capital (en mode amiable ou en plan de redressement). Ce que l'on voit de plus en plus est une étape préalable : le rachat de la dette pour la convertir en capital, ce qui constitue un mode de prise de contrôle.

Mon rôle, dans ces dossiers, est variable. En procédure collective, il s'agit d'assister la gestion de l'entreprise et de favoriser l'émergence d'un plan. En conciliation ou en mandat *ad hoc*, en revanche, le conciliateur n'a aucun pouvoir, ce qui est la contrepartie du caractère volontaire de la démarche pour l'entreprise. Voilà pour ce premier paysage.

M. le président Emmanuel Mandon. Vous êtes considérée comme l'une des plus grandes professionnelles des restructurations d'entreprises en France, en vous spécialisant notamment dans les opérations de *Leveraged Buy-Out* (LBO). J'aimerais que nous abordions ces opérations, notamment celles qui « dégénèrent ». Avez-vous observé des faits récurrents qui nous permettraient de caractériser ce mécanisme financier et d'envisager comment mieux l'encadrer ? En règle générale, quelles sont, selon vous, les conséquences sur l'activité de l'entreprise et sur l'emploi des LBO mal calibrés ?

En cas de restructuration, comment articulez-vous les objectifs de préservation de l'activité et de l'emploi, d'une part, et le désintéressement des créanciers, d'autre part ?

Dans l'activité de retournement, nous avons noté, au cours des auditions (et c'est d'ailleurs regrettable), le trop faible nombre de fonds français. Ce sont souvent

des fonds allemands ou anglo-saxons qui rachètent nos entreprises avec des méthodes de remontée de trésorerie que l'on pourrait qualifier d'agressives, telles que les *management fees*, les frais de conseil ou les rémunérations des équipes dirigeantes. Seriez-vous favorable à un encadrement plus strict d'un certain nombre de ces pratiques ?

Mme Hélène Bourbouloux. Le LBO, en soi, a plutôt été un instrument de développement et d'investissement pour les entreprises. Un LBO, c'est comme un particulier qui achète un appartement, y installe un locataire et rembourse la banque avec le loyer. Le gérant du tabac-presse de mon village qui m'interrogeait, ce week-end, sur la reprise de l'affaire de sa patronne qui part à la retraite, c'est un LBO : il va mettre 40 000 euros, la patronne lui fera un crédit-fournisseur sur le stock de 100 000 euros et la banque prêtera 400 000 euros ; au vu des comptes passés, il y a un profil de dividendes récurrents et ce sont les dividendes de demain qui rembourseront la banque. Le LBO consiste à obtenir auprès d'une banque un prêt qui sera remboursé par les fruits de l'actif acheté.

On comprend immédiatement que les LBO sains sont souvent des opérations de rachat d'entreprises qui ont des résultats assez stables. L'écueil est de décréter sur un tableau Excel une croissance perpétuelle avec des bénéfices systématiquement croissants et de fonder la dette sur ces résultats prévisionnels. Si, en revanche, une entreprise a généré 100 de bénéfices par an depuis dix ans et que l'on monte un financement de dette basé sur un remboursement de 50 par an, il y a peu de chances que cela échoue. C'est un outil très utile qui favorise la transmission d'entreprises, même avec une faible mise de fonds propres. À une époque où il y a beaucoup de transmissions de PME, ces outils sont précieux. L'équilibre entre la dette et les fonds propres est le premier point, mais nous avons vu des dossiers très tendus, notamment ceux montés en 2007-2008 et qui ont dû être restructurés en 2009-2010.

Une seconde caractéristique de ces restructurations est qu'elles impliquent toujours une holding et une filiale. Le droit français est très respectueux de la personnalité morale distincte de chaque entité. Du point de vue de la filiale, son actionnaire est la holding. C'est important car, lorsqu'on apprécie la séniorité des créanciers, on paie d'abord les créanciers de la filiale, c'est-à-dire ceux liés à l'activité. La dette de la mère ne peut être remboursée que s'il existe une capacité de remontée de trésorerie. Les canaux naturels sont les dividendes, les comptes courants et enfin les *management fees*.

Ces derniers sont encadrés, fiscalement déductibles sous conditions et doivent correspondre à un service réel. La limite de tout cela est le respect de l'intérêt social de l'entreprise : s'il n'est pas respecté, cela peut donner lieu à une action en responsabilité. D'ailleurs, de très nombreux LBO ne prévoient même pas de *management fees* et ce n'est pas du tout un modèle caractéristique du LBO en tant que tel.

La restructuration de sociétés de groupe est un sujet intéressant. Le droit du groupe, en France, est assez parcellaire. On trouve des notions de groupe en droit social ou en matière fiscale, mais il n'existe pas de concept juridique unifié, alors

que l'approche économique est souvent consolidée. Quand on regarde des comptes consolidés, on ne voit pas la distinction entre la dette de la holding et celle de la filiale, alors que, au moment des défaillances, on revient bien à l'échelle de chaque entreprise. Ainsi, si l'on monte un plan de redressement pour une filiale et sa holding, on doit d'abord rembourser tous les créanciers du bas avant de commencer à rembourser ceux du haut. Si les financements sont liés par des clauses de défauts croisés, un défaut sur la dette de la fille entraîne un sur celle de la mère, ce qui contractualise une extension des difficultés. Nos plans peuvent alors prévoir de rembourser la dette du bas pendant cinq ans et de ne commencer à rembourser celle du haut qu'à partir de la sixième année. Jusqu'en octobre 2021, notre droit posait problème, car la loi exigeait de commencer à rembourser la dette dès la deuxième année, ce qui revenait à privilégier celle de l'actionnaire.

Concernant la rareté des fonds de retournement français, il faut regarder quelques chiffres. Sur environ soixante mille faillites par an, quarante mille sont des liquidations volontaires. Il y a environ cinq cents dossiers par an concernant des entreprises de plus de cinquante salariés et seulement trente pour celles de plus de trois cents. Le marché des fonds de retournement est très spécialisé et donc assez faible. De plus, la rentabilité d'une opération de retournement est comparable à celle d'un investissement classique, mais avec un risque de réputation bien plus élevé, car il y a des succès et des échecs. On trouve quelques acteurs spécialisés dans les situations complexes, comme Butler, Caravelle ou Alandia, avec certains succès, mais cela reste marginal. Des investisseurs comme Tikehau et BPIFrance accompagneront leurs investissements en difficulté, mais ils n'ont pas une démarche d'acquisition spécifique d'entreprises en difficulté.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Madame Bourbouloux, vous êtes considérée par certains comme une *serial killer* d'entreprises. Votre nom est apparu dans la quasi-totalité de nos auditions. Vous avez participé à la faillite ou à la revente à des fonds vautours, parfois sulfureux, d'entreprises comme Casino, Orpea, Europacorp, Vallourec, Atos et bien d'autres. Certains nous ont dit en audition que vous participez, à titre d'administratrice, de conciliatrice ou de contrôlease de fiducie, à une sorte de « système bien huilé » de la justice commerciale, qui privilégie bien souvent les intérêts des créanciers et profite à tout un ensemble de sociétés de conseil, de cabinets d'études, d'administrateurs judiciaires et de fonds financiers, les victimes étant les entreprises françaises et leurs salariés.

Je souhaiterais vous interroger sur deux cas précis qui nous préoccupent particulièrement : la revente de Lapeyre au fonds prédateur Mutares, à laquelle vous avez participé directement, et celle d'Atos, dans le cadre d'un plan de sauvegarde accélérée en 2024, à quelques créanciers qui sont aujourd'hui au contrôle de l'entreprise, des fonds spéculatifs étrangers.

Atos est désormais aux mains de quelques fonds étrangers, à la suite de sa revente en 2024 par un plan de sauvegarde accélérée pour lequel vous étiez aux manettes.

Aujourd'hui, ces fonds spéculatifs peuvent faire la pluie et le beau temps sur la première entreprise numérique de France, garante de notre souveraineté

nationale. Nous parlons ici de programmes militaires comme Rafale ou Scorpion et de la quasi-totalité des services numériques quotidiens des Français. Vous avez joué un rôle crucial. Confirmez-vous que le plan que vous avez négocié a conduit à un transfert de contrôle d'Atos à ses créanciers et donc à ces fonds spéculatifs étrangers ?

Mme Hélène Bourbouloux. Le dossier Atos relève d'une procédure de sauvegarde accélérée, qui est une procédure de mise en œuvre d'un accord majoritaire de créanciers. La société anticipe qu'elle ne sera pas en capacité d'honorer ses engagements et qu'elle fera défaut, ce qui la conduirait à la faillite. Si elle était en faillite, tous les services critiques que vous venez d'évoquer seraient mis en risque, au-delà de l'emploi. Atos ne pouvait pas aller jusqu'à cette hypothèse, pas plus qu'Orpea ne pouvait se trouver en incapacité de gérer ses maisons de retraite. Atos anticipe donc cette défaillance et décide de se placer sous le régime du mandat *ad hoc* ou de la conciliation. C'est la société qui, selon la loi, a le pouvoir de le faire.

Mon rôle consiste à réunir toutes les parties autour de la table et à assurer la transparence de l'information entre elles. Parallèlement, c'est le conseil d'administration qui fixe un processus de recherche de solutions. Le diagnostic, qui a été compliqué car le *business plan* a été revu trois fois, a fait ressortir un besoin d'argent frais urgent, nécessaire avant même la fin de l'opération. Mon travail a consisté à faciliter la négociation pour mettre en place tout d'abord des financements intérimaires de 800 millions d'euros (M€) pour 2024, avant même d'entrer en processus collectif, à un moment où cet argent était complètement à risque.

Ensuite, le conseil d'administration, avec son cahier des charges, a constaté qu'il avait besoin de plusieurs milliards d'euros, que le niveau de la dette préexistante était trop élevé et que les intérêts financiers n'étaient pas supportables. Il fallait donc désendetter l'entreprise. Qui peut accepter le désendettement ? Les créanciers. Ils l'acceptent en contrepartie d'un retour à meilleure fortune, qui se traduit par une prise de participation au capital de la société. Ce sont les actions de la société qui deviennent le baromètre de ce retour à meilleure fortune. Ce sont donc les créanciers qui ont décidé de prendre le contrôle.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous confirmez donc que vous avez participé à l'acceptation d'un plan qui conduit à un transfert de contrôle d'Atos vers ces créanciers et finalement vers des fonds spéculatifs étrangers. Y avait-il des offres alternatives à cette prise de contrôle par les créanciers, que vous auriez instruites ?

Mme Hélène Bourbouloux. Je dois corriger un point : ce n'est pas moi qui décide. Je n'ai pas ce pouvoir, qui est limité par la loi. Dans ces dossiers, ce n'est même pas le tribunal qui décide. Ce sont les créanciers eux-mêmes, en incluant les actionnaires comme la dernière catégorie de créanciers.

Dans l'appel d'offres qui a été lancé, d'autres offres se sont exprimées. Il y avait effectivement une offre, relayée par la presse, émanant de la holding d'investissement de M. Daniel Křetínský, qui était soutenue par une partie des banques françaises et prévoyait la reprise d'un seul pôle d'activité. Une seconde

offre avait émergé autour d'un professionnel du secteur, plus petit, qui avait monté un consortium d'investisseurs et s'appuyait sur les créanciers en place.

Ces deux solutions n'ont pas prospéré. La première, parce qu'elle n'était soutenue que par 18 % des créanciers, ce qui, au regard de la loi qui donne le vote aux créanciers, la rendait irréalisable. Quant à l'autre projet, alors qu'il était en passe d'être mis en place avec le souhait d'arrimer Atos à un industriel du secteur, ses porteurs y ont eux-mêmes renoncé, parce qu'ils le considéraient comme trop risqué.

Les créanciers, dont ce n'était pas l'objectif initial, se sont donc retrouvés sans autre choix que de prendre le contrôle, tout en préservant dans la négociation un espace pour qu'un industriel puisse ultérieurement rejoindre le consortium et entrer au capital d'Atos. L'importance d'arrimer Atos à un industriel du secteur était un point qui avait été bien identifié.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous avez formulé un avis positif, n'est-ce pas ?

Mme Hélène Bourbouloux. Mon avis n'est pas qualitatif. La loi prévoit douze conditions et mon rôle est de vérifier si chacune est remplie ou non. L'opinion de l'administrateur judiciaire est une opinion très technique. En l'occurrence, pour Atos, le jugement du tribunal est très précis et rapporte les opinions de toutes les parties. J'ai indiqué au tribunal que ce plan était nécessaire, mais qu'il ne serait peut-être pas suffisant, car des difficultés anciennes ne se règlent pas d'un coup de baguette magique. La transformation interne qui fonde le *business plan* sur lequel la restructuration est calibrée est une restructuration purement financière. Elle ne descend pas jusque dans les opérations, comme on peut le voir dans un redressement judiciaire avec des restructurations sociales ou économiques. J'ai donc répondu, comme la loi me le demande, sur l'ensemble des conditions posées.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Le plan comporte-t-il des engagements contraignants des créanciers pour préserver les activités stratégiques, notamment de défense et de cybersécurité, qui font encore partie d'Atos ?

Mme Hélène Bourbouloux. À l'époque, des engagements avaient été pris concernant leur cession. L'État avait négocié des droits particuliers, notamment des actions lui permettant d'être contraignant dans le dispositif de sécurité de ces futures entités. Ce ne sont pas des contraintes que le plan a intégrées ou forcées. Dans ce genre de situation, le tribunal peut mettre en place des clauses d'inaliénabilité, interdisant la cession des activités sans revenir devant lui pendant la durée du plan.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Une fois le plan terminé, la société retrouve sa liberté. Pour avoir des réponses précises, confirmez-vous que les actifs stratégiques d'Atos sont actuellement placés sous une structure de droit étranger, une holding néerlandaise, au bénéfice des créanciers ?

Mme Hélène Bourbouloux. Je ne suis absolument pas au courant de la situation actuelle, car ma mission a pris fin au terme du plan. Je ne sais donc pas si ces activités ont été vendues depuis. À l'époque, un projet de vente de ces activités existait.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Tout cela est issu du plan que vous avez vous-même accompagné. Confirmez-vous qu'aujourd'hui, des activités sensibles pour l'État se trouvent au sein de cette structure et bénéficient d'abord et avant tout aux créanciers ?

Mme Hélène Bourbouloux. Je n'en sais absolument rien. Il est possible qu'à l'époque, la structure intermédiaire ait été une holding étrangère, mais je ne sais pas si ces activités ont été vendues depuis. Des projets de vente, y compris à l'État, existaient. Je ne sais pas s'ils se sont concrétisés.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Considérez-vous que l'évolution de la situation est conforme à l'objectif de pérennité présenté dans le plan de sauvegarde ? Que se passe-t-il en cas de non-respect de ce dernier ?

Mme Hélène Bourbouloux. Il ne s'agit pas d'un plan de sauvegarde de droit commun, mais d'une sauvegarde accélérée. Dans ce régime, l'administrateur judiciaire ne prépare pas le plan : celui-ci est négocié et voté par les créanciers. Le contrôle du tribunal porte sur des conditions précises, notamment la valeur des actifs et la pérennité du plan. L'appréciation de la pérennité accorde d'ailleurs plus d'importance à la gouvernance qu'à la détention du capital. Le sujet important est de savoir qui va gouverner : en l'occurrence, la gouvernance est entre les mains du conseil d'administration et de M. Philippe Salle, qui a pris ses fonctions au moment de l'arrêt du plan.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Si vous nous dites que vous n'avez rien à voir avec le respect de ce plan, c'est problématique. Vous avez joué un rôle crucial dans ce plan de sauvegarde accélérée. Il est donc important d'avoir votre point de vue sur son respect aujourd'hui. Et s'il ne l'est pas, que se passe-t-il ?

Mme Hélène Bourbouloux. Je suis flattée que vous m'accordiez autant d'importance, mais mon rôle n'est pas d'élaborer le plan ; j'en serais bien incapable. Ma seule fonction est de m'assurer qu'un certain nombre de vérifications par des experts, des professionnels et des salariés ont été effectuées et que leurs avis soutiennent ce plan. Cela a été le cas pour Atos. Le comité social européen a été entendu par le tribunal, qui n'y était pas obligé mais a fait ce choix. Des réunions préalables ont eu lieu pour recueillir tous les avis. Tout le monde a considéré que le plan de transformation était très ambitieux, mais ce ne sont pas les créanciers qui le mettent en œuvre, c'est le nouveau management.

Il faut bien comprendre que lorsqu'un tribunal arrête un plan, il désigne un commissaire à l'exécution de ce plan. Ce commissaire a pour mission de payer les créanciers, de s'assurer du respect des engagements du plan et, en cas de non-respect, de saisir le tribunal en résolution du plan, ce qui ramène à la situation de départ. Je n'ai pas été nommée commissaire au plan du dossier Atos. C'est mon collègue maître Martinat, qui était co-administrateur judiciaire, qui a été désigné.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Jusqu'où avez-vous suivi le plan ? À quel moment s'arrête votre rôle ?

Mme Hélène Bourbouloux. Il s'arrête le jour où le tribunal rend son jugement d'arrêt du plan, qui, de mémoire, date du 15 octobre 2024.

M. Thibaut Monnier (RN). Atos semble avoir été traité essentiellement comme un dossier financier, alors qu'il s'agissait d'un groupe de taille systémique exposé à des enjeux de souveraineté, de défense, de calcul intensif, de cybersécurité, d'emplois qualifiés et de continuité de services critiques. Avez-vous, oui ou non, produit une cartographie formelle de ces enjeux avant d'accompagner ce plan ?

Mme Hélène Bourbouloux. Ce n'est pas mon rôle de produire une telle cartographie. Pour autant, ce sujet était évidemment critique et justifiait la forte implication de l'État. Toutes ces discussions et négociations se sont déroulées sous l'égide du comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri) et j'ai moi-même rencontré, à l'époque, le ministre de l'économie, dont la vigilance portait précisément sur ces activités souveraines. Cela a d'ailleurs donné lieu, dans la phase amont, à l'octroi de droits d'intervention à l'État pour qu'aucune cession ne soit organisée vers des tiers non agréés. Concrètement, l'État a consenti un prêt via le fonds de développement économique et social (Fdes) et c'est au titre de celui-ci que des sûretés lui ont été accordées, lui donnant une voix incontournable sur la décision de cession de ces activités stratégiques.

Je voyais d'ailleurs la notion de stratégie plus largement que les seuls actifs qualifiés de « stratégiques ». Par exemple, Atos fournit des services au gouvernement britannique. J'avais été appelée par ces clients, qui étaient extrêmement inquiets et cherchaient de la visibilité. J'ai indiqué à l'État que la question de la souveraineté ne se limitait pas à la sécurité nationale, mais concernait aussi le maintien de nos entreprises qui dépendaient de ces services. Tout le monde parlait des Jeux olympiques à l'époque, mais la billetterie n'est pas critique. En revanche, les assurances maladie ou le paiement des fonctionnaires britanniques l'étaient beaucoup plus. La nature même d'Atos était critique.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Madame, cette phrase est décisive : « *La nature même d'Atos était critique.* » Si vous estimez, déjà à l'époque, que l'ensemble du groupe est critique et même si vous n'avez ni le pouvoir ni la responsabilité de proposer un plan global, mais seulement de vérifier sa conformité à la loi, comment expliquez-vous que l'État n'adopte pas votre appréciation ? Vous nous dites avoir eu de nombreux échanges avec l'Exécutif, en particulier le Ciri. Quelle est la chronologie de vos échanges avec l'État, qui est en réalité le seul à même d'enclencher une procédure extraordinaire ? Vous décrivez une sauvegarde accélérée, une restructuration purement financière à l'initiative des créanciers. Je veux savoir pourquoi l'État ne partage pas votre analyse sur le caractère critique de la totalité du groupe.

Mme Hélène Bourbouloux. La question des créanciers en tant que tels n'est pas l'aspect le plus gênant. Pour une entreprise cotée, on ne sait jamais qui détient les titres. Ce qui pèse, ce sont les contraintes futures sur l'entreprise, son développement, son financement, et surtout sa gouvernance et la crédibilité de l'équipe de management pour la transformer. Il faut reconnaître que les difficultés d'Atos étaient d'une grande ampleur et anciennes. Cette phase de restructuration n'était qu'une étape, traitant d'un surendettement et d'un besoin urgent de liquidités. Sans cela, Atos allait dans le mur. Était-ce suffisant ? Je ne sais pas. J'observe que Solocal a connu quatre restructurations financières avant d'être finalement arrimé à

un industriel. Il faut avoir la modestie de se dire qu'on ne règle peut-être pas tous les problèmes en une seule fois.

Pour répondre précisément, le Ciri a dû être saisi avant même l'ouverture du mandat *ad hoc*. Nous avions des réunions téléphoniques hebdomadaires organisées, en plus de réunions ponctuelles, pour un suivi permanent. L'objectif était de s'assurer que les négociations aboutiraient avant que la société ne soit à court de trésorerie. Les 800 M€ de financements intérimaires ont été débloqués en trois blocs, ce qui montre la difficulté à convaincre les créanciers de remettre de l'argent, alors que l'issue était incertaine. En fin de compte, ce sont ceux qui ont le plus à perdre, c'est-à-dire les créanciers, qui apportent l'argent frais. Nous étions également en contact quotidien avec d'autres créanciers.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Avez-vous été mise en relation avec le cabinet du ministre ? Le Ciri est une entité, mais je pense que le pilotage intervient en réalité au niveau ministériel.

Mme Hélène Bourbouloux. Oui, je vous le confirme. J'ai été convoquée, y compris par le ministre lui-même.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Ils ont été assez nombreux sur la période. Pourriez-vous le nommer ?

Mme Hélène Bourbouloux. C'est M. Bruno Le Maire qui avait demandé qu'une réunion spécifique se tienne au début du dossier, évidemment pour nous sensibiliser aux activités sensibles et souveraines de l'État.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Que signifie « sensibiliser » ? Je suppose que vous étiez déjà sensibilisée au caractère globalement critique du groupe...

Mme Hélène Bourbouloux. J'ai répondu exactement cela. Le ministre a indiqué que l'État serait extrêmement vigilant sur les repreneurs éventuels d'Atos pour ces activités-là. À ce moment, les solutions Křetínský et OnePoint étaient sur la table. L'État n'avait pas de parti pris sur le profil de ces acteurs, mais il était vigilant sur les activités souveraines, pour lesquelles les garanties permettant à l'État d'être incontournable dans une décision de cession n'avaient pas encore été mises en place.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). La presse a évoqué le fait qu'Airbus pouvait être un acteur de la reprise. Vous ne l'avez pas mentionné.

Mme Hélène Bourbouloux. Je ne l'ai pas mentionné, car cela se situait dans une phase préalable. Avant d'entrer en mandat *ad hoc*, Atos avait, semble-t-il, tenté une transformation par la scission du groupe. C'est dans cette phase amont qu'Airbus se serait positionné sur certaines activités. L'ouverture du mandat *ad hoc* coïncide, à quelques jours ou semaines près, avec la fin de cet échange avec Airbus, qui s'est traduit par un « *Nous ne sommes pas intéressés.* ». Cette piste ne faisait donc pas partie de celles travaillées pendant le mandat de conciliation, elle s'est éteinte juste au début.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Normalement, la loi prévoit un contrôle des investissements étrangers en France. Le fait que des créanciers deviennent actionnaires relève-t-il de cette loi ? Et comment expliquer que des créanciers étrangers prenant le contrôle du groupe aient pu passer à travers les mailles du filet de cette loi ?

Mme Hélène Bourbouloux. La question du contrôle des investissements étrangers s'est posée et a fait l'objet d'une analyse. Il s'agissait d'une société cotée où les créanciers deviennent actionnaires de manière diffuse. Aucun créancier ne devenait leader avec un bloc de 30 % ou 40 %. Nous avions une multitude de petits créanciers, dont le plus gros devait représenter peut-être 7 % ou 8 %. On n'a donc pas un créancier unique qui devient un actionnaire de référence.

Fin 2023, le plus gros actionnaire d'Atos était M. David Layani, à travers OnePoint, avec 11 %. En juin 2024, après l'échec de son projet, il n'est plus qu'à 3 % ou 4 %, mais il reste le plus gros actionnaire. La question se pose donc de savoir à partir de quel seuil un actionnaire est considéré comme étant en contrôle. Le système est fait pour cibler un actionnaire qui prend le contrôle.

En tout cas, la question a été posée, des analyses ont été menées sur ce contrôle et je crois que l'État l'a apprécié sous cet angle également. Mais cela relève de la période post-plan, qui n'est plus de mon ressort.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pourrions-nous avoir la liste des créanciers qui ont repris le contrôle et sont devenus actionnaires d'Atos, apparemment sans autorisation de l'État, ce qui suggère un énorme « trou dans la raquette » du contrôle des investissements étrangers ? Où trouver la liste de ces créanciers, leurs parts et les changements d'actionnariat ?

Mme Hélène Bourbouloux. Quand vous avez des centaines, voire des milliers de créanciers, ils s'organisent en groupes de discussion : comités de coordination (Cocom), groupes *ad hoc* ou comités de pilotage (*Steering committees*, *Steerco*). La dette d'Atos était répartie en deux blocs : un bloc bancaire et un bloc obligataire. Le bloc bancaire comprenait des banques françaises, mais aussi des banques étrangères comme ING et Barclays. Ces banques se sont aussi retrouvées actionnaires.

Il faut comprendre que les créanciers qui investissent en dette ne le font pas initialement pour prendre le contrôle d'Atos. Contrairement au dossier Vallourec, où des fonds ont acheté de la dette volontairement pour prendre le contrôle, les créanciers d'Atos voulaient être arrimés à un industriel. Ils n'ont pas acheté de la dette pour devenir actionnaires.

Le groupe de négociation comprenait un Cocom de sept banques, représentant environ la moitié de la dette, où il ne restait à la fin que Barclays et Deutsche Bank, les banques françaises s'étant retirées. Il y avait aussi un *Steerco* d'obligataires avec huit institutions, essentiellement étrangères mais de profils divers. On y trouvait AG2R La Mondiale, Boussard & Gavaudan, qui est un fonds français, ainsi que D.E. Shaw, Tresidor, Schelcher Prince Gestion, Syquant Capital, Fidera et BlackRock. Ma demande, à leur égard, était d'être représentatifs de toutes

les catégories de dette, afin d'avoir des profils « Atos-compatibles », avec une vision sensible pour une entreprise française de services critiques.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pourquoi toutes les banques françaises se sont-elles retirées à ce moment-là ?

Mme Hélène Bourbouloux. Elles ont renoncé et sont sorties du Cocom plus tard, au moment où le conseil d'administration a écarté l'offre Křetínský, qui était soutenue par BNP Paribas, et où l'offre OnePoint a été retirée. Les banques françaises ne voulaient pas négocier une prise de contrôle d'Atos. Il n'y avait pas beaucoup d'appétit, chez les créanciers, pour devenir actionnaires ; ils préféraient rester créanciers. Il se trouve qu'en l'occurrence, ils n'ont pas eu le choix, car ils subissaient un traitement *pari passu* : même catégorie de créanciers, mêmes droits et mêmes contraintes.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Mutares est un fonds prédateur qui a dépecé des industries et des usines les unes après les autres, aspirant la trésorerie via des dizaines de millions de frais de conseil et de *management fees*. Dans la revente de Lapeyre par Saint-Gobain à Mutares, vous avez joué un rôle crucial en tant qu'administratrice et avez donné un avis d'homologation qui a été décisif. Le PDG de Saint-Gobain nous a d'ailleurs dit que votre avis avait été l'un des plus déterminants et ce, contre l'avis de douze comités sociaux et économiques (CSE) et de quatre cabinets d'expertise.

Au moment où vous intervenez dans la cession à Mutares et rendez cet avis positif, aviez-vous connaissance du passif de Mutares avec les autres entreprises françaises qu'il avait reprises ?

Mme Hélène Bourbouloux. L'expression « avis décisif » n'a pas de sens. 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. Je n'étais pas administratrice judiciaire dans ce dossier. Le jugement d'homologation, d'ailleurs, est exceptionnellement dense et reprend mes réserves, qui portaient en particulier sur la faible adhésion sociale.

Concernant les salariés de Lapeyre, le tribunal a veillé à les entendre avant l'audience. J'avais moi-même insisté pour que le juge puisse les recevoir. J'ai eu de nombreux échanges avec eux. Le choix de Mutares était celui, exclusif, de l'actionnaire. Mon rôle a consisté à faire en sorte que l'offre soit améliorée et elle l'a été : des fonds supplémentaires ont été apportés et la prise en compte des salariés a été améliorée.

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. Quand on reprend des entreprises en difficulté, malheureusement, certaines réussissent et d'autres non. C'était la liberté de l'actionnaire de retenir ce candidat. J'ai donc été particulièrement insistante pour que l'offre soit améliorée. Mon avis s'est d'ailleurs

réellement amélioré lorsqu'ils ont changé la gouvernance, en recrutant M. Marc Ténart, un manager issu de Conforama avec une expérience de la transformation, ce qui donnait de la crédibilité au projet.

Il faut aussi rappeler que cela s'est passé pendant la période de la covid-19. Des entreprises comme Lapeyre, bien qu'en difficulté, ont alors bénéficié d'un fort appel de marché en 2020, 2021 et 2022. Les chiffres de ces années-là n'étaient pas très loin du *business plan* d'origine. C'est en 2024 que les difficultés se sont fortement matérialisées. Dans ce dossier, j'avais une mission de mandataire à l'exécution de l'accord.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Mais vous avez donné un avis favorable à la cession à Mutares, nous sommes bien d'accord.

Mme Hélène Bourbouloux. J'ai confirmé que les conditions prévues par la loi étaient remplies.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous donnez un avis favorable. J'entends vos nuances, mais sur ce dossier, chacun se renvoie la balle. Le PDG de Saint-Gobain nous dit que c'est la faute du tribunal de commerce et de madame Bourbouloux. Vous nous dites, quant à vous, que tout s'est passé entre les mains de Saint-Gobain et de la justice commerciale. Finalement, ce n'est la faute de personne. Vous voyez le problème : une entreprise de mille cinq cents salariés se retrouve au bord de la faillite avec un fonds, Mutares, dont les pratiques étaient déjà connues. Ma question porte sur de possibles conflits d'intérêts. Ne pensez-vous pas qu'il peut y en avoir, puisque vous avez ensuite été rémunérée en tant que mandataire, puis comme contrôleuse de la fiducie dans cette affaire ?

Mme Hélène Bourbouloux. C'est une présentation qui ne reflète pas la réalité. Il y a eu deux missions, pas quatre. Tout d'abord, le mandat de conciliation.

Ensuite, lorsque le tribunal homologue l'accord, la loi prévoit que le conciliateur devient mandataire à l'exécution de l'accord. Ce n'est pas un choix. Dans ce mandat, il y a un certain nombre de points de surveillance, dont le contrôle de la fiducie. La fiducie était une mesure extrêmement prudente pour s'assurer que les fonds ne seraient pas dilapidés, mais bien dédiés au financement du *business plan*. Mon travail à cet égard – et je participais aux réunions de CSE deux fois par an – était de tracer et de vérifier l'utilisation des fonds conformément au *business plan*, tout en permettant des adaptations, car la vie des entreprises l'exige.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. La fiducie a si bien fonctionné qu'à son terme, après trois ans, Mutares s'est empressé d'utiliser cet argent pour lui-même et pour faire remonter des frais de conseil. Dès que la contrainte a été levée, Mutares s'est dépêché et a fait ce qu'il voulait. L'affaire s'est quand même assez mal terminée. Considérez-vous que l'opération a permis de préserver durablement l'activité et l'emploi chez Lapeyre ?

Mme Hélène Bourbouloux. 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, afin de m'assurer du financement d'un éventuel plan de

sauvegarde de l'emploi (PSE) et de permettre à des repreneurs de se positionner. 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*. Certains éléments sont confidentiels, il m'est donc compliqué d'aller au-delà.

Je ne me sens pas solidaire de la situation actuelle. En revanche, il est un fait que jusqu'en 2023, le *business plan* a été respecté. Parfois, les solutions se trouvent en deux temps. Ce premier temps était peut-être nécessaire. Ensuite, il y a ce qui s'appelle « rendre des comptes » : la responsabilité. Si Mutares a « remonté » des frais qu'il ne devait pas, il devra les rembourser. C'est une action en responsabilité et la loi est là pour ça.

— *La séance est suspendue et reprend à huis clos.* —

Mme Hélène Bourbouloux. Si la dynamique des discussions et le contenu de la conciliation sont confidentiels, y compris dans le suivi, je peux néanmoins partager certains éléments avec vous. Pour vous donner une idée, ce dossier a représenté pour moi plus de cinq cents heures de travail lors de la première phase : mon engagement a donc été considérable.

Le système de la conciliation donne satisfaction, même s'il n'aboutit pas toujours. La tentation aurait été de s'engager rapidement dans un mandat de conciliation, de signer un protocole et de conclure l'affaire. Cela ne s'est pas passé ainsi. 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. Ils ont mené cette démarche de manière très professionnelle, en présentant tous les critères. Pour autant, mon expérience personnelle m'inclinait à préférer l'autre candidat. Il ne s'agit pas de dire qu'ils étaient les premiers de la classe ; si l'entreprise s'était bien portée, elle aurait attiré de nombreux repreneurs. Il ne faut pas décourager ce type d'opérations.

Lorsque j'ai évalué les « sensibilités » du projet Mutares, j'ai obtenu de Saint-Gobain qu'ils ajoutent 50 M€ pour couvrir les risques. J'ai été très exigeante sur la fiducie et ai demandé s'il était possible d'instaurer un partage de la réussite, afin d'intégrer les salariés sur le modèle de ce qui avait été fait pour La Redoute, mécanisme que je jugeais pertinent.

Je pense que les conciliations sont de bons mécanismes pour limiter les excès. Peut-on faire mieux ? Je l'ignore, car nous évoluons dans un monde où les entreprises sont libres de recourir ou non à la conciliation ; on ne peut pas les y forcer. De plus, une décision de la Cour de cassation de mars 2023 a établi qu'un repreneur ne peut se voir reprocher le comportement ultérieur du cessionnaire. Cet arrêt pose un vrai problème, car il n'incite pas à mener des opérations en conciliation. Or y recourir permet de s'assurer d'un socle de vérifications qui n'existe pas lors d'une cession *in bonis*. Dans ce dernier cas, une entreprise peut être cédée à n'importe qui sans aucun contrôle, puisqu'il n'y a initialement ni préjudice aux tiers, ni créanciers impayés. Le tribunal ne peut que vérifier si les

conditions formelles sont remplies, sans connaître les autres offres éventuelles. Le fait d'être en conciliation permet de mettre la pression sur les acteurs pour qu'un processus concurrentiel soit mis en place, afin d'éviter une cession à un prix trop bas et de s'assurer du sérieux du plan d'affaires. Ce n'est pas une garantie suffisante, mais, en l'occurrence, le processus a été assez approfondi.

En cas de faillite ultérieure, si cela devait arriver à Lapeyre, les actes de la procédure de conciliation seront « déconfidentiés » au bénéfice du parquet et du tribunal. Ces derniers pourront ainsi accéder à mes rapports et à mes courriers. Par conséquent, si Lapeyre, bien qu'ayant été mise en garde sur certains points, a néanmoins pris certaines décisions en toute connaissance de cause, ces éléments seront pris en compte dans le cadre d'une éventuelle action en responsabilité. La conciliation a donc aussi cette utilité. J'espère, bien entendu, que cette situation ne se produira pas, qu'ils ne déposeront pas le bilan et qu'ils trouveront un repreneur.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous avez indiqué qu'une partie des actifs d'Atos avait été cédée durant la phase d'observation. Cette cession aurait-elle dû conduire à une réévaluation du plan ? Avez-vous été amenée à vous prononcer sur le management à venir ? Cela fait-il partie de vos obligations ou de vos prérogatives ? Enfin, quel devrait être, selon vous, le rôle de l'État dans un tel cas de figure ?

Mme Hélène Bourbouloux. Des cessions avaient été engagées avant même le mandat *ad hoc* et se sont concrétisées pendant cette phase. De mémoire, il s'agissait de la prolongation d'un processus antérieur, qui est intervenu en période d'observation parce que le calendrier le dictait. Le juge a été amené à l'autoriser.

Concernant la question du management dans le dossier Atos, le directeur général en place a été remercié la veille de l'ouverture de la sauvegarde accélérée, ce qui est assez rare. M. Jean-Pierre Mustier, président du conseil d'administration, qui a été extrêmement courageux dans la conduite de ce dossier face aux nombreuses pressions qui s'exerçaient sur lui, m'a un jour appelée en qualifiant une demande du directeur général d'« inacceptable » et de « chantage ». Il m'a alors annoncé son intention de le révoquer le lendemain matin, jour de l'ouverture de la sauvegarde. C'était un choix audacieux et risqué, mais qui témoignait d'un refus de céder à ce type de pression. Monsieur Mustier a ensuite pris les rênes pendant la période d'observation et a déployé tout le dispositif. Je précise qu'il a agi bénévolement, sans percevoir de rémunération. Parmi les actions menées, une recherche a été lancée pour trouver un nouveau management.

Sommes-nous amenés à donner une opinion sur ce choix ? Non. En creux, on peut dire que la nomination de M. Philippe Salle, qui avait un parcours dans l'industrie, est venue renforcer la crédibilité du dossier, mais il faut rappeler que nous sommes dans une procédure de sauvegarde accélérée. Bien qu'elle s'appelle « sauvegarde », elle s'apparente davantage à une conciliation, car tout se décide en amont et il n'y a pas de dessaisissement des organes de direction. C'est le conseil d'administration qui a choisi le nouveau dirigeant, en respectant, je pense, les processus habituels. Nous n'intervenons donc pas sur ce point, sauf si une

information problématique nous était rapportée. En l’occurrence, je n’avais pas d’avis particulier sur monsieur Salle.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous avez indiqué que le directeur général avait posé une condition inacceptable. Pouvez-vous nous préciser laquelle ?

Mme Hélène Bourbouloux. Il souhaitait négocier son *management package*. Monsieur Mustier a jugé que le moment était particulièrement mal choisi et a refusé, en lui indiquant que la question serait abordée le moment venu, mais pas dans ces circonstances.

M. Thibaut Monnier (RN). Maintenez-vous devant la commission d’enquête que votre appréciation initiale sur Atos a été adéquate ou reconnaissez-vous éventuellement quelques fautes d’évaluation, d’alerte ou d’appréciation sur la nature réelle du plan que vous avez sollicité à l’homologation ?

Mme Hélène Bourbouloux. Je n’ai aucun état d’âme. Dans ce dossier, ce sont les créanciers qui, en convertissant leur dette en capital, votent le plan. Nous n’avions pas la capacité d’agir autrement. De plus, l’alternative était le placement immédiat de l’entreprise en procédure collective. La situation était simple : il fallait d’abord traiter l’urgence, avant d’envisager la chirurgie. Il était donc absolument impératif d’injecter immédiatement des liquidités dans l’entreprise pour éviter sa faillite.

*

* *

35. Audition, dans le cadre d’une table-ronde, de représentants de la direction générale du Trésor, de la direction générale des entreprises (DGE) et de l’Agence des participations de l’État (APE) (23 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous poursuivons nos travaux par l’audition, dans le cadre d’une table-ronde à huis clos, de la direction générale du Trésor, de la direction générale des entreprises et de l’Agence des participations de l’État. Je salue donc, au titre de la 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 du contrôle des investissements étrangers en France (Cief) et M. Sofien Abdallah, conseiller pour le Parlement et les relations institutionnelles ; au titre de la direction générale des entreprises, 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), et M. Philippe Lagrange, délégué interministériel adjoint ; au titre de l’Agence des participations de l’État, M. Alexis Zajdenweber, directeur général, commissaire aux participations de l’État, et M. Esteban Piard, adjoint au chef de cabinet.

La présente table-ronde s’inscrit dans le prolongement d’une précédente, qui avait permis d’échanger, le 26 février 2026, avec les directions générales du

Trésor et de l'armement sur une série de questions concernant le contrôle des investissements étrangers en France et sa mise en œuvre dans le cas particulier de la cession de LMB Aerospace à Loar Group.

Nos échanges d'aujourd'hui devraient conduire à évoquer Biogaran, Europlasma et Atos, mais aussi, plus généralement, plusieurs problématiques liées à la prise en charge des entreprises en retournement et à la mobilisation, à cette occasion, de techniques financières parfois déstabilisantes comme le *Leveraged Buy-Out* (LBO).

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

(Mme Claire Cheremetinski, Mme Oumnia Alaoui, Mme Camille Brueder, M. Sofien Abdallah, M. Thomas Courbe, M. Pierre-Marie Gaillard, M. Philippe Lagrange, M. Alexis Zajdenweber et M. Esteban Piard prêtent serment.)

Mme Claire Cheremetinski, directrice générale adjointe du Trésor. Je souhaite tout d'abord vous dire quelques mots sur le développement du capital-investissement en France. Celui-ci a connu une croissance importante ces dernières années, suivant en cela une tendance mondiale à l'augmentation du nombre d'entreprises non cotées et des fonds qui les financent. Les fonds de capital-investissement apportent aujourd'hui une contribution nécessaire au financement des entreprises françaises, en complément de celui apporté par les institutions bancaires et publiques. Le renforcement des fonds propres des entreprises françaises est une condition essentielle au financement de l'innovation, de la croissance des investissements productifs et de la compétitivité.

Cette tendance a été accompagnée par plusieurs mesures nationales visant à encourager la domiciliation en France de véhicules de capital-investissement et la mobilisation de davantage d'épargne au bénéfice du financement des entreprises françaises par ce canal, en particulier celui des petites et moyennes entreprises (PME) et des entreprises de taille intermédiaire (ETI). Il existe une réglementation européenne robuste, la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM), qui a été transposée en France pour fournir un cadre au développement de ce type d'acteurs.

Nous accueillons également en France de nombreux projets d'investisseurs étrangers. Ceux-ci participent à renforcer le financement de l'économie française en investissant aux côtés d'acteurs nationaux comme BPIFrance ou d'autres fonds, en investissant via l'écosystème français des gestionnaires de capital-investissement ou même directement dans des entreprises françaises, dans tous les domaines de l'économie. Vous savez, par ailleurs, que nous disposons de procédures et de réglementations en matière de contrôle des investissements étrangers, comme nous l'avons déjà évoqué devant cette commission d'enquête, lorsque cela s'avère nécessaire pour préserver la sécurité publique, l'ordre public ou la défense nationale.

Dans le cadre de l'exercice de nos missions à la direction générale du Trésor (DG Trésor), nous nous attachons à ce que le développement du capital-investissement contribue effectivement au financement à long terme de l'économie française et à ce que celui-ci reste compatible avec la préservation des intérêts nationaux. Cela se traduit notamment par les priorités suivantes.

Premièrement, l'encadrement de l'activité des fonds d'investissement pour garantir la protection des investisseurs et la stabilité financière. La réglementation européenne en la matière, à l'élaboration de laquelle nous contribuons à Bruxelles, impose aux fonds de capital-investissement des obligations significatives, notamment en matière de *reporting*.

Deuxièmement, l'orientation de l'activité des fonds d'investissement vers le financement des secteurs que nous estimons les plus stratégiques pour l'avenir de l'économie française ou pour le secteur de la défense, qui est crucial pour l'avenir du pays. Cela se fait à travers l'action de BPIFrance et des initiatives ciblées, comme l'initiative Tibi, pour orienter les fonds d'investissement vers le financement de l'innovation.

Troisièmement, faire contribuer les fonds d'investissement à la résolution des difficultés financières des entreprises, à travers l'accompagnement que mène le comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri) aux côtés de la mission interministérielle de restructuration des entreprises (Mire), qui est domiciliée à la direction générale des entreprises (DGE).

Quatrièmement, s'assurer que l'intervention des fonds d'investissement étrangers ne porte pas atteinte aux intérêts de la défense nationale, à l'ordre public et à la sécurité publique, dans le cadre de la mise en œuvre du régime de contrôle des investissements étrangers en France.

M. Thomas Courbe, directeur général des entreprises. La préservation et le développement de capacités productives, qui sont au cœur de votre commission, font l'objet de deux grandes politiques publiques.

La première est évidemment notre politique industrielle. Par des financements aux niveaux national et européen, par l'amélioration des conditions-cadres et par des négociations européennes visant à améliorer l'égalité de traitement dans la compétition internationale, nous cherchons à développer ou à préserver nos capacités productives, en particulier nos actifs industriels.

Cette politique industrielle est complétée par une politique de sécurité économique qui vise à protéger ces actifs stratégiques. Elle consiste à identifier les entreprises et les technologies les plus stratégiques, à sensibiliser les acteurs à ces enjeux de préservation de l'activité et de l'empreinte de ces actifs en France, y compris les fonds d'investissement qui en sont actionnaires. Elle vise aussi à détecter les risques de déstabilisation ou de prise de contrôle d'un actif stratégique et, le cas échéant, à mener des actions de remédiation qui peuvent mobiliser tout un ensemble d'outils. Le contrôle des investissements étrangers, évoqué par ma collègue Claire Cheremetinski, en fait partie, de même que des interventions ciblées

en capital ou d'autres outils, comme la loi de 1968 qui contrôle la transmission d'informations sensibles à des autorités étrangères.

Ce dispositif fait également l'objet d'une vérification des engagements pris par les entreprises au titre du contrôle des investissements étrangers, avec plus de cent vingt contrôles réalisés en 2025. Par ailleurs, un effort permanent d'amélioration est mené. En particulier, une mission de parangonnage internationale a été confiée à trois parlementaires par le Premier ministre. Elle rendra ses conclusions à l'été pour déterminer si les pratiques d'autres pays, notamment d'autres États membres de l'Union européenne, mériteraient d'être mises en œuvre également en France, et, plus globalement, pour évaluer la position de notre dispositif de protection des actifs stratégiques par rapport à ce que font nos grands partenaires économiques.

M. Alexis Zajdenweber, directeur général de l'Agence des participations de l'État, commissaire aux participations de l'État. L'Agence des participations de l'État (APE) a été créée, il y a un peu plus de vingt ans désormais, pour incarner la fonction de l'État actionnaire et se distinguer ainsi des autres rôles que l'État peut avoir vis-à-vis des entreprises, en particulier de celles dont il est actionnaire.

Notre doctrine d'intervention, qui n'a pas changé depuis sa dernière modification en 2017, s'articule autour de trois axes qui définissent les entreprises dans lesquelles nous pourrions avoir vocation à intervenir : entreprises stratégiques qui contribuent à l'indépendance de notre pays ; entreprises participant à des missions de service public, pour lesquelles le simple exercice des fonctions de régulation ou régaliennes de l'État ne suffit pas à assurer la préservation des intérêts publics ; entreprises en difficulté et dont la disparition pourrait entraîner un risque systémique ou une perte d'indépendance – un cas rare, dont la définition est assez étroite. Notre vocation n'est donc pas d'intervenir dans tous les secteurs de l'économie et auprès de toutes les entreprises : ce point est très important, nous sommes une administration qui a vocation à intervenir de manière exceptionnelle et dérogatoire.

Nous répondons à un strict principe de subsidiarité : notre intervention se justifie lorsque, d'une manière ou d'une autre, l'investisseur privé fait défaut et qu'il y a une justification particulière à notre intervention. Cela signifie que toutes les entreprises qui entrent dans les catégories que j'ai citées n'ont pas vocation à faire l'objet de notre intervention. Toute entreprise stratégique, par exemple, n'a pas forcément vocation à ce que nous intervenions ; elle peut faire l'objet d'un actionnariat privé.

Nos modalités d'intervention sont assez variées, mais elles se concentrent principalement autour du rôle d'actionnaire majoritaire, de contrôle ou de référence. Nous intervenons très rarement comme investisseur minoritaire aux côtés d'autres actionnaires majoritaires ou de contrôle. Nos secteurs d'intervention sont très liés à la souveraineté de notre pays et à l'importance qu'ils peuvent représenter pour son économie.

Enfin, notre intervention s'inscrit dans le cadre plus vaste de l'actionnariat public, aux côtés d'autres acteurs qui ont un rôle complémentaire, avec des fonctions et des modalités d'intervention différentes. Je pense évidemment à BPIFrance.

M. le président Emmanuel Mandon. Pour quelles raisons, selon vous, les opérations de retournement engagées dans notre pays pour financer les entreprises en difficulté sont-elles, le plus souvent, le fait de fonds étrangers, qu'il s'agisse de fonds de *private equity* ou de *hedge funds* ? S'agit-il d'une faiblesse des fonds de retournement français, d'une particularité de la structure de notre système financier, d'une absence d'initiative ou, au contraire, d'une orientation voulue par les pouvoirs publics ? Quelle est l'appréciation actuelle du ministère des finances sur cette question importante ? Peut-on envisager qu'elle puisse appeler, de la part de Bercy, des initiatives réglementaires ou d'autres natures ?

Qu'il s'agisse d'opérations de LBO agressives ou d'opérations de retournement, nous avons constaté qu'un certain nombre d'outils existaient pour permettre une remontée agressive de trésorerie vers le fonds, directement ou via diverses sociétés (holdings, sociétés d'acquisition, SCI, etc.). Je pense aux dividendes, aux *management fees*, aux frais de conseil ou aux loyers. Êtes-vous d'accord avec ce constat ? Les règles qui encadrent les remontées de trésorerie sont-elles aujourd'hui suffisamment rigoureuses ?

Enfin, à l'occasion d'une audition portant sur le groupe Atos, nous avons appris que l'ancien secrétaire général du Ciri qui a géré le dossier, M. Pierre-Olivier Chotard, a rejoint la banque d'affaires qui a géré l'opération de restructuration du groupe dans le cadre de la procédure de sauvegarde accélérée. N'y a-t-il pas là un risque sérieux de conflit d'intérêts, au-delà de la stricte lettre de la loi ? Cette situation vous paraît-elle conforme à une saine déontologie de la fonction publique ?

Mme Claire Cheremetinski. Sur la question de l'absence – ou, en tout cas, du manque d'acteurs français en matière de retournement – nous partageons, au moins en partie, le constat que vous posez. La difficulté de ce marché est qu'il est très segmenté. La grande majorité des entreprises en difficulté sont des entreprises dotées de peu de salariés, de peu d'actifs et d'un historique d'activité limité. Le potentiel de valeur pour un investisseur professionnel est donc minime au regard des risques pris et du temps consacré à ces dossiers pour permettre un suivi satisfaisant de l'opération de retournement, qui demande beaucoup d'accompagnement. Les dossiers les plus importants, notamment en nombre de salariés, ne sont pas assez nombreux pour constituer une profondeur de marché qui permette l'émergence d'un segment semblable à celui du capital-investissement *in bonis*, qui, lui, est plus dynamique sur la place de Paris.

Le marché du retournement est également caractérisé par une volatilité marquée des rendements, ainsi que par des risques financiers, opérationnels et réputationnels plus importants que sur le marché du capital-investissement *in bonis*. Cela requiert aussi une présence opérationnelle très forte des équipes d'investissement auprès des entreprises reprises, ce qui génère un besoin de concentration d'acteurs qui fait que ces derniers ne sont pas français.

Cela nous a conduits à lancer un fonds de fonds dédié au retournement, opéré par BPIFrance, constitué en 2016 et doté de 125 millions d'euros (M€) sur le programme d'investissements d'avenir. L'objectif était d'essayer de développer un écosystème de fonds d'investissement privés se positionnant sur les opérations de retournement pour les entreprises en difficulté qui nous paraissaient relever des secteurs les plus stratégiques pour la France. L'intervention de ce fonds a permis de faire émerger quelques équipes de gestion de fonds de retournement sur la place de Paris. On peut considérer que ce n'est pas encore assez et que cela demande sans doute encore à être développé, mais c'est l'effort que l'État a consacré à ce sujet, qui est en effet important.

Les opérations de LBO, notamment les opérations de retournement qui peuvent se traduire par ce que vous avez qualifié de « remontée agressive de dividendes » vers les investisseurs, ne relèvent pas directement de la DG Trésor. C'est une question qu'il faudrait davantage poser à la Chancellerie, car les règles en jeu relèvent du code de commerce. Je vous invite donc à poser ces questions à la Chancellerie. S'il y a des questions de cette nature dans le questionnaire que nous allons vous retourner, je veillerai à ce que nous puissions nous articuler avec les services de la Chancellerie pour vous apporter des réponses.

Vous avez mentionné la situation particulière de M. Pierre-Olivier Chotard, ancien secrétaire général du Ciri. Je comprends que votre question porte sur le fait qu'il a géré au moins une partie du dossier Atos au Ciri avant de rejoindre une banque d'affaires. Vous avez omis de préciser de quelle entreprise il s'agissait, c'est pourquoi j'ai supposé qu'il s'agissait d'Atos. Comme vous le savez, le départ de l'administration d'un agent public ayant un certain niveau de responsabilité est soumis à la Haute Autorité pour la transparence de la vie publique (HATVP) ou au déontologue ministériel. Pour M. Pierre-Olivier Chotard, c'est le déontologue ministériel qui était compétent. Il a été saisi et a estimé que ce départ était possible. Je n'ai pas davantage de commentaires à formuler sur ce sujet.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous vous avons déjà auditionnés. Je vous propose donc que nous allions droit au but, car il s'agit d'un huis clos. Dans ce cadre, vous pourrez sans doute nous fournir des éléments supplémentaires par rapport à une audition publique. Nous avons un certain nombre de questions précises pour lesquelles il serait bon de nous apporter des réponses courtes et ciblées.

Commençons par Europlasma, d'autant que nous auditionnons son président-directeur général (PDG) ainsi que M. Laurent Collet-Billon, ancien directeur général de l'armement et, par ailleurs, vice-président d'Atos. C'est une personne que l'on retrouve souvent, qui vient lui aussi de la haute administration et qui a fait ce parcours entre la haute administration et les conseils d'administration.

Sur Europlasma, estimez-vous crédible l'annonce d'une cession à hauteur de 150 M€ des activités de défense, au regard du contrat d'investissement ? Pensez-vous que cette annonce d'un investisseur prêt à reprendre ces activités pour 150 M€ soit crédible ? N'y a-t-il pas là un risque de manipulation de cours ? Avez-vous des nouvelles de cet « investisseur-mystère » ?

M. Philippe Lagrange, délégué interministériel adjoint. Europlasma a informé les services du ministère de l'économie et des finances en amont de sa communication publique sur l'ouverture de cette négociation exclusive pour la vente de sa branche « Défense ». Depuis, nous avons pris contact avec le dirigeant de cette entreprise, qui n'a pas souhaité nous communiquer le nom de ce repreneur potentiel, invoquant le secret des affaires. Nous n'avons donc pas d'informations à vous communiquer sur le nom de l'entreprise qui serait potentiellement acheteuse ou intéressée par ce volet Défense.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'ai fait un signalement, comme vous le savez, à l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui a annoncé une enquête pour possible manipulation de cours. Avec toutes vos compétences et votre connaissance du dossier, est-il crédible que 150 M€ soient proposés pour reprendre ces activités de défense, alors qu'elles ont été achetées pour quelques millions d'euros et que l'on sait que les appareils productifs sont vétustes et n'ont pas fait l'objet d'investissements ?

M. Philippe Lagrange. Des contacts sont pris régulièrement avec le dirigeant de l'entreprise, qui sera d'ailleurs prochainement reçu à Bercy. L'objectif est d'obtenir des informations sur le nom du repreneur potentiel et sur la crédibilité de l'offre et d'appréhender la réalité et l'effectivité des propos qui ont été tenus dans la presse. À ce stade, je n'ai pas d'informations complémentaires à vous communiquer.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Le PDG d'Europlasma a indiqué à notre commission, en audition publique, qu'il avait été sollicité par le Ciri pour plusieurs entreprises en difficulté. Je rappelle qu'Europlasma est lié à Alpha Blue Ocean, à M. Pierre Vannineuse, aux Bahamas et aux obligations convertibles en actions assorties de 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. À ma connaissance, cela n'a pas été le cas et le Ciri ne tient pas de fichier d'acheteurs potentiels. En réalité, lorsqu'une entreprise est en restructuration, une publicité est d'abord faite sur sa situation pour que des repreneurs potentiels puissent se manifester. Ensuite, le choix du repreneur relève du tribunal de commerce. C'est de cette manière que nous fonctionnons.

Mme Oumnia Alaoui, secrétaire générale adjointe du comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri). Dans le cadre des procédures amiables, lorsque des repreneurs ou des investisseurs sont recherchés, des banques d'affaires sont le plus souvent sollicitées. Elles font ce travail en contactant une diversité d'acteurs. Du côté du Ciri, nous n'intervenons pas directement pour choisir un repreneur.

M. Philippe Lagrange. En ce qui concerne la Mire, il n'existe bien sûr pas de liste de fonds que nous appellerions parce qu'il y a des entreprises en difficulté. Je rappellerai, sur le dossier Europlasma, que la reprise de Fonderie de Bretagne a été validée par le tribunal de commerce en avril. C'est le seul juge de la validité de

l'offre qui a pu être présentée et des conditions qui y étaient associées. L'État n'est pas intervenu sur ce point, si ce n'est en apportant, sous conditions, un prêt du Fonds de développement économique et social (Fdes) qui, pour le moment, n'a pas du tout été décaissé, dans la mesure où les conditions substantielles liées au versement des premières tranches de ce prêt ne sont pas encore remplies à ce jour.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Me confirmez-vous que le PDG d'Europlasma a menti en audition en affirmant que le Ciri les aurait sollicités ? Ensuite, il nous indique que son engagement dans la reprise était de 15 M€ de fonds propres en trois ans et qu'il en est à 9 M€ en moins de deux ans. En somme, il nous dit : « *Nous avons bien fait le travail, mais c'est l'État qui est en faute.* » Il ne le dit pas ainsi, mais cela revient au même. L'État, qui s'était engagé sur un ratio d'un pour un, n'aurait versé que 4 M€. Ces informations sont-elles exactes ?

M. Philippe Lagrange. Si cela concerne Fonderie de Bretagne, je rappelle que le prêt du Fdes se monte à 7 M€, dont 5,5 M€ financés par l'État et 1,5 M€ cofinancé par la communauté d'agglomération de Lorient.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Sur Valdunes, ils prétendent avoir investi 9 M€ de fonds propres, mais que l'État n'a versé que 4 M€. Ce serait donc à cause de ce dernier, qui n'aurait pas suivi ses engagements en matière d'aide publique, que la situation est ce qu'elle est. Ces informations sont-elles exactes ?

M. Philippe Lagrange. Je n'ai pas la totalité des éléments sur le montant des versements et les raisons pour lesquelles le montant supplémentaire n'aurait pas encore été versé.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Atos est au cœur de notre commission d'enquête, puisque l'entreprise est aujourd'hui aux mains de quelques fonds étrangers après le plan de sauvegarde accéléré de 2024, qui a favorisé ses créanciers et entraîné une perte de souveraineté pour l'État français sur la première entreprise de services numériques de France. Comment le ministère suit-il ce dossier depuis 2022 ? À quel niveau et à quelle fréquence ? Quel rôle a joué le ministère au moment de décider le plan de sauvegarde accéléré pour 2024 ? Et notamment, quels ont été vos échanges avec les banques françaises ? Pourquoi se sont-elles retirées de l'affaire ?

Mme Claire Cheremetinski. Le dossier Atos a été suivi par l'ensemble du ministère de l'économie et des finances. S'agissant de l'intervention de la DG Trésor, nous sommes intervenus début 2024 par l'intermédiaire du Ciri, à la sollicitation du groupe. C'est ainsi que le Ciri commence son travail : il est sollicité par l'entreprise. Le groupe se trouvait alors en difficulté depuis quelque temps. Nous avons donc exercé la fonction habituelle du Ciri, c'est-à-dire un rôle de stabilisation et de médiation indispensable à la recherche d'une solution pérenne.

Pour une entreprise comme Atos, il est clair que la recherche d'une solution pérenne prend du temps et est compliquée. C'est une grosse entreprise avec des éléments stratégiques pour la France. Tout cela nécessite une bonne articulation de tous les services de l'État et je pense que nous avons très bien travaillé avec nos collègues de la DGE et de l'APE sur ce dossier. L'idée n'est pas de se substituer à

la direction d'Atos, mais d'accompagner la recherche d'une solution avec les créanciers et celle d'une solution de reprise. Dans le cadre de sa mission, le Ciri accompagne les entreprises en difficulté aux côtés des administrateurs judiciaires, le cas échéant, afin de négocier une solution de restructuration avec l'ensemble des parties prenantes.

En l'occurrence, nous avons accordé un prêt Fdes en avril 2024 pour stabiliser la situation dans l'attente d'une solution globale aux difficultés du groupe. En contrepartie de ce prêt, nous avons obtenu un droit de regard renforcé sur les actifs stratégiques pour notre souveraineté. Il y avait eu une identification préalable par la DGE du périmètre des actifs strictement stratégiques. Ces droits privilégiés, obtenus en échange du soutien et de l'accompagnement de l'État dans l'opération de restructuration, pouvaient aller jusqu'au veto sur certaines décisions concernant ces actifs. Ce prêt Fdes a d'ailleurs été accordé dans des conditions de marché, avec un taux d'intérêt qui correspondait au niveau de risque que représentait l'opération.

Dans cette opération, l'État a poursuivi une ligne constante. L'idée était de sécuriser les activités stratégiques et non d'administrer l'ensemble du groupe, c'est-à-dire de ne se substituer ni à la direction de l'entreprise, ni aux propriétaires, actionnaires ou créanciers, mais bien de préserver les activités stratégiques. Cela a été mené en bonne collaboration avec la DGE et avec l'APE.

M. Thomas Courbe. Effectivement, nous avons mené une analyse des activités qui nous semblaient les plus stratégiques au sein d'Atos. L'essentiel de ces activités est tourné autour du calcul haute performance et a été repris. Une autre activité stratégique (Worldgrid) a été reprise par Alten. Il nous a semblé que l'ensemble de ces deux reprises permettait de sécuriser les activités les plus stratégiques du groupe auprès d'acteurs de confiance.

M. Alexis Zajdenweber. L'intervention de l'APE dans ce dossier s'est toujours limitée, de manière délibérée, aux activités identifiées comme sensibles ou stratégiques. D'ailleurs, nous avons toujours refusé, en tant qu'actionnaires, d'intervenir au niveau du groupe, considérant que l'ensemble du groupe ne justifiait pas cette intervention – ce qui rejoint ce que j'ai pu dire dans mon propos liminaire. Par ailleurs, la situation, qui impliquait de nombreux créanciers, aurait amené l'État à jouer un rôle de financeur en dernier ressort de ces créanciers, ce qui n'est pas notre objet ni un bon usage des fonds publics.

Notre intervention s'est donc circonscrite aux actifs identifiés comme sensibles ou stratégiques. M. Courbe a rappelé que ces actifs comprenaient, en premier lieu, le « cœur » le plus stratégique – c'est-à-dire ce qui est redevenu, il y a quelques semaines, Bull – qui concentre les activités de calcul intensif, les supercalculateurs, ainsi que les activités dans le champ des infrastructures liées à l'intelligence artificielle et au quantique : cette activité a été rachetée, l'opération s'est terminée fin mars 2026 et l'État est donc actionnaire à 100 % de ces activités. Les autres actifs mentionnés par M. Courbe et Mme Cheremetinski sont, en second lieu, Worldgrid, une filiale d'Atos cédée à Alten, et des activités logées dans les divisions Mission-Critical Systems (MCS) et Cyberproducts.

Notre intervention directe a commencé au début de l'année 2024, à partir du moment où les discussions qui étaient en cours avec Airbus pour le rachat de ces activités, entre autres, ont échoué. Lorsqu'Airbus a indiqué qu'il n'examinait plus ce rachat, cela a conduit à notre intervention. C'est à ce moment-là que nous sommes entrés dans ce dossier et que nous avons, au fil des mois, mené des négociations avec le groupe pour acheter ses activités, en tout cas celles que nous avons acquises à la fin mars de cette année.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Sommes-nous bien d'accord que la procédure concernant les investissements étrangers en France (IEF) n'a pas été déclenchée ?

Mme Claire Cheremetinski. En l'occurrence, ces activités ont été reprises à 100 % par l'État. Il n'y avait donc pas lieu de déclencher une procédure IEF.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je ne comprends pas, parce qu'il me semble que si Bull comprend les supercalculateurs, il reste toutes les activités stratégiques de Mission-Critical Systems (MCS) et de Cybersecurity Products (CS).

M. Alexis Zajdenweber. MCS et Cybersecurity Products étaient dans le périmètre de nos discussions, au début, mais il n'a jamais été envisagé que ce soit l'État qui les reprenne *in fine*. Nous considérons que ces activités étaient moins centrales dans nos discussions. Par ailleurs, nous avons tenu compte de la volonté des nouveaux dirigeants d'Atos de ne pas les céder à ce stade. Le cadre qui avait été défini, notamment à travers l'action de préférence qui nous avait été concédée, permettait de s'assurer de la protection de nos intérêts sans attendre une éventuelle cession qui aurait vocation à intervenir ultérieurement. Il était entendu, par ailleurs, qu'aucune cession ultérieure de ces actifs ne serait possible sans revenir vers l'État pour en discuter, à l'image de ce qui a été fait pour Worldgrid.

Donc le cadre défini à l'occasion de la prise de cette action de préférence, à la suite du prêt consenti en avril 2024, offrait suffisamment de protection pour que nous puissions considérer qu'il n'était plus nécessaire, à ce stade, de les inclure dans le périmètre de nos discussions.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous avez laissé ces activités être intégrées dans une holding de droit néerlandais qui donne la priorité aux créanciers. Or c'est un droit beaucoup plus favorable aux créanciers que le droit français. Si, par exemple, la situation d'Atos se dégradait très fortement, nous sommes donc extrêmement inquiets pour toutes ces activités qui ne sont pas petites, contrairement à ce que vous laissez entendre. D'ailleurs, je rappelle qu'Airbus avait fait une proposition à 1,8 milliard d'euros (Md€), alors que vous reprenez Bull pour 700 M€. C'est bien qu'il y a des activités extrêmement sensibles et importantes qui ne sont pas dans le périmètre. Qu'est-ce qui, aujourd'hui, permet à l'État de dire que ces activités sont bel et bien protégées ? Pouvez-vous l'affirmer aujourd'hui ?

M. Alexis Zajdenweber. Oui, tout à fait. Tout d'abord, le périmètre de l'offre faite par Airbus était beaucoup plus vaste que les actifs que nous avons rachetés. Il comprenait des actifs dont nous avons toujours considéré qu'ils n'étaient pas stratégiques. Cela correspondait à ce que regardait Airbus, mais cela n'a jamais

correspondu à notre définition de ce qui pouvait être stratégique ou sensible. C'est une fois qu'Airbus a indiqué ne plus être en discussion pour reprendre ces activités (et beaucoup d'autres) que nous avons examiné un périmètre plus réduit. Cela explique ce décalage, qui est donc logique.

Ensuite et comme je vous l'ai indiqué, des droits spécifiques sur les actifs que vous avez mentionnés nous permettent – en cas, par exemple, de décision de cession de ces actifs – d'exercer nos droits et de les protéger. Nous considérons aujourd'hui que ces actifs sont suffisamment protégés dans ce cadre et nous n'avons pas d'inquiétude sur notre capacité à jouer notre rôle pour les protéger.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pouvez-vous préciser quels sont ces droits ?

M. Alexis Zajdenweber Les actifs sont ceux que vous mentionniez : l'activité MCS, qui travaille notamment pour le ministère des armées français et pour d'autres ministères des armées étrangers ; une petite partie des activités de Cybersecurity Products. C'est dans ce champ que se situent aujourd'hui les actifs restés dans le « grand Atos », mais couverts par le champ de l'action de préférence.

Ces droits prévoient, par exemple, un agrément préalable de l'État sur tout projet de transfert à un tiers d'un actif sensible ou de titres d'une filiale stratégique ou d'entrée d'un tiers au capital d'une filiale stratégique. En cas de refus, nous pouvons acquérir (ou faire acquérir) les titres (ou l'actif) par le tiers que nous souhaitons.

Nous avons le droit de nommer cinq membres au comité de sécurité, puisqu'il y a, par ailleurs, une convention de sécurité qui précise et régit les relations d'Atos avec l'État au sujet de ces actifs.

Nous avons le droit de nommer un représentant sans voix délibérative (censeur) au conseil d'administration de Bull SA – et c'est bien le cas aujourd'hui.

Nous avons un veto sur toutes les modifications des statuts de la société et des filiales stratégiques susceptibles d'affecter les droits de l'État, sur le transfert à l'étranger du siège social ou du centre de décision de la société et sur tout transfert de droits de propriété intellectuelle et industrielle.

Nous disposons également de droits d'information renforcés sur l'avancement et la performance des projets liés aux actifs sensibles.

Enfin, tous les membres des organes d'administration et de surveillance de la société doivent être des citoyens français, résidant en France.

Voilà la nature des droits que nous avons obtenus dans le cadre de cette action de préférence et qui figurent dans les statuts de la société.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Cela s'impose-t-il au droit néerlandais ?

M. Alexis Zajdenweber. Ces droits sont, bien sûr, applicables à la société en question du fait de ses statuts. Ce sont les statuts d'une société de droit français, donc c'est bien le droit français qui s'applique.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Qu'en est-il de tous les services numériques, FranceConnect, antai.gouv.fr, etc., tout ce qui fait à peu près 70 % de l'activité d'Atos et qui ferait s'arrêter le fonctionnement de la nation si jamais cela ne fonctionnait plus ou était cédé à on-ne-sait qui ? Il n'y a rien dessus ?

M. Alexis Zajdenweber. Ces activités ne se situent pas dans le champ que je viens de décrire. Lors de l'examen de la pertinence et de la sensibilité stratégique des biens, il a été considéré que ces différentes activités ne relevaient pas de la sensibilité stratégique, soit parce qu'elles faisaient l'objet de possibles alternatives par d'autres prestataires français, soit parce que leur nature ne justifiait pas qu'on les qualifie de « stratégiques ». C'est un élément d'appréciation qui a été partagé par l'ensemble des services de l'État.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. La DGA a demandé en 2023 à Eviden, donc à Atos, de regrouper au sein d'une même structure (Avantix) les activités de défense d'Atos. Or, d'après les représentants du personnel d'Atos que nous avons auditionnés vendredi dernier, les créanciers-actionnaires – donc ces fameux fonds d'investissement spéculatifs étrangers – auraient demandé à bloquer cette opération qui devait être effective au 1^{er} janvier dernier. Êtes-vous en mesure de confirmer ces informations ?

M. Alexis Zajdenweber. Je n'ai pas cette information sur cette demande de la DGA et ne peux pas vous répondre. Je vais vérifier ce point et vous répondrai ultérieurement par écrit.

M. Thibaut Monnier (RN). J'ai découvert que l'APE détenait des participations dans le casino d'Aix-les-Bains. En même temps, vous nous expliquez que certaines activités d'Atos – et même des systèmes critiques – ne seraient pas considérées comme stratégiques. J'aimerais donc connaître précisément votre doctrine.

Je vous avoue que, comme défenseur de la souveraineté française, je suis assez étonné de ce genre de participation et, parallèlement, de votre non-prise de participation au capital d'Atos.

M. Alexis Zajdenweber. C'est un cas purement anecdotique ! Le portefeuille de l'État actionnaire est le fruit de l'héritage d'un temps long, voire très long... Il se trouve que, pour des raisons historiques, lorsque la Savoie a été rattachée à la France, l'État s'est substitué au royaume de Piémont-Sardaigne au capital du casino d'Aix-les-Bains. C'est totalement secondaire et lié à l'histoire, cela ne représente qu'une part minoritaire... et ce n'est, en aucune manière, à mettre sur le même plan que les décisions que nous pouvons être amenés à prendre aujourd'hui ; que l'appréciation que nous pouvons faire du caractère stratégique ou non de certaines activités, de notre capacité (ou de la nécessité) à intervenir, de la bonne préservation des intérêts patrimoniaux et financiers de l'État et, évidemment, de la défense de notre souveraineté.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Je m'intéresse à la question du pilotage politique de ce dossier. J'aimerais savoir à quelle fréquence vous êtes amenés à rendre compte directement au ministre, sur ce dossier, et quelles sont les directives

qui sont données par son cabinet et par lui-même. Quelle appréciation fait-il, lui, du caractère stratégique de l'entreprise dans son ensemble ? Dans l'audition qui a précédé, Mme Hélène Bourbouloux nous a expliqué qu'elle considérait, lorsqu'elle était chargée du dossier, qu'Atos était, dans sa globalité et même *par* sa globalité, une entreprise « critique ».

M. Alexis Zajdenweber. En ce qui nous concerne, la relation avec le ministre sur ce dossier est « classique » et normale. Nos décisions sont soumises, évidemment, à son approbation. Nous avons tenu les différents ministres qui se sont succédé au fil de la période informés de l'état d'avancement de nos discussions. Au fil du temps, la ligne n'a pas varié : l'intervention de l'État pouvait se justifier, mais elle devait rester proportionnée, se faire en veillant à la bonne préservation des deniers publics et se limiter au champ des actifs jugés stratégiques par l'ensemble des services de l'État concernés.

S'agissant de ce qu'a pu dire Mme Hélène Bourbouloux, je me fie au compte rendu que vous faites de ses propos. Son rôle n'est pas exactement le même que le nôtre dans cette procédure et les appréciations peuvent être variables selon les points de vue adoptés. Je le redis : l'ensemble des services de l'État concernés ont eu l'occasion d'examiner ce qui était jugé sensible et stratégique dans le groupe et il n'a jamais été considéré que l'ensemble du groupe constituait un actif critique ou stratégique, mais uniquement certaines de ses activités – celles pour lesquelles, comme je l'ai déjà mentionné, des solutions *ad hoc* ont été trouvées.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Parmi ces activités « hyper-stratégiques », il y a évidemment le calcul à haute performance. Or, au moment même où vous travaillez à la nationalisation de Bull, l'État a passé un contrat avec Orange, dont il est aussi actionnaire, en partenariat avec HP pour fournir des capacités d'intelligence artificielle. Avez-vous envisagé la possibilité que Bull et Orange travaillent ensemble et que l'État ait une sorte d'action cohérente dans le domaine du calcul à haute performance ?

M. Alexis Zajdenweber. L'État, représenté par plusieurs ministres, a eu l'occasion de se réjouir lorsque, fin mars-début avril, l'opération a pu se conclure. Nous avons beaucoup d'ambition pour Bull, nous pensons que c'est une très belle société, avec des compétences de premier ordre, et qu'elle peut jouer un rôle tout à fait essentiel dans la fourniture à la France, à l'Europe et même à beaucoup de pays dans le monde de capacités de calcul à la pointe de ce qui se fait dans ce domaine. Il est bien évident que nous souhaitons que Bull soit le champion européen au plan mondial et que, dans toute la mesure du possible, les autorités tant françaises qu'européennes puissent avoir accès à une offre performante de Bull. Cela permettrait, au moins pour cette partie de la chaîne de valeur, de disposer d'une solution la plus française, la plus européenne et donc la plus souveraine possible.

Bull et Orange travaillent ensemble et nous avons fortement incité l'un et l'autre à se parler. Je crois que les discussions sont très bonnes. Je ne doute pas que, dans le futur, des offres conjointes sur ces sujets (ou sur d'autres) puissent être élaborées et que des travaux en commun puissent se développer. C'est une évidence

et nous sommes très désireux que nos entreprises puissent intelligemment travailler ensemble.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous avez dit que l'un des objectifs de l'État, dans ce dossier, était de ne pas être le financeur en dernier ressort des créanciers. Je crois que, sur ce point, nous pourrions être assez nombreux à être d'accord. Cependant, le schéma qui se dessine ne conduit-il pas, pour dire les choses crûment, les créanciers à devoir finir par se « payer sur la bête » ? C'est la question que nous nous posons et je préfère le faire franchement.

Mme Claire Cheremetinski. S'agissant du périmètre restant dans Atos, la difficulté à laquelle nous étions confrontés dans la conduite de l'opération était que le niveau de dette était insoutenable. C'est ce qui a conduit à une opération de restructuration financière qui a été validée par le tribunal de commerce de Nanterre en octobre 2024. Celui-ci a validé un accord qui repose sur la conversion en capital de près de 3 Md€ de dettes existantes, la conversion en nouvelles dettes à maturité plus longue (plus de six ans) de 2 Md€ d'autres dettes et l'injection de nouvelles liquidités, pour un montant de 1,75 Md€, sous forme de nouvelles dettes à maturité longue (cinq ans) et d'augmentation de capital.

Cette opération de restructuration est intervenue à l'issue d'un processus où nous avons essayé de trouver d'autres solutions de reprise. Nous n'en avons pas trouvé et la seule solution pour la pérennité de l'entreprise a été cette opération de restructuration financière, qui a tout de même mis à contribution de manière très importante les créanciers de la société Atos. Cette opération a vocation à permettre d'assurer la viabilité à plus long terme de l'entreprise. En tout cas, c'est dans cette optique que le tribunal de commerce a pris cette décision.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Votre réponse m'inquiète. En tant que parlementaire, quand vous dites que vous n'êtes pas au courant du fait que la DGA demandait à Eviden de regrouper dans Avantix toutes les activités de défense d'Atos, cela me préoccupe : en vérité, c'est dans la presse, nous, nous sommes au courant... et comment se fait-il que Bercy ne le soit pas ? Quelles sont vos relations et comment communiquez-vous avec la DGA sur des dossiers comme celui-ci ?

M. Alexis Zajdenweber. Je n'ai pas cette information. C'est peut-être dans la presse, que j'essaie de lire, mais cela m'a échappé. Je propose de vous répondre par écrit, sur ce point, de manière très précise. Il n'y a rien à cacher.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je profite du fait que l'APE et le Trésor sont ici. L'un de vos services était-il au courant de cette demande de la DGA ? Et l'un de vos services est-il au courant qu'il y aurait eu un refus par les créanciers-actionnaires de regrouper toutes ces activités au sein d'Avantix, qui est une entité française ? Vous comprenez bien que cela nous inquiète, parce que quand vous nous dites « *Tout va bien, Madame la marquise.* » sur les activités sensibles et qu'on apprend certaines informations, vous-même devriez vous inquiéter, je pense.

M. Alexis Zajdenweber. Je ne crois pas avoir dit « *Tout va bien* » et certainement pas « *Madame la marquise* »... Je vous ai fait état des droits dont nous

disposons et qui nous amènent aujourd'hui à considérer que la situation actuelle ne présente pas un danger concernant les intérêts de l'État vis-à-vis de ces activités.

Sur le reste, je vous ai répondu et ne vais pas faire de commentaires puisqu'il s'agit essentiellement, si j'ai bien compris, de propos rapportés par des organisations syndicales ou des salariés du groupe.

Je vais prendre l'information que je n'ai pas aujourd'hui directement auprès de la DGA. Je ne peux pas confirmer les dires des salariés que vous citez à ce stade, mais je reviendrai vers vous après avoir vérifié.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pourquoi l'État n'a-t-il pas souhaité recapitaliser l'entièreté d'Atos ou, en tout cas, l'entièreté du périmètre des activités sensibles, y compris les activités MCS et de cybersécurité, sans parler de l'infogérance ?

M. Alexis Zajdenweber. Une recapitalisation du groupe aurait signifié mettre de l'argent public au milieu d'une restructuration dans laquelle des créanciers étaient massivement présents. Cela aurait conduit mécaniquement à un transfert d'argent public au bénéfice de créanciers privés. Ce n'est pas notre rôle, je pense que ce n'est pas une bonne idée : telle est ma conviction.

Concernant les actifs sensibles ou stratégiques, je vous ai expliqué comment le sujet avait été abordé. En fin de compte, je pense que les solutions que nous avons retenues sont de bonnes solutions, respectueuses de la défense des intérêts de l'État, des intérêts de notre pays et également du bon emploi des fonds publics dont nous sommes tous collectivement garants.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Puisque l'objectif est de ne pas utiliser l'argent public pour rembourser les créanciers, existe-t-il une procédure légale qui aurait pu permettre de reprendre des activités du fait de leur caractère stratégique sans payer les créanciers ? Si une entreprise comme Atos dépose le bilan, elle ne vaut plus rien. L'État pourrait reprendre le contrôle sans reprendre la dette. Cette procédure, qui vous paraît peut-être baroque, est-elle une éventualité ? Devrions-nous créer un cadre pour permettre ce genre de choses et reconnaître qu'en réalité, certains ont joué et ont perdu, mais que ce n'est pas à la puissance publique, à la société tout entière, de faire les frais de ce mauvais calcul ?

M. Alexis Zajdenweber. Il existe toujours la possibilité de racheter des actifs et le produit de la vente de ces actifs va à leur propriétaire, c'est-à-dire à la société. En l'occurrence, ce que nous avons fait est précisément racheter des actifs.

Dans ce dossier, nous avons identifié les actifs et, pour chacun d'eux, avons, au fil d'une longue discussion, trouvé la solution qui nous paraît la meilleure, c'est-à-dire le rachat des actifs à la société s'agissant de Bull. Nous n'avons jamais discuté avec ses créanciers, nous n'avons pas l'intention (et aucune envie) de le faire : nous avons discuté avec la direction du groupe et racheté les actifs que nous jugions, en tant qu'actionnaire public, nécessaire de racheter. Le cadre juridique actuel le permet et je ne vois pas de raison de le changer en la matière.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). S'agissant d'actifs stratégiques dont la vente est conditionnée aux autorisations de l'État, je crois ne pas me tromper en

disant qu'il n'y a pas en réalité de « prix de marché » pour ces actifs. Si on a fixé un prix de 700 M€, on est très loin de la valorisation, par exemple, du cours de Bourse.

La représentation nationale, à plusieurs reprises, s'est prononcée en faveur de la nationalisation et j'ai déposé un amendement en commission des finances qui a dû faire sourire les spécialistes, puisque j'avais demandé une nationalisation à 270 M€, comprenant bien que cela représentait aussi un rachat du passif. J'aimerais savoir quelle réaction suscitent au sein du ministère, en particulier du cabinet du ministre, ces velléités de l'Assemblée nationale.

M. Alexis Zajdenweber. Je n'ai pas vocation à m'exprimer à la place des cabinets ou des ministres. Je me contenterai de me référer aux prises de position publiques et répétées qui ont été celles des ministres successifs compétents, y compris à l'occasion des débats parlementaires et des votes auxquels vous faites référence : il a toujours été dit clairement que l'État ne souhaitait pas nationaliser l'ensemble d'Atos et ne pensait pas que c'était la bonne solution.

En ce qui concerne la valeur des actifs, ce n'est pas parce qu'un actif n'est pas coté et qu'il n'a donc pas un « prix de marché » au sens boursier du terme que ledit actif n'a pas de valeur. Nous avons discuté et négocié – cela fait partie de notre métier et de notre compétence – pour établir au plus juste la valeur des actifs que nous rachetions. Il n'aurait pas été normal, pour les dirigeants de la société, de les vendre à un prix qui n'était pas le bon, ni, pour nous, de les acheter à un prix qui aurait été excessif. La valeur que nous avons payée est celle que nous estimons être la bonne, sur la base de toutes les informations collectées et des audits approfondis qui ont été réalisés.

Nous avons aujourd'hui une société qui s'appelle Bull, qui a une belle perspective devant elle et qui sera un acteur, dans son domaine de compétence, du renforcement de notre souveraineté dans le champ numérique et au-delà.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous remercie. J'ai une question. Énormément de spécialistes et d'experts considèrent que le fait d'avoir arraché Bull et les supercalculateurs du reste d'Atos fragilise à la fois l'entité « Supercalculateurs » et le reste d'Atos, dont les activités sensibles dont on a parlé. Il y avait sans doute une logique à ce qu'Airbus veuille justement reprendre une entité beaucoup plus vaste. Que répondez-vous à cela ?

M. Alexis Zajdenweber. Je suis en désaccord. Cela fait partie des points qui ont été très finement analysés et il n'y a aucune espèce d'adhérence technologique, économique ou commerciale entre les activités que nous avons rachetées, qui constituent un périmètre cohérent en soi, et le reste du groupe Atos. Quant à la pertinence des interactions entre ces différentes activités, au regard de la situation d'Atos, je pense que c'est aussi une conviction que les dirigeants d'Atos eux-mêmes se sont forgée. Il était très clair qu'il n'y avait pas d'adhérence et pas de danger pour l'activité que nous avons rachetée à être séparée du reste, au contraire... et réciproquement.

Quant au choix d'Airbus de fixer un périmètre, il ne m'appartient pas de me prononcer. La direction d'Atos, à l'époque, avait entamé un projet de séparation et il est donc assez logique qu'Airbus ait regardé une partie déjà en voie de séparation du reste du groupe. Comme vous le savez, la direction actuelle a souhaité revenir complètement sur cette logique, considérant que les périmètres dans lesquels tout cela avait été tracé ne faisaient pas beaucoup de sens.

Je suis très sûr du bon périmètre, très sûr de sa viabilité et très sûr du fait que les interactions avec le reste du groupe étaient, en réalité, extrêmement limitées. Il n'y a pas de dommage pour le reste du groupe ou pour les activités de Bull à se trouver séparés.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous ne considérez pas qu'aujourd'hui, l'entreprise se trouve en grande difficulté ? Tous les experts spécialisés sont quasiment unanimes pour dire qu'il y a un fiasco industriel, économique et social.

Mme Claire Cheremetinski. Nous n'avons pas vu Atos revenir auprès des services de l'État pour signaler des difficultés de nature à mettre en œuvre les procédures relatives aux entreprises en difficulté.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pensez-vous qu'Atos peut s'en sortir avec le « mur de dette » qui l'attend ? Quelle est sa stratégie ? Nous avons entendu son PDG en audition. Je ne sais pas si vous l'avez entendu, c'était assez catastrophique. Soit il se moquait de nous, soit, vraiment, c'est très grave. Il n'était au courant de rien, ne savait rien, ne savait pas ce qu'était une garantie de continuité, il ne répondait à quasiment rien. Je me suis dit que peut-être au moins l'État et Bercy ont une idée, puisque lui ne l'a pas, de la façon de sauver Atos, et je pense notamment au mur de la dette en 2028-2029 que vous connaissez parfaitement.

Mme Claire Cheremetinski. C'est le tribunal de commerce qui a jugé que la viabilité du groupe Atos était possible dans les conditions de restructuration qu'il a connues. La conduite de l'activité d'Atos relève désormais de la responsabilité de ses dirigeants et non de celle de l'État. La restructuration financière de 2024 a été sévère et a conduit à l'annulation d'une grande partie de la dette, précisément pour redonner à Atos les moyens financiers de son développement. À l'époque, il y a un an et demi, le tribunal de commerce a estimé que les conditions de cette restructuration permettaient d'envisager la viabilité du groupe. Vous avez indiqué avoir auditionné les dirigeants d'Atos : je pense que c'est à eux qu'il faut poser cette question, car l'État ne dispose pas de toutes les informations sur la situation de ce groupe.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous repose la question en tant que représentants de Bercy et de l'État français. Nous parlons de la première entreprise numérique de France, qui emploie 61 000 salariés et conserve des activités extrêmement sensibles dans le domaine militaire et celui du renseignement, sans compter l'infogérance de nombreux ministères. Il ne s'agit pas d'une PME, comme je l'ai d'ailleurs signifié au PDG d'Atos.

Ma question est simple : quelle est la stratégie de l'État ? Il me semble que vous ne pouvez pas vous contenter d'invoquer le tribunal de commerce. D'ailleurs, la réponse est toujours la même : « *C'est l'administratrice, c'est le tribunal de commerce. Ce n'est pas nous.* » Dans ce cas précis, vous ne pouvez pas vous dérober. Nous sommes face à une multinationale extrêmement stratégique pour la souveraineté de la France. Qu'est-ce que l'État prévoit ? Qu'a-t-il en tête pour Atos afin d'éviter un désastre à très court terme ? Vous n'ignorez pas le mur de la dette qui attend l'entreprise en 2028-2029. Ne me dites pas que vous croyez que « tout ira bien » à cet horizon ! Ce n'est pas possible.

Mme Claire Cheremetinski. Les réponses que nous vous fournissons collectivement démontrent que l'État ne s'est pas désintéressé de cette entreprise. L'État a mené une réflexion sur les activités qu'il jugeait stratégiques. Il les a isolées, en a pris le contrôle et a estimé, pour le reste, qu'il ne relevait pas de sa responsabilité d'assurer la viabilité de l'entreprise par une nationalisation. Je ne vois pas ce que je pourrais ajouter.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Les activités de MCS et de cybersécurité sont jugées suffisamment importantes pour être protégées par des garanties, obtenues notamment via cette action de préférence. Si, demain, les filiales concernées devaient déposer le bilan, quelles seraient nos options ? Un rachat ? Les laisser s'effondrer ? Par quels moyens pensez-vous que cet ensemble puisse tenir ? J'entends bien que l'on nous assure aujourd'hui de la viabilité de ces entreprises et de la poursuite de leurs activités, mais une grande incertitude pèse sur leur avenir. Je comprends que nous nous soyons prémunis contre le risque d'un rachat hostile ou d'une perte de contrôle, mais si tout cela aboutit à un dépôt de bilan dans deux ans, que ferons-nous ? Je ne me souviens plus de la date exacte de la fin des engagements, je crois que c'est 2028. Si, après 2028, nous nous heurtons à un mur, quelles sont les options de l'État ?

M. Alexis Zajdenweber. S'agissant spécifiquement des activités couvertes par l'action de préférence, je ne dispose d'aucun élément d'information indiquant aujourd'hui le moindre risque de dépôt de bilan. Rien ne le suggère. Évidemment, si le moindre signe apparaissait en ce sens, nous aviserions, le cas échéant, et nous nous poserions la question d'intervenir, en usant des droits qui sont les nôtres. Aujourd'hui, nous n'avons aucun indice que ces activités connaissent de telles difficultés. Il est très difficile de se livrer à des spéculations et à des hypothèses : nous jugeons sur la base des faits et des informations dont nous disposons.

Quant au reste du groupe, il s'agit, pour l'essentiel, d'une activité de services. Vous devez avoir conscience que cette activité dépend beaucoup de la perception qu'en ont les clients potentiels. Il n'est donc pas dans l'intérêt du groupe de répéter en permanence qu'il est au bord de la faillite, c'est même contraire à cet intérêt... Nous n'avons reçu aucune saisine, aucun élément, aucune alerte qui nous conduiraient à penser que le groupe serait aujourd'hui au bord de la faillite.

Nous avons fait ce que nous jugeons utile et pertinent avec toutes les contraintes qui sont les nôtres, y compris celle du bon emploi des deniers publics. Concernant les actifs qui relèvent de notre contrôle et de notre surveillance, nous

n'avons, à ce jour, aucun élément indiquant qu'ils sont en danger ou que les prestations qu'ils fournissent, notamment pour le ministère des armées, sont menacées d'une manière ou d'une autre.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Lors du plan de sauvegarde accélérée de 2024, les financiers sont devenus actionnaires d'Atos et ont pris une part importante du capital, supérieure à 10 % si on agrège toutes les participations. Quatre fonds d'investissement et des banques étrangères atteignent 30 % du capital, ce qui leur confère aujourd'hui un poids décisionnaire très important.

Ma question est la suivante : pourquoi n'y a-t-il pas eu de contrôle au titre des investissements étrangers en France (IEF) ? Cela vous interpelle-t-il ? N'y a-t-il pas là une énorme faille dans le dispositif, du fait de l'absence de ce contrôle ? Ne faut-il pas réfléchir à un renforcement de ce mécanisme ?

Nous voyons bien qu'il y a un problème. D'ailleurs, Mme Hélène Bourbouloux nous a bien confirmé, lors de son audition, que, de ce fait, un contrôle des investissements étrangers n'avait pas pu être mené. Est-ce bien pour cette raison ? Pour autant, est-il bien normal que quatre fonds étrangers puissent, avec 30 % de l'actionnariat, faire la pluie et le beau temps ?

Mme Claire Cheremetinski. À l'issue de la restructuration, les créanciers sont devenus actionnaires d'Atos, chaque actionnaire se situant assez nettement sous le seuil de 10 %. La question était de savoir si on pouvait considérer qu'il y avait eu une opération menant, d'une certaine manière, à un franchissement de concert du seuil de 10 %. Pour vérifier l'existence d'un franchissement de seuil qui aurait permis de déclencher la procédure de contrôle des IEF, il aurait fallu qualifier l'existence d'une action de concert entre les créanciers. Nous avons examiné ce sujet avec une grande attention.

Pour qu'il y ait action de concert, trois critères doivent être respectés : premièrement, l'existence d'un accord entre ces créanciers ; deuxièmement, un accord en vue d'acquérir ou d'exercer des droits de vote ; troisièmement, la mise en œuvre d'une politique commune vis-à-vis de la société pour en obtenir le contrôle. C'est le code de commerce qui définit ces critères. Nous avons estimé qu'ils n'étaient pas remplis en l'espèce, compte tenu de l'absence de stratégie commune autre que la protection des intérêts financiers de chacun. Chaque créancier voulait protéger ses intérêts financiers, mais il n'y avait pas d'intention commune à l'égard des grandes décisions stratégiques de la société.

De plus, ces créanciers n'étaient pas représentés au sein de la direction d'Atos. Ils ne sont pas devenus dirigeants de la société et n'ont pas de pouvoir de nomination sur ses dirigeants. Enfin, ils sont libres, à l'issue de l'opération, de gérer leur participation de manière autonome. Il n'y a pas de consultation entre eux pour savoir si l'un d'eux peut décider de céder sa participation.

Ces critères n'étant pas réunis, l'action de concert n'était pas caractérisée en l'espèce, ce qui a conduit à considérer qu'il n'y a eu de franchissement de seuil par aucun des actionnaires d'Atos, franchissement qui aurait permis le

déclenchement d'une procédure IEF. C'est la raison pour laquelle il n'y a pas eu de contrôle IEF sur le périmètre restant de la société.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Mais si nous nous rendons compte maintenant qu'il peut y avoir des décisions de concert, puisque plusieurs sources nous indiquent qu'ils ont agi de concert notamment pour empêcher le rassemblement des activités de défense dans Eviden, existe-t-il un moyen d'exercer, cette fois-ci, un contrôle ?

Mme Claire Cheremetinski. Si des éléments permettaient de considérer que la situation des actionnaires au capital d'Atos a changé et qu'ils avaient conclu postérieurement des accords permettant de caractériser une action de concert, nous aurions alors la possibilité d'exercer un contrôle IEF. Il faudrait pouvoir constater un changement de la situation dans le capital de la société ou une action de concert entre plusieurs actionnaires réalisant un franchissement de concert du seuil de 10 % de détention des droits de vote de la société.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quelles informations avez-vous sur l'évolution de cet actionnariat depuis la décision du plan de sauvegarde accélérée ?

Mme Claire Cheremetinski. Concernant la situation au sein de l'actionnariat d'Atos, il relève de la responsabilité des actionnaires de nous signaler s'ils ont décidé de mener une action de concert. C'est à eux de saisir l'État pour demander une autorisation. S'ils ne le font pas et que nous étions amenés à constater une action de concert, ils se trouveraient en violation de la réglementation IEF. Le ministre dispose alors de pouvoirs de police qui permettent, d'une part, de demander aux actionnaires de régulariser la situation et, d'autre part, si cette régularisation n'intervient pas et qu'aucune demande d'autorisation IEF n'est déposée, de prendre des sanctions.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Bercy a-t-il les moyens de diligenter une enquête sur l'évolution de la nature de l'actionnariat depuis le plan de sauvegarde et sur l'existence ou non d'une décision de concert ?

Mme Claire Cheremetinski. Diligenter une enquête ne fait pas partie de nos pouvoirs de police au titre du contrôle IEF. Cependant, si des informations nous parvenaient qui remettaient en question la nature du contrôle exercé sur Atos, il est toujours possible de réexaminer la situation.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Par exemple, si des représentants de salariés nous confirment de différentes sources qu'il y aurait bien une action de concert de ces actionnaires-créanciers, qui représentent au moins 30 %, sur le rassemblement des activités sensibles dans Eviden, ces faisceaux d'informations sont-ils suffisants pour que vous meniez l'enquête plus loin ? Sinon, qui le fait et comment ?

Mme Claire Cheremetinski. Sous le contrôle de mes collègues, en particulier du bureau qui s'occupe du contrôle IEF, l'État pourrait décider de demander des informations aux actionnaires, afin qu'ils confirment qu'il n'y a pas eu de changement et qu'aucun pacte d'actionnaires n'a été signé. C'est toujours une possibilité.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Ce que vous décrivez est donc une décision politique, celle d'aller plus avant ou non.

Par ailleurs, quel est le rôle de l'administrateur de référence, M. Laurent Collet-Billon, que nous allons auditionner à nouveau cet après-midi ?

M. Thomas Courbe. Il s'agit moins d'une décision politique que du fait qu'une lettre interrogeant les actionnaires devrait se fonder sur des informations laissant penser que la situation a changé. Aujourd'hui, ces informations ne nous sont pas parvenues et les propos que vous évoquez ne constituent pas une base suffisante pour une telle lettre. C'est donc plutôt ce critère de déclenchement qui importe, plus qu'une appréciation politique.

Mme Claire Cheremetinski. Je le confirme.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. M. Collet-Billon est vice-président du conseil d'administration d'Atos et administrateur de référence. Quel est son rôle ? A-t-il des relations avec Bercy ? Comment cela se passe-t-il ?

M. Alexis Zajdenweber. M. Collet-Billon a été associé de manière ponctuelle à nos discussions avec la direction du groupe, par celle-ci. Cependant, c'est évidemment avec M. Philippe Salle et la direction que les discussions ont eu lieu. En dehors de cela, je n'ai pas d'éléments autres que ce que l'on sait du rôle de membre d'un conseil d'administration. Je n'ai pas d'autres éléments à faire valoir : un administrateur de référence, vice-président du conseil d'administration, est un administrateur qui joue son rôle, c'est un peu tautologique...

M. Thibaut Monnier (RN). Si j'ai bien compris, vous considérez que certaines activités d'Atos, comme les systèmes critiques, ne sont pas forcément considérées comme stratégiques parce qu'il existerait d'autres prestataires. Pouvez-vous nous fournir une liste de prestataires souverains ? C'est une question de profane, pour savoir si d'autres solutions existent.

M. Alexis Zajdenweber. Quand je faisais allusion à l'existence de solutions alternatives, je parlais du reste du groupe.

S'agissant des activités de systèmes de missions critiques, certaines, menées pour le compte du ministère des armées, sont bien qualifiées de « stratégiques ». La discussion a conduit à considérer qu'à ce jour, les pouvoirs et droits spécifiques qui nous étaient reconnus étaient suffisants. Mais nous restons évidemment très adaptatifs et vigilants, en lien avec la DGA.

Je faisais allusion à d'autres activités – par exemple dans le champ des services de cybersécurité ou de l'infogérance, où il existe d'autres prestataires français – et non aux systèmes critiques.

M. Thomas Courbe. Des entreprises comme Capgemini ou Sopra Steria ont une offre très complète dans le domaine de l'infogérance ou des services numériques en général.

M. le président Emmanuel Mandon. Sur les questions déontologiques et la situation de M. Collet-Billon, devons-nous nous rassurer de retrouver d'anciens fonctionnaires dans de telles entreprises ?

M. Alexis Zajdenweber. De mon point de vue et au regard de ce que nous avons été amenés à faire, je n'ai aucune raison de me plaindre de sa présence au conseil d'administration d'Atos.

J'imagine – mais c'est à lui de le dire, car je ne connais pas le rôle qu'il a joué au-delà des quelques fois où je l'ai croisé – qu'il est plutôt utile qu'un groupe comme Atos puisse avoir dans son conseil d'administration des personnes de nationalité française, dont l'attachement à leur pays ne fait pas de doute, qui connaissent bien le ministère des armées, ses activités, leur sensibilité, et qui savent à quoi servent les différentes administrations. Je ne me fais l'avocat de personne, mais je ne peux pas dire que sa présence ait joué un rôle négatif. De ma fenêtre, je pense qu'elle a plutôt contribué à ce que le dialogue, indispensable dans certaines situations avec les directions successives d'Atos, ait pu s'établir.

M. le président Emmanuel Mandon. C'est le sentiment que nous avons, mais on se demande s'il n'y a pas une incitation à de tels cheminements professionnels ou parcours personnels. C'est là que l'on voit la difficulté à distinguer l'œuvre collective, la contribution au bien commun, et les choix individuels.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je m'interroge sur le fait qu'il n'existe pas de liste publique des participations de BPIFrance, que ce soit dans des fonds d'investissement ou en cofinancement de fonds d'investissement. Cette situation vous paraît-elle normale et pertinente ? Est-il normal que cette liste ne soit pas publique ?

M. Alexis Zajdenweber. Votre question me prend de court. Je vais vérifier ce qu'il en est et ce que nous pouvons vous répondre – en bonne intelligence avec BPIFrance, évidemment. Il peut arriver que les règles des fonds dans lesquels BPIFrance investit prévoient une certaine confidentialité sur l'identité des investisseurs. C'est peut-être ce qui explique cette situation.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Cette liste est si peu publique que, lors d'un contrôle sur pièces et sur place, j'ai eu le droit de la regarder cinq minutes avant qu'on me la retire aussitôt pour m'empêcher de lister les « fonds de fonds », les financements ou cofinancements de fonds d'investissement. Elle est si peu publique que même une rapporteure de commission d'enquête parlementaire en contrôle sur pièces et sur place ne peut la consulter que cinq minutes, sans même pouvoir prendre de notes. Je note que vous n'êtes pas au courant, mais cela signifie à mon avis qu'un vrai problème se pose.

Quel est ensuite votre point de vue concernant l'intérêt des prises de participation minoritaires de BPIFrance dans toute une série d'opérations de LBO, qui ne lui octroient aucun rôle dans la gouvernance des entreprises concernées ? Comment justifier, par exemple, la prise de participation de BPIFrance dans Cerba avec le fonds EQT ? Par ailleurs, est-il normal qu'aucune véritable limite ne soit mise aux leviers de dette dans les LBO auxquels participe BPIFrance ?

M. Alexis Zajdenweber. Il me semble que BPIFrance est vigilante sur le niveau de levier. Elle s'efforce, dans la mesure du possible, que les dossiers dans

lesquels elle intervient présentent des niveaux de levier qui ne soient pas ceux que l'on peut observer dans certains cas avec des fonds uniquement privés.

Pour ce qui est de Cerba, c'est une activité dont l'intérêt me paraît réel et l'investissement faisait sens du point de vue de BPIFrance dans la période de l'après-covid. Si EQT avait été seul dans un actif comme Cerba, on aurait peut-être reproché à BPIFrance de ne pas y être allée. J'ai l'impression que, quelle que soit la décision de BPIFrance, on la lui reprochera. Je pense qu'il est bon que BPIFrance ait été présente dans cette opération pour aider au développement de ce réseau de laboratoires. Je n'ai pas beaucoup plus de commentaires à faire, mais cet investissement ne me choque pas en tant que représentant de l'État actionnaire de BPIFrance.

M. Thomas Courbe. De manière générale, les interventions en direct de BPIFrance sont minoritaires, mais elles s'accompagnent, pour les entreprises significatives, d'un siège au conseil d'administration et d'une intervention dans la gouvernance.

Notre expérience montre que, même en tant qu'actionnaire minoritaire, BPIFrance a une capacité d'influence. Nous ne constatons pas qu'elle est inaudible parce qu'elle est minoritaire. C'est pourquoi, dans un certain nombre d'entreprises qui nous semblent importantes, nous jugeons positif que BPIFrance soit présente, même en situation minoritaire. Son siège au conseil d'administration lui permet d'avoir une vision sur la stratégie de l'entreprise et ses décisions les plus importantes et une capacité d'influence qui semble significative.

Mme Claire Cheremetinski. Il fait aussi partie des rôles de BPIFrance de faciliter le développement des fonds d'investissement en France, y compris de fonds européens comme EQT. Ce type d'opération me paraît donc s'inscrire dans cette logique : faciliter et attirer des fonds qui viennent investir dans des entreprises importantes.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous paraît-il normal, par exemple, que BPIFrance soit allée co-investir avec Apollo dans Verallia, sachant qu'Apollo s'est fondé sur une holding au Luxembourg, a fait transférer de l'argent aux îles Caïmans et a pratiqué largement l'évasion fiscale ?

M. Alexis Zajdenweber. Tout le monde se réjouit que le dossier Verallia voie l'intervention d'un actionnaire public intéressé à la situation de l'entreprise aux côtés d'Apollo. Si Apollo avait mené l'opération seule, on nous aurait reproché de ne pas être intervenus d'une manière ou d'une autre. La présence de BPIFrance apporte du confort et de la raison dans un dossier comme celui-là. Si, demain, on dit à BPIFrance de ne pas s'engager dans un tel dossier, que se passe-t-il ? On laisse Verallia être rachetée uniquement par Apollo ?

Pour ce qui est des considérations fiscales, je n'ai pas d'information et pense que BPIFrance vous reviendra sur ce point.

Quant à la pertinence de l'intervention, je dirais que cela fait partie de la mission de BPIFrance : c'est même au cœur de sa mission de pouvoir intervenir dans de tels dossiers et j'espère qu'elle pourra continuer à le faire.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'entends la position de Bercy. Cependant, un dossier comme celui-là aurait tout à fait pu ne pas être autorisé au titre du contrôle des investissements étrangers. En l'occurrence, il s'agit de tout un montage financier qui pratique l'évasion fiscale, je me permets de le signaler.

Mme Claire Cheremetinski. Les activités de Verallia n'ont pas été considérées comme entrant dans le champ du contrôle IEF.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. En tout cas, vous ne niez pas le fait qu'il s'agissait d'un montage largement soumis à l'évasion fiscale, auquel BPIFrance a participé.

M. Alexis Zajdenweber. Sur ce point, nous n'avons pas d'informations et BPIFrance doit pouvoir vous apporter des éléments d'information sur sa position.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. De votre point de vue, qu'est-ce qui distingue aujourd'hui l'action de BPIFrance de celle d'une banque ou d'un fonds privé ? Je vous avoue que j'ai du mal à comprendre en quoi elle agit différemment.

M. Thomas Courbe. Lorsque BPIFrance est actionnaire d'entreprises, le plus souvent de manière minoritaire, elle intègre mieux que ne le ferait un fonds privé nos intérêts en matière de développement de l'entreprise et d'ancrage en France. Dans le cadre de la gouvernance, elle joue un rôle pour défendre ces enjeux.

C'est pourquoi, dans un certain nombre de cas, nous souhaitons – et parfois demandons – que BPIFrance intervienne. Un cas récent est celui d'Opella, où nous avons souhaité que BPIFrance intervienne au capital et siège au conseil d'administration. Notre expérience quotidienne est que les administrateurs de BPIFrance jouent le rôle attendu d'eux, autant qu'ils le peuvent, dans le cadre du fonctionnement normal de la gouvernance de l'entreprise.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. C'est une question vraiment importante pour nous : quelle est, finalement, la tutelle politique de Bercy sur BPIFrance ?

Mme Claire Cheremetinski. BPIFrance doit, en tant que banque, avoir un comportement d'« investisseur avisé » et donc s'assurer que ses investissements sont profitables, mais elle n'a probablement pas la même approche de la rentabilité que d'autres fonds ou investisseurs financiers – notamment sur les opérations impliquant des montages avec de la dette, où elle maintient des ratios de levier très raisonnables de manière à rester compatible avec sa mission d'intérêt général.

La mission d'intérêt général de BPIFrance est prévue par la loi et les statuts de l'entreprise, qui agit pour le compte de l'État de diverses manières (comme M. Nicolas Dufourcq a dû vous l'expliquer en détail). Elle agit à la fois comme un investisseur privé presque « classique », tenant néanmoins compte d'une mission d'intérêt général qui la place dans une situation particulière, et comme gestionnaire, pour le compte de l'État, de toute une série d'instruments – notamment les crédits de France 2030. Cela lui a permis d'intervenir dans de nombreux fonds pour développer la place de Paris et un écosystème plus favorable au financement des entreprises.

Ce rôle est largement reconnu, y compris par nos collègues européens qui nous envient cet instrument.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Dans le cas de Cerba, par exemple, le levier de dette était extrêmement important et pas du tout raisonnable. Considérez-vous que le levier de dette utilisé pour le LBO sur Cerba est raisonnable ?

Mme Claire Cheremetinski. Je n'ai pas à l'esprit les détails de l'opération avec Cerba et ne suis pas en mesure de vous répondre. C'est une question qu'il faut poser à BPIFrance, nous allons nous tourner vers elle pour avoir plus d'informations.

M. Thomas Courbe. Lors de son audition, M. Nicolas Dufourcq a bien précisé que leur critère était un levier maximum de trois. C'est bien la politique qu'ils mettent en œuvre.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Ce n'est pas l'information que nous avons pour Cerba. Ce que nous a dit M. Dufourcq ne correspond pas aux informations que nous avons sur le levier d'endettement utilisé. Je vous le dis, car nous avons auditionné les syndicats. Il n'y a pas d'adéquation entre ce que nous a dit le patron de BPIFrance et ce que nous savons du dossier. En l'occurrence, nous ne sommes pas du tout dans les leviers d'endettement présentés par le patron de BPIFrance comme « raisonnables ».

Mme Claire Cheremetinski. J'imagine que BPIFrance vous a expliqué qu'ils avaient une analyse des dossiers assez conservatrice, visant à limiter le levier.

Il peut y avoir des cas de figure dans lesquels un levier plus élevé ne met pas en danger l'activité de l'entreprise et ne doit pas être considéré comme excessif. Je n'ai pas de détails sur l'opération Cerba, mais c'est peut-être un élément à prendre en compte dans l'analyse.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je reviens sur cette question de tutelle politique, pour essayer de comprendre. Quand BPIFrance décide d'investir dans le projet Ynsect, qui est une catastrophe et dont tout agronome ou expert avisé aurait pu savoir qu'il était non viable, une instance de rattrapage, de contrôle intervient-elle ? Une tutelle politique de Bercy s'exerce-t-elle sur ce type de décisions qui coûtent 140 M€ ? 140 M€ qui auraient pu servir à des dossiers brûlants pour lesquels nous aurions bien eu besoin de cet argent.

M. Alexis Zajdenweber. BPIFrance est une banque et est soumise au contrôle des autorités bancaires, qui encadrent le fonctionnement de sa gouvernance. L'État est représenté au sein de cette gouvernance, puisque l'État est actionnaire de BPIFrance aux côtés de la Caisse des dépôts et consignations. Je suis moi-même membre du conseil d'administration de BPIFrance. Il y a donc une première réalité de fonctionnement : pour ce qui concerne les fonds propres et le bilan de BPIFrance, il y a un fonctionnement normal de la gouvernance avec des comités et l'État est représenté dans ces comités – notamment des comités d'investissement, qui sont saisis au-delà de certains seuils, examinent les dossiers et donnent leur avis.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quel est ce seuil ?

M. Alexis Zajdenweber. Il existe différents niveaux de seuil, que je vérifierai avant de vous revenir.

Il faut aussi avoir conscience que BPIFrance intervient et gère des fonds qui ne sont pas les siens, mais ceux de l'État. Dans certains cas, la délégation est complète et la responsabilité d'investir appartient aux équipes de BPIFrance, notamment parce que la réglementation de l'AMF exige que l'équipe de gestion puisse intervenir indépendamment de celui qui apporte les fonds. Dans d'autres cas, en revanche, la gouvernance du fonds qui gère l'argent confié par l'État à BPIFrance fait participer l'État. Il n'y a donc pas de réponse univoque, cela dépend vraiment des circonstances.

Le financement de l'innovation et des entreprises qui portent des solutions innovantes comporte des risques. Après coup, il est toujours facile de dire : *« Vous avez pris un risque, ça n'a pas marché, tout le monde le savait, c'était évident que vous alliez échouer ! »* Je n'ai pas d'avis particulier sur le dossier Ynsect, mais je pense qu'on ne peut pas raisonnablement dire à BPIFrance : *« Vous devez financer l'innovation, aider des entreprises françaises à se développer, à investir et à créer des usines, mais le jour où ça ne marche pas et que vous perdez de l'argent, on va vous taper sur les doigts. »* Si l'on tient ce discours, on tue toute initiative dans l'œuf.

Il faut donc laisser à BPIFrance la capacité de prendre des risques. Évidemment, il faut s'assurer qu'elle le fait de manière avisée et il est toujours utile de revenir en arrière pour analyser ce qui a fonctionné ou non. Prendre des risques en sachant que l'on peut perdre de l'argent fait aussi partie de la mission de BPIFrance : sinon, nous ne financerons ni l'innovation, ni la croissance et nous n'aurons ni emplois, ni usines en France...

Nous participons à la gouvernance via des comités, dans le respect de règles dont nous vous donnerons le détail (si BPIFrance ne l'a pas déjà fait). Et il y a ces fonds dans lesquels BPIFrance investit son argent ou celui confié par l'État, avec des règles qui varient selon la nature du mandat qui a été donné. Ces règles sont définies au cas par cas pour chaque fonds.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Donc, pour être très concrète, sur les dossiers Ynsect, Cerba ou Verallia, par exemple, Bercy a-t-il donné une autorisation, une approbation ou un avis ?

M. Alexis Zajdenweber. Nous allons vérifier précisément, pour chacun de ces dossiers, quelle a été la nature du processus de décision et de l'intervention qui a pu avoir lieu de notre part.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Votre principale intervention a lieu lorsqu'un certain seuil d'investissement est atteint ?

M. Alexis Zajdenweber. Pour ce qui est des fonds propres, lorsque BPIFrance investit son propre argent et en dessous d'un certain seuil, il est laissé à la direction de BPIFrance et à ses équipes le soin de juger. Au-delà de ce seuil, en revanche, elle doit en référer à ses instances de gouvernance.

Ensuite, il y a les fonds qu'elle gère pour le compte de l'État. Selon les fonds, la gouvernance varie en fonction de leur objet et de l'origine des fonds. Ce n'est pas univoque.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous arrivons au terme de cette table-ronde, au cours de laquelle vous avez exprimé des convictions et nous avez éclairés sur ce qui anime votre action. On voit bien qu'il est question de défrichage et d'une volonté d'explorer de nouvelles voies d'action publique.

Il est important que l'on comprenne comment tout cela s'organise. Cela rejoint mes remarques sur l'aspect déontologique, car il y a une part d'innovation qui peut perturber, interroger et dérouter les Français. Je crois que nous sommes dans notre rôle lorsque nous vous sollicitons à ce sujet.

J'ai le regret de devoir vous signaler que nous avons auditionné la Mire et le Ciri le 29 janvier dernier et que, d'après mes informations, notre rapporteure n'a toujours pas reçu les réponses aux questionnaires qui avaient été adressés. Cette situation est extrêmement regrettable, car le temps de la commission d'enquête est compté, et une telle inertie constitue une entrave à nos travaux.

Je me permets de le dire, d'autres auditions étant concernées à un moindre degré. Vous vous êtes engagés à nous fournir un certain nombre de précisions par écrit et je compte sur votre réactivité, car ces informations sont indispensables à bien pour mener un travail sérieux.

*

* *

36. Audition de MM. Mathias Burghardt, directeur général délégué du groupe Ardian, président du directoire d'Ardian France et François Jerphagnon, membre du comité exécutif du groupe Ardian, directeur général du directoire d'Ardian France (23 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous terminons notre matinée d'auditions par celle du groupe Ardian et je salue, en notre nom à tous, M. Mathias Burghardt, directeur général délégué du groupe Ardian et président du directoire d'Ardian France, et M. François Jerphagnon, membre du comité exécutif du groupe Ardian et directeur général du directoire d'Ardian France.

Le groupe Ardian, issu du pôle de *private equity* de l'assureur Axa, a été créé en 1996. En trente ans, il a considérablement diversifié ses secteurs et ses modes d'intervention. Doté d'un réseau de vingt-deux bureaux et plus de mille collaborateurs, il dispose aujourd'hui d'un portefeuille d'actifs sous gestion supérieur à 200 milliards de dollars (Md\$), avec plus de 270 sociétés en portefeuille. Il se présente comme le plus grand investisseur en « fonds de fonds » secondaires au monde. En même temps, il est un acteur majeur du financement des grandes infrastructures.

La valeur du groupe Ardian va donc bien au-delà du fonds français de *Leveraged Buy-Out* (LBO) qu'il était à son origine. Pour autant, la technique du LBO fait partie des méthodes qui ont fait sa réputation. Or les auditions précédentes de notre commission d'enquête n'ont pas été particulièrement favorables aux pratiques de certains fonds d'investissement, notamment à l'usage qu'ils font de tels rachats avec effet de lever. Les effets de leurs actions sur l'emploi, l'équilibre des territoires et la souveraineté industrielle de notre pays ont été dénoncés.

Nous aimerions connaître votre appréciation sur ces comportements et, plus positivement, savoir s'il est possible de développer une politique active d'investissement, y compris par la voie du LBO, qui évite ces travers.

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

(*MM. Mathias Burghardt et François Jerphagnon prêtent serment.*)

M. Mathias Burghardt, directeur général délégué du groupe Ardian, président du directoire d'Ardian France. Je vous remercie d'avoir invité Ardian dans le cadre des travaux de votre commission d'enquête. Nous sommes honorés de pouvoir témoigner devant la représentation nationale du soutien que nous apportons au tissu économique français.

Ardian est une société de gestion française créée en 1996. Elle est née d'une initiative portée par Claude Bébéar, alors président d'Axa, qui avait confié à Mme Dominique Sénéquier, notre présidente, la mission de créer un pôle de capital-investissement au sein du groupe Axa.

En 2013, lorsque ce dernier a souhaité céder le contrôle d'Axa Private Equity, notre nom à l'époque, Mme Dominique Sénéquier a mené le rachat par les salariés, créant ainsi Ardian.

Depuis cette étape fondatrice, 80 % d'entre eux sont devenus associés, élément qui reste central dans notre gouvernance. Aujourd'hui encore, ils demeurent les premiers actionnaires du groupe, avec un peu plus de 40 % du capital. Au total, les salariés et les autres actionnaires fondateurs institutionnels français représentent 90 % du capital environ.

Nos racines sont profondément françaises et européennes, mais notre présence est aujourd'hui mondiale avec, comme vous l'avez souligné, vingt-deux bureaux répartis sur quatre continents, dont onze en Europe. Nous sommes

l'un des principaux acteurs de l'investissement en Europe et figurons parmi les dix premiers au niveau mondial. Notre métier consiste à orienter l'épargne d'investisseurs institutionnels et particuliers pour l'investir dans l'économie productive. Nous avons d'ailleurs levé moins de capital en France que nous n'y en avons investi, ce qui démontre notre capacité à canaliser efficacement l'épargne européenne et extra-européenne vers l'économie française. Pour ce faire, nous collaborons au quotidien avec près de deux mille investisseurs, dont plus de la moitié ne sont pas européens. Nous assurons également la liquidité du marché du capital-investissement dans le cadre de notre activité secondaire, dont nous sommes le leader mondial. Au total, nous gérons près de 170 milliards d'euros (Md€) et collectons chaque année 17 Md€ de capitaux, dont 90 % à l'étranger, destinés à soutenir l'investissement productif.

La principale entité du groupe est Ardian France, qui rassemble plus de la moitié des salariés et représente la moitié de notre activité économique. Elle a notamment la responsabilité en matière d'investissement direct : c'est donc elle qui prend les décisions d'investissement dans les entreprises en France, mais aussi à l'étranger. Au total, plus de 80 % de nos investissements directs sont réalisés en Europe. Ardian France est une société régulée sous la supervision de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et les décisions, notamment en matière d'investissement, sont prises à Paris par son directoire, dont je suis le président et François Jerphagnon, le directeur général. À ce titre, nous contribuons à faire rayonner l'activité de la France et de l'Europe à l'international. Nous sommes fiers d'être l'un des champions européens sur un marché qui reste dominé par les États-Unis.

L'activité d'Ardian France se déploie selon trois grandes stratégies : le capital-investissement, les actifs réels (infrastructures et immobilier) et la dette privée. S'agissant du capital-investissement, nous sommes un acteur important et historique avec 30 Md€ d'actifs sous gestion, activité qu'Ardian a commencée en 1996. J'aimerais donner quelques exemples concrets de réussites économiques françaises. Je pense tout d'abord à Revima, spécialiste de la maintenance et de la révision de matériel aéronautique, que nous accompagnons depuis 2019. Comme de nombreuses entreprises industrielles, elle a été durement touchée par la crise sanitaire. Dans ce contexte, nous avons fait le choix de réinvestir dans l'entreprise à deux reprises, avec une conviction forte dans son potentiel et dans ses équipes. Ce soutien dans les moments les plus critiques a permis de préserver les savoir-faire, de maintenir l'emploi, de relancer une dynamique de croissance qui se poursuit aujourd'hui et d'en faire un des leaders mondiaux dans son domaine. Je pense également à Artefact, acteur français d'envergure mondiale du conseil en données et intelligence artificielle. Nous sommes entrés au capital en 2021 et, depuis, l'entreprise a fortement accéléré son développement à l'international : treize nouveaux bureaux ont été ouverts, six acquisitions ont été réalisées et les effectifs sont passés de 800 à 1 700 collaborateurs dans vingt-cinq pays ; cela marque le passage d'un groupe qui était français à notre entrée et qui est devenu global.

Enfin, Ardian a accompagné Planisware, un éditeur de logiciels qui a conçu une plateforme de gestion de projets de portée mondiale. Nous l'avons accompagné pendant une décennie, jusqu'à son introduction en Bourse en 2024.

Nous investissons, pour l'essentiel, dans des entreprises européennes, à différentes étapes de leur développement, avec ou sans effet de levier, en accompagnant des entrepreneurs fondateurs ou des équipes de direction. Nous sommes principalement en position majoritaire au capital, mais pouvons aussi être minoritaires aux côtés de dirigeants fondateurs, en particulier dans l'activité de capital-croissance. Toutes ces stratégies d'investissement direct visent à accompagner les entrepreneurs et les équipes de direction dans un projet de croissance, en les épaulant dans leur création de valeur et en les aidant à s'internationaliser. Ce sont les équipes de direction qui élaborent les projets pluriannuels de croissance sur lesquels se fondent nos décisions d'investissement. C'est sur cette base que nous décidons de nous engager ou non. Par la suite, nous travaillons aux côtés des dirigeants en participant au conseil d'administration et en les accompagnant dans la définition et la mise en œuvre de leur stratégie.

J'en viens à notre activité dans les infrastructures, que j'ai fondée, dont je reste le président et qui totalise plus de 40 Md€ d'actifs sous gestion. Ardian est un leader international et l'un des gérants pionniers dans les infrastructures essentielles. Notre approche consiste à créer de la valeur industrielle en favorisant des dépenses d'investissement sur le long terme. Historiquement, nous investissons dans trois secteurs, souvent en collaboration avec des collectivités locales ou des industriels : les transports, l'énergie et les services environnementaux, et les infrastructures numériques. Dans le domaine des transports, nous sommes notamment le premier actionnaire de l'aéroport d'Heathrow, premier aéroport européen, mais aussi d'autres aéroports comme ceux de Vérone ou de Venise. Nous sommes également actifs dans la transition énergétique, en étant notamment actionnaires majoritaires de deux très belles sociétés françaises, Akuo et GreenYellow, spécialisées dans la production d'énergie renouvelable et la décarbonation. Ces deux sociétés ont une puissance installée de 4 gigawatts, soit l'équivalent de quatre réacteurs nucléaires, et contribuent activement à l'indépendance énergétique de la France et de l'Europe. En tant qu'actionnaires de référence, nous soutenons activement leur plan d'investissement, qui représente environ 5 Md€ sur les cinq prochaines années. Dans le domaine des infrastructures numériques, nous avons financé la construction du réseau mobile de la SNCF (GSM-R) et sommes aussi actionnaires de la société Verne, spécialisée dans les centres de données alimentés par de l'énergie bas-carbone. Tous ces projets illustrent notre vision de long terme en faveur de notre souveraineté industrielle et énergétique.

En immobilier, notre stratégie repose sur une sélection très ciblée d'actifs (bureaux, résidentiel, logement étudiant) dans les grandes capitales européennes, avec un accent fort sur la durabilité.

Enfin, la dette privée est notre troisième stratégie. Ardian gère environ 10 Md€ de capital dans cette activité, dont nous sommes l'un des pionniers en Europe. Forte d'une expérience éprouvée à travers plusieurs cycles économiques,

l'équipe déploie une stratégie européenne exclusivement disciplinée et sélective, qui nous a permis d'afficher un taux de perte quasiment nul depuis plus de dix ans.

Par ailleurs et plus récemment, nous avons développé des stratégies d'investissement dans les secteurs de la souveraineté.

En 2021, nous avons lancé, avec nos partenaires de FiveT, la plateforme HY24, destinée à investir dans les infrastructures et les équipements de la chaîne de valeur de l'hydrogène bas-carbone, vecteur énergétique essentiel pour la décarbonation de notre industrie et du secteur des transports. De même, en 2023, nous avons lancé un fonds dédié au soutien de la chaîne de valeur des semi-conducteurs, secteur stratégique pour la souveraineté technologique européenne.

Nous sommes un investisseur de long terme qui accompagne les entreprises sur la durée pour créer de la valeur et répondre aux obligations fiduciaires qui sont les nôtres vis-à-vis de nos clients. Nous ne sommes pas un fonds spéculatif ou un *hedge fund* et n'avons pas de stratégie visant à arbitrer la valeur des entreprises sur les marchés financiers. Nous n'estimons en rien faire preuve de prédation et ne déployons pas de stratégie de capital-retournement, car nous n'investissons pas dans des entreprises en difficulté dans la perspective de les restructurer.

Au total, depuis trente ans, Ardian a accompagné six cent trente sociétés. Nous avons investi et accompagné des projets stratégiques en France et en Europe. Depuis sa création, Ardian a investi plus de 17 Md€ en France, dans près de deux cent cinquante sociétés françaises. Nous sommes aujourd'hui toujours au capital de soixante-sept d'entre elles.

M. le président Emmanuel Mandon. Quelle part les différents segments du capital-investissement (capital-risque, capital-développement, capital-transmission et capital-retournement) représentent-ils dans vos investissements ? Pourriez-vous également nous présenter de manière plus détaillée vos investissements réalisés dans le cadre de LBO ?

M. Mathias Burghardt. En capital-investissement, le *Buy-Out* et l'expansion, qui sont les deux activités dont le pilotage est assuré par François Jerphagnon, représentent à peu près 20 Md€. Le capital-développement est beaucoup plus modeste, puisque nous ne gérons que 1 Md€.

Si nous ne considérons que le capital-investissement, en excluant les infrastructures, les principales entreprises dans lesquelles nous investissons opèrent dans le secteur de la santé.

M. François Jerphagnon, membre du comité exécutif du groupe Ardian, directeur général du directoire d'Ardian France. Je peux citer quelques exemples de sociétés de taille moyenne dans lesquelles nous investissons à travers l'activité « Expansion ». Par exemple, Syclef, dans le domaine de l'installation et de la maintenance de systèmes à froid pour l'industrie alimentaire. Nous investissons également dans la société Mastery, basée à Grenoble et qui intervient dans la maintenance de systèmes électriques à haute tension, Orion, plateforme de conseillers en investissement financier basée en Bretagne, et Diam, leader mondial des présentoirs pour l'industrie cosmétique et qui accompagne les grands leaders

français dans leur développement international. On peut citer également la société Vulcan, qui intervient dans le conseil pour les infrastructures essentielles, notamment l'eau et le nucléaire. Nous avons aussi quelques investissements dans le domaine de la santé : je peux citer, par exemple, Simago, un leader dans le domaine de la radiologie, et Mon Vêto, un des leaders dans le domaine des cliniques vétérinaires.

M. Mathias Burghardt. L'équipe *Buy-Out* a investi dans Expleo, Diot-Siaci, leader européen du courtage, Inovie ou encore Cérélia, pour ne citer que ces quelques exemples. Nous vous remettrons par écrit une liste complète, classée par taille.

M. le président Emmanuel Mandon. Pourriez-vous nous préciser le niveau d'endettement moyen et le pourcentage de dette moyenne dans vos opérations de rachat ? Comment calibrez-vous vos LBO pour en garantir la soutenabilité ?

M. François Jerphagnon. C'est une question essentielle. Nous avons des discussions approfondies avec les équipes de direction que nous rencontrons au sujet de leur plan de développement, de leurs perspectives de croissance et des moyens financiers nécessaires pour y parvenir, notamment les besoins en investissement. Nous mettons leurs hypothèses à l'épreuve et nous déterminons ensuite un niveau d'effet de levier qui nous paraît raisonnable. Le calibrage part avant tout des besoins et des plans de développement présentés par les équipes de direction. Cette démarche concertée tient compte des besoins financiers de la société, non seulement dans un environnement prévisible, mais aussi avec une marge de sécurité permettant d'absorber des chocs macroéconomiques, comme nous en avons connu ces dernières années.

Notre vision est donc le fruit d'une concertation avec les équipes de direction et la mesure doit être raisonnable. De ce point de vue, Ardian est reconnu comme un acteur qui a généralement des niveaux de levier inférieurs à ceux du marché. Si je dois donner un chiffre, nous serions en moyenne autour de quatre fois le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, Ebitda). Mais l'important est que cela procède d'une analyse qui part de la société, et non d'une vision générale appliquée uniformément. Le chiffre que je viens de citer est celui du niveau consolidé : nous appréhendons en effet le niveau d'endettement de manière consolidée pour les sociétés que nous accompagnons.

Une autre mesure que l'on peut donner est la répartition des modes de financement. Aujourd'hui et depuis plusieurs années, nos opérations sont essentiellement financées par fonds propres et quasi-fonds propres. Nous sommes à un niveau d'environ deux tiers de fonds propres et quasi-fonds propres, le dernier tiers étant de la dette bancaire.

M. Mathias Burghardt. La notion de dette consolidée est importante : elle inclut la dette d'acquisition. La dette au niveau des sociétés opérationnelles que nous détenons est inférieure. J'ai constaté que, pendant les débats, il pouvait régner une certaine confusion sur ce point. Nous tenons à être précis sur ce sujet.

M. le président Emmanuel Mandon. Quelle est votre analyse des tensions observées sur certains fonds aux États-Unis, notamment les restrictions de liquidité mises en place pour faire face aux demandes de rachat des investisseurs ? Êtes-vous directement concernés par ce type de situation ?

M. Mathias Burghardt. Nous ne sommes pas concernés, car il s'agit d'une tension observée aujourd'hui aux États-Unis. Tout d'abord, Ardian n'investit en dette privée qu'en Europe, et non aux États-Unis. Ensuite, Ardian n'a pas de fonds ouverts aux particuliers dans le secteur de la dette privée.

À titre plus personnel, je pense que ce problème existe, d'abord, parce que les valorisations des sociétés de logiciels ont beaucoup progressé aux États-Unis et, ensuite, parce que l'intelligence artificielle aura un impact majeur, sans que l'on sache encore lequel ni sur quelles sociétés. Pourquoi ce problème touche-t-il plus la dette que le capital ?

Mon analyse est qu'il y aura des gagnants et des perdants et que, quand vous investissez en dette, si vous perdez sur une entreprise, vous n'allez pas vous rattraper sur une autre, car votre emprunteur ne vous paiera pas plus si ses affaires marchent bien.

En d'autres termes, vous n'avez que le risque de perte.

Je pense que ces différents aspects expliquent ce problème spécifique aux États-Unis. Est-ce que cela risque d'arriver en Europe ? Historiquement, les crises financières commencent souvent aux États-Unis et finissent chez nous.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Ardian est le plus gros fonds d'investissement français, il était donc très important pour nous de vous auditionner. Vous investissez particulièrement dans des activités qui sont financées directement ou indirectement par le contribuable et le cotisant français. Je pense évidemment à Elsan, qui est le premier groupe d'hôpitaux privés.

Une question d'intérêt général se pose donc pour nous : est-il normal, logique, acceptable que des fonds d'investissement comme les vôtres investissent dans des activités qui, en réalité, sont financées par des fonds publics, pour les rentabiliser au maximum et dégager des profits pour des investisseurs privés ? Quels sont les principaux investissements que vous avez réalisés et qui dépendent, directement ou indirectement, de fonds publics, des contribuables et des cotisants français ?

M. Mathias Burghardt. Nous sommes aussi très engagés dans le domaine des infrastructures, qui est également régulé et dépend du contribuable.

M. François Jerphagnon. Dans le secteur de la santé, il existe un cadre régulé par l'État, qui fixe les modalités d'intervention du secteur public et du secteur privé. Les sociétés que nous pouvons accompagner respectent scrupuleusement ces réglementations et agissent dans le cadre fixé par les autorités publiques, non par les fonds d'investissement. Dans le domaine privé, on trouve des sociétés accompagnées par des fonds, d'autres qui sont cotées ; les cas de figure sont variés.

Nous cherchons à accompagner des sociétés en croissance. Telle est notre thématique générale d'intervention chez Ardian et elle s'applique aux investissements que nous étudions. Dans le domaine de la santé, il nous paraît important d'être extrêmement diligents sur les procédures mises en place, puisqu'on parle de services à la personne et de patients. Nous avons une équipe interne ESG, qui examine les sujets de durabilité et qui, en amont d'un investissement, analyse les procédures et les pratiques ayant cours. Si nous observons qu'elles contreviennent à ce que nous estimons être des standards de qualité suffisamment élevés, nous n'investissons pas, même si les aspects financiers semblaient prometteurs : c'est le premier critère que nous regardons ; le « parcours patient » nous apparaît particulièrement important.

J'ai cité la société Simago, dans laquelle nous avons investi et qui opère dans la radiologie. Les délais d'attente pour passer une IRM, en France, atteignent environ deux mois. Il nous paraît important d'aider la société à les réduire. Une IRM représente aujourd'hui un investissement d'environ 1 million d'euros (M€), un scanner environ 500 000 euros : ce sont des montants conséquents. À un moment où les financements publics sont assez contraints, ces sociétés privées permettent d'investir et de renouveler le matériel. Pour vous donner une idée, Simago investit près de 15 M€ par an dans du matériel de haute qualité.

De même, l'enjeu de la digitalisation est de plus en plus important dans la santé. On a parlé de l'intelligence artificielle, qui peut s'appliquer dans ce domaine, notamment via la téléradiologie. Simago investit près de 4 M€ par an dans ces outils, qui servent directement le parcours patient. La téléradiologie, par exemple, permet d'avoir une réponse et une analyse plus rapides, et donc une meilleure prévention. C'est avant tout cela que nous regardons.

Au-delà de cette dimension de parcours patient et de qualité, nous tenons aussi compte de nos devoirs fiduciaires vis-à-vis de nos investisseurs. Dans ce cadre, nous examinons la rentabilité et le taux de rendement interne que nous pouvons viser, qui sont raisonnables. Par rapport au financement public, je reviens sur la radiologie : un effort de 300 M€ est aujourd'hui demandé à ces sociétés, sur les trois prochaines années. On note aussi une baisse des tarifs qui affecte les sociétés de radiologie. Ce sont les éléments du cadre dans lequel nous agissons.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Vos activités seraient-elles durables en l'absence de financements publics et parapublics ? Tiendraient-elles sans la protection sociale ?

M. François Jerphagnon. Nous refusons de mettre en opposition protection sociale, viabilité et investissement. Les investissements en santé représentent moins de 1 % de nos investissements globaux en France. Nous sommes ravis d'accompagner ces sociétés, mais nous regardons toujours si les dimensions de qualité du parcours patient et de rentabilité se superposent. Il arrive que les contraintes que nous avons vis-à-vis de nos investisseurs ne coïncident pas avec la qualité que nous exigeons ; dans ce cas, nous considérons que nous ne devons pas investir. Fort heureusement, certaines sociétés présentent des caractéristiques où le

parcours patient et nos devoirs fiduciaires convergent : c'est uniquement lorsque ces deux critères sont réunis que nous décidons d'investir.

Nous n'intervenons qu'en tant qu'actionnaires, au sein des conseils de surveillance. Nous ne sommes pas opérationnels. De plus, nous sommes particulièrement vigilants sur les actifs de santé et, dans la plupart des cas, nous restons minoritaires au capital de ces sociétés.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Pour tous ces investissements qui dépendent de financements publics ou parapublics, quel taux de rendement recherchez-vous ? Disposez-vous d'une estimation des revenus financiers que vous pouvez retirer de toutes ces activités ?

M. François Jerphagnon. La rentabilité que nous attendons sur nos investissements est en général comprise entre 9 % et 15 % : c'est ce que nous visons.

Dans le domaine de la santé, nous n'observons la réalité de cette rentabilité que lorsque nous cédon notre participation. Aujourd'hui, compte tenu des orientations actuelles et d'un cadre qui est devenu compliqué, les règles évoluent assez fréquemment. C'est l'une des raisons pour lesquelles nous investissons de manière assez modérée dans la santé en France : nous considérons en effet que de tels investissements présentent un certain nombre de risques. Dans ces conditions, la rentabilité réalisée sera probablement un peu inférieure à notre fourchette-cible, notamment en raison des évolutions réglementaires et des baisses tarifaires fortes qui ont eu lieu ces dernières années.

Par exemple, dans le domaine de la biologie, nous avons observé, sur les cinq dernières années, une baisse de 20 % du tarif de la lettre-clé B de la nomenclature, qui fixe le cadre tarifaire des prestations.

Sur dix ans, cette baisse atteint même 30 %. Et nous parlons bien de valeur nominale ; en valeur réelle, la baisse est encore plus élevée.

M. Mathias Burghardt. La rentabilité attendue par les investisseurs dépend de la perception du risque. Ce point central se retrouve dans beaucoup de secteurs régulés. Plus les investisseurs perçoivent un secteur comme peu risqué, parce que les règles du jeu y sont très stables, parce que l'État assure une rentabilité minimale dans certaines circonstances, plus le coût du capital est faible et plus les investisseurs acceptent de s'engager, parce qu'ils considèrent que les risques sont moindres. À l'inverse, si le cadre est instable, le risque perçu augmente et le retour attendu également. Le coût du capital n'est donc pas le même selon le profil de risque.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Il me semble que vous investissez souvent aux côtés de BPIFrance et que c'est un partenaire assez régulier. Pouvez-vous le confirmer ? Quels sont vos principaux co-investissements avec BPIFrance ? Qu'est-ce que sa présence change ? Est-ce que BPIFrance a des attentes particulières ? Des conditions sont-elles posées ?

M. Mathias Burghardt. J'ai en tête un exemple très concret où BPIFrance et Ardian sont actionnaires de contrôle : la société GreenYellow, que nous avons

rachetée au groupe Casino. C'est une société qui produit de l'énergie décentralisée, en installant des panneaux solaires et en promouvant l'efficacité énergétique pour décarboner les entreprises. Dans ce cas, BPIFrance se comporte à la fois comme un investisseur avisé, mais elle a aussi, bien sûr, une mission de souveraineté. Nous n'avons jamais eu de désaccord sur ce sujet, car nos visions étaient alignées. Dans ce cas précis, que je connais particulièrement bien, la collaboration se passe bien.

BPIFrance investit dans certains de nos fonds quand une question de souveraineté se pose, comme c'est le cas pour les semi-conducteurs, mais aussi pour l'activité de capital-croissance, où la composante technologique est importante.

M. François Jerphagnon. Historiquement, ce sont de bons partenaires. Les exigences qu'ils peuvent poser relèvent de la bonne gouvernance et du respect de leurs droits en tant que coactionnaire minoritaire. Par ailleurs, tout dépend du cas particulier de chaque société. En tout cas, nous sommes ravis de les avoir à nos côtés lorsque le cas se présente.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Que vous soyez ravis, je n'en doute pas, et que vous disiez beaucoup de bien de BPIFrance, je n'en doute pas non plus... mais ma question est très concrète : qu'est-ce que sa présence change concrètement ? BPIFrance se comporte-t-elle comme n'importe quel autre investisseur privé ? Est-elle alignée, par exemple, sur vos recherches de rentabilité et les taux que vous visez ? Bref, de notre point de vue de parlementaires, il est important de savoir si la présence de BPIFrance change quelque chose ou non.

M. Mathias Burghardt. Lorsque BPIFrance investit dans nos fonds, elle peut exiger qu'un pourcentage minimum de nos investissements soit réalisé en France. Dans les entreprises où nous sommes co-actionnaires, je n'ai pas connaissance d'un comportement différent de leur part, mais c'est peut-être parce que nous n'avons pas eu de situation où nous aurions eu des visions divergentes sur la souveraineté ou la nécessité d'investir en France.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Le rachat du groupe Elsan par plusieurs fonds a eu lieu en 2020 : c'est, comme chacun sait, le plus grand groupe de cliniques privées français.

L'opération a été menée par Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR), Ardian et Mérieux pour 3,3 Md€, avec une dette répercutée sur Elsan (et donc sur les cliniques privées).

Nous avons vu que tout cela repose sur des fonds publics et sur la sécurité sociale. Considérez-vous comme légitime que des fonds privés dégagent des rendements à deux chiffres à partir d'activités financées par la sécurité sociale ? Vous avez dit rechercher des taux de 9 % à 15 %, de manière générale. Pouvez-vous nous donner le niveau d'endettement utilisé par Ardian pour participer à l'opération et qui pèse aujourd'hui sur ces cliniques ? Pouvez-vous nous garantir que ces objectifs financiers n'influencent pas la nature et la qualité des actes pratiqués dans ces cliniques ?

M. François Jerphagnon. Effectivement, nous sommes intervenus aux côtés de différents acteurs, dont le fonds KKR, la Caisse nationale de prévoyance

(CNP) et la Caisse des dépôts et consignations, lors de cet investissement en 2020. Nous détenons aujourd'hui 8 % du capital d'Elsan, donc une position très minoritaire. Par ailleurs, nous n'intervenons pas dans la dimension opérationnelle des sociétés, en général (et c'est évidemment le cas pour Elsan), ni dans la pratique de la médecine, qui est opérée par environ 7 500 médecins qui ne sont pas salariés d'Elsan, mais interviennent en tant que libéraux dans le cadre de contrats.

Ce groupe est très implanté dans les territoires. Il n'a pas de clinique à Paris, seulement trois en Île-de-France et il est présent dans soixante départements. Un peu plus de 60 % de ses cliniques sont situées dans des villes de moins de cinquante mille habitants, ce qui montre un ancrage fort au sein des territoires.

Par ailleurs, les remontées des études de la Haute Autorité de santé (HAS) montrent que les différents scores qu'il obtient sont supérieurs à la moyenne nationale. Nous n'observons rien aujourd'hui, que ce soit dans les chiffres ou dans nos discussions avec les équipes de direction, qui serait en dissonance avec la qualité des soins. Au contraire, elle est même supérieure aux moyennes nationales.

De manière plus large, sur le sujet des fonds d'investissement au sein de ces structures, la question se pose de l'articulation entre le privé et le public. Nous intervenons dans un cadre réglementé, en tant qu'acteur de cet environnement privé dont nous ne fixons pas les règles. Les tarifs sont les mêmes pour tous, qu'une clinique soit détenue par un fonds d'investissement ou non. C'est le cadre de notre intervention.

Depuis plusieurs années, nous observons une forte inflation de différents postes de charges du groupe, que ce soient les salaires pour les vingt-cinq mille employés, l'énergie ou les matières premières pour les repas. Les marges ont baissé, alors que les tarifs fixés par les pouvoirs publics n'ont pratiquement pas évolué. Sur les dernières années, c'est le groupe qui a amorti et pris à sa charge l'évolution de ces coûts. Aujourd'hui, les marges de ce type de groupe sont très nettement inférieures aux rentabilités à deux chiffres évoquées précédemment, en raison de l'évolution entre le moment de l'investissement et la réalité d'aujourd'hui. Sans vouloir me faire le porte-parole des différentes fédérations, la situation est aujourd'hui difficile pour beaucoup de cliniques privées.

Un groupe comme Elsan, que nous accompagnons à notre hauteur, déploie beaucoup d'efforts pour que la qualité des soins soit délivrée dans un territoire le plus large possible, et ce, alors que ses marges ont baissé significativement.

M. Mathias Burghardt. Il n'appartient pas aux fonds d'investissement ou aux acteurs privés de définir ce qui doit relever du public et du privé. C'est aux citoyens et à leurs représentants de décider si c'est opportun ou inopportun et, surtout, si c'est utile ou non. Ce qui nous appartient, c'est de déterminer si nous pouvons concilier la mission d'une entreprise avec les exigences de rentabilité de nos investisseurs : c'est là le sujet.

Il est des secteurs où nous refusons d'investir. Depuis des années, je ne souhaite pas investir dans certains domaines, car je considère qu'il serait difficile

de permettre à l'entreprise de remplir correctement sa mission tout en remplissant notre devoir fiduciaire. C'est la difficulté de notre métier.

De plus, les règles du jeu peuvent changer. On peut avoir l'impression qu'une baisse des tarifs est une bonne chose à court terme, car les marges se réduisent. Mais, à moyen terme, c'est moins positif, car les investisseurs se disent que le secteur est instable. Ils auront tendance à être plus prudents, à moins investir, ce qui fera augmenter mécaniquement le coût du capital.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. J'ai l'impression que vous sous-entendez qu'il peut exister des cas de forte contradiction entre la recherche de rentabilité et la qualité des soins, voire les tarifs appliqués, et que vous décidez d'ailleurs de ne pas investir dans certaines entreprises pour ces raisons. Pour autant, le domaine de la santé attire énormément de fonds. Nous assistons aujourd'hui à une captation à très grande vitesse, par des fonds, de laboratoires d'analyse médicale, de cabinets vétérinaires ou de cardiologie, etc. Quelles sont, pour vous, ces entreprises dans lesquelles il ne vaudrait mieux pas investir parce que cela impacterait la qualité des soins et quels sont les fonds qui ne respecteraient pas les règles que vous vous fixez ?

M. Mathias Burghardt. Je peux vous dire ce que nous faisons ; ce que les autres font relève de leur propre appréciation.

Il existe des secteurs où, d'une manière générale, c'est très délicat d'investir : je pense, par exemple, aux maisons de retraite. Chaque fois que vous êtes face à une population vulnérable, c'est très difficile. Pourquoi ? Si vous n'êtes pas content d'une clinique vétérinaire ou d'un laboratoire d'analyses, vous pouvez aller voir un concurrent. Dans le cas d'une personne dépendante, c'est beaucoup plus compliqué. Pour cette raison, historiquement, nous avons été très prudents sur le secteur que je viens de citer et chaque fois que des personnes en situation de dépendance sont impliquées. 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.

Mme Aurélié Trouvé, rapporteure. Vous avez voulu vendre Photonis en 2021. Il s'agit d'activités hautement sensibles, puisque ce sont des capteurs de haute performance pour la vision nocturne militaire.

Vous avez voulu vendre cette société à un groupe américain. La direction générale de l'armement (DGA) et la direction générale du Trésor (DGT), donc l'État, ont refusé.

Cela montre que vous cherchez à vendre au plus offrant, quelles que soient les répercussions sur la souveraineté de la France. Vous aviez une activité hautement sensible et vous vouliez la vendre à un groupe américain. Dans cette histoire, vous recherchiez le profit maximum possible, quand bien même c'est un groupe étranger qui reprenait des activités sensibles.

M. Mathias Burghardt. Effectivement, nous avons des exigences fiduciaires, mais cela ne veut pas dire que nous faisons n'importe quoi ou que nous

ne sommes pas sensibles à notre réputation. C'est pour cette raison qu'en cas de contradiction, nous décidons de ne pas investir.

Photonis est une entreprise que nous avons soutenue et accompagnée pendant une quinzaine d'années. Nous sommes très fiers, même si ce n'est pas uniquement grâce à nous, qu'elle connaisse un magnifique succès et qu'elle soit aujourd'hui introduite en Bourse. C'est l'un des leaders mondiaux et nous sommes fiers d'avoir participé à son histoire, même si, pour nous, l'investissement a été moins profitable.

Concernant le processus de cession, c'est un exemple d'entreprise que nous accompagnons sur une longue durée. Lorsque nous avons atteint la limite de notre période de détention, nous avons lancé un appel d'offres ouvert à tous les investisseurs. Nous avons reçu cinq offres, dont trois ont été retenues à la fin : un fonds français et deux industriels américains. L'un des deux a été écarté par nos autorités, et il est resté Teledyne, qui était effectivement le mieux-disant. C'était, certes, une société américaine, mais elle employait six cents personnes en France sur quatre sites, était un partenaire habituel de la DGA et avait été autorisée par le passé, par Bercy, à faire des acquisitions en France. De notre point de vue, nous devons vérifier l'honorabilité de l'acheteur et nous assurer qu'il sera accepté par les autorités françaises. Nous pensions que c'était le cas, puisqu'il avait déjà reçu des autorisations ; les autorités ont finalement refusé : nous avons accepté cette décision, comme c'était notre devoir.

Peut-être serons-nous plus prudents à l'avenir avant d'investir dans des sociétés qui présentent un enjeu de souveraineté tel que le nombre d'acquéreurs potentiels est restreint, mais, sur ce point, ce n'est pas à nous de juger si une entreprise est souveraine ou non. Nous n'aurions même pas accepté une offre d'une société qui nous aurait paru poser un problème, car nous savions très bien qu'elle ne serait pas un acheteur crédible à la fin. Dans ce cas précis, en toute bonne foi, nous pensions que Teledyne était un acteur acceptable.

Le plus important, c'est que cette société, aujourd'hui, se porte très bien.

*

* *

37. Audition de MM. Daniel Baal, président, et François Lefebvre, directeur général adjoint de la Fédération bancaire française (23 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. La commission d'enquête se consacre à la mise en lumière des comportements prédateurs de certains fonds d'investissement. Il nous est donc apparu nécessaire de connaître le regard que la Fédération bancaire française (FBF) porte sur des acteurs dont le poids ne cesse de

croître. Faiblement régulé, dominé par des acteurs de taille mondiale, l'écosystème des fonds d'investissement suscite l'attention, mais également des inquiétudes. Des pratiques contestables y prospèrent, liées notamment à des objectifs de rentabilité déraisonnables.

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

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

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

M. Daniel Baal, président de la Fédération bancaire française (FBF).

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

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

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

Tout risque pris entraîne la mise en réserve immédiate et proportionnelle de capitaux propres pour y faire face. Plus le niveau de risque estimé par le superviseur est élevé, plus le montant de capital immobilisé l'est également : à titre d'exemple, le coût pondéré en risque d'un crédit immobilier assorti d'une garantie crédit-

logement est de 9 % ; un financement octroyé à une toute petite entreprise (TPE) est pondéré à 23 % ; un crédit à une PME classique, à 52 % ; un investissement au capital d'une entreprise sous forme de capital-investissement est pondéré à plus de 100 %, il est compris entre 250 % et 400 %.

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

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

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

Compte tenu des contraintes que je viens d'évoquer pour les banques, le financement par le marché ou par les fonds peut être une solution dans certaines situations. Le financement par la dette n'est pas toujours pertinent, en particulier pour certains projets innovants ou certaines entreprises de petite taille. Le développement des financements en fonds propres paraît donc indispensable, notamment en Europe. Or ce rôle doit être assumé via l'accès au marché afin d'y

lever des fonds – les banques accompagnent alors souvent l’entreprise et jouent un rôle de conseil et de « placeur » dans le cadre d’opérations de haut de bilan, comme des introductions en bourse, des augmentations de capital ou des émissions d’obligations convertibles – ou par des investisseurs autres que les banques.

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

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

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

La profession bancaire plaide évidemment pour que les acteurs non bancaires, qui ont un rôle de prêteurs ou d’apporteurs de capitaux, soient soumis aux mêmes contraintes réglementaires que les acteurs bancaires, selon le principe « *mêmes activités, mêmes risques, mêmes règles*. ». C’est un sujet qui concerne la réglementation prudentielle et, aujourd’hui, ce n’est évidemment pas le cas. L’inquiétude actuelle se focalise beaucoup, d’une part, sur le manque de liquidité des fonds qui prêtent à des entreprises fortement risquées, et, d’autre part, sur la valorisation des crédits accordés à ces entreprises. Globalement, les banques françaises sont favorables à l’établissement d’un même niveau de réglementation

dès lors que les risques pris et les activités sont identiques aux leurs. Cela signifie que les acteurs non bancaires qui interviennent notamment sur le marché du crédit privé devraient être soumis à des règles macroprudentielles comparables à celles qui s'appliquent aux banques en matière de levier, de liquidité et de transparence.

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

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

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

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

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

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

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

et non l'ajout de nouveaux niveaux de fonds propres. C'est un sujet qui ne pourra pas être traité au plan français : il doit l'être au plan européen.

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

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

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

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

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

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

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

Ce que nous observons, depuis le début de cette commission d'enquête, c'est d'abord que personne ne parle de ces fonds d'investissement. Il n'y avait jamais eu de mission parlementaire qui porte spécifiquement sur eux, alors même qu'ils ont pris une ampleur considérable. France Invest, le lobby des fonds

d'investissement, dit lui-même que 10 % de l'emploi privé se trouverait maintenant dans des entreprises captées par ces fonds.

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

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

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

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

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

M. Daniel Baal. Je ne sais pas s'il faut parler de *shadow banking*. En tout cas, c'est un système de financement en dehors de la banque, c'est clair. Est-ce grave pour l'économie ? Cela peut avoir des conséquences, car certains fonds peuvent agir de manière qui ne soit pas positive pour celle-ci. La réalité, comme je l'ai rappelé tout à l'heure, c'est que, compte tenu des fortes contraintes réglementaires qui pèsent aujourd'hui sur les banques en Europe, il est nécessaire d'avoir une « soupape » pour financer l'économie et cette soupape est aujourd'hui cette finance qui, malheureusement, est peu ou pas régulée. Tel est le constat que nous faisons.

Les banques, les banques françaises notamment, souhaitent financer l'économie. D'ailleurs, elles le font très largement et les chiffres le montrent. Elles sont des partenaires des entreprises, mais aussi des ménages. Une banque qui ne prête plus ne fait plus son métier et elle cherche à trouver des solutions.

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

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

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

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

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

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

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

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pour être très claire, on l'a vu sur le cas Korian, par exemple, avec des niveaux d'endettement extrêmement importants

pratiqués en LBO, cette fois-ci par Apollo, que vous connaissez bien. Concrètement, quelle est la différence sur le niveau d'endettement possible par rapport aux fonds propres entre une banque et un fonds d'investissement ?

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

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

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

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

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

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

fonds étrangers et l'État ne fait rien, il n'a aucune marge de manœuvre. C'est un « trou dans la raquette » hallucinant.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Grâce à la régulation !

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

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

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Cela me semble clair.

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

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

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

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

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

très largement majoritaire et la plupart des entreprises ne sont financées que par les banques et leurs propres fonds propres.

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

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

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

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

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

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

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

*

* *

38. Audition de MM. Jérôme Garnache-Creuillot, président-directeur général, Julien Morelle, secrétaire général, et Laurent Collet-Billon, administrateur d'Eurolasma (23 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous retrouvons, trois semaines après leur première audition, M. Jérôme Garnache-Creuillot, président-directeur général, M. Julien Morelle, secrétaire général, et M. Laurent Collet-Billon, administrateur d'Eurolasma.

Le 2 avril dernier, vous vous étiez défendus avec vigueur contre les accusations de prédation portées contre vous. Vous aviez souligné le caractère stratégique des activités de défense de votre groupe et votre volonté de les développer selon une « perspective de long terme ». Or, une semaine plus tard, vous avez annoncé par communiqué de presse que vous entriez en négociation exclusive pour céder le pôle Défense du groupe Eurolasma pour 150 M€ (M€). Il est difficile de croire, compte tenu des délais nécessaires à la préparation d'une telle négociation, qu'elle n'ait pas été présente à votre esprit le 2 avril dernier, quand vous vous êtes exprimés devant notre commission.

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

(MM. Jérôme Garnache-Creuillot, Julien Morelle et Laurent Collet-Billon prêtent serment.)

M. Jérôme Garnache-Creuillot, président-directeur général d'Eurolasma. Il me semble utile de retracer rapidement l'histoire d'Eurolasma depuis sa reprise. En 2019, nous avons repris Eurolasma à la barre du tribunal de commerce dans le cadre d'un plan de continuation, alors que l'entreprise était sur le point d'être liquidée. À l'époque, l'activité d'Eurolasma était dédiée à la décarbonation et à la dépollution, notamment par le traitement des déchets dangereux (comme les déchets amiantés). Dans le cadre de ce plan de continuation, qui a permis de préserver l'intégralité des emplois, nous nous sommes attachés à redynamiser l'activité de traitement des déchets amiantés et avons mis un terme aux activités liées à la gazéification avancée, que nous estimions sans avenir, tant sur le plan économique qu'écologique.

Assez rapidement, nous avons constaté que, pour nous positionner sur le marché de la torche à plasma, il nous fallait impérativement abaisser nos coûts de production, notamment sur les systèmes de torches. C'est dans ce contexte que nous avons fait l'acquisition, toujours à la barre du tribunal de commerce, des activités des Forges de Tarbes. Cette reprise nous a permis d'internaliser la fabrication d'une partie des torches qui constitue l'un de ses éléments les plus onéreux, car elle

suppose l'acquisition et l'exploitation d'une forge pour de très petites séries. Nous sommes devenus acquéreurs des Forges de Tarbes au moment même où survenait une crise énergétique majeure, qui a compromis l'ensemble des dispositifs à plasma que nous déployions pour des entreprises très électro-intensives.

Alors que le prix du mégawattheure dépassait les 2 000 euros, la préoccupation prioritaire de nos clients (cimentiers, verriers, aluminiers, aciéristes, etc.) n'était plus de décarboner leurs processus industriels, mais de survivre.

Ce contexte a frappé de plein fouet le modèle économique des activités très énergivores d'Europlasma.

Notre activité de développement de projets de décarbonation, où la torche à plasma remplace une chauffe carbonée par une chauffe électrique décarbonée grâce à un flux d'électrons, s'est trouvée compromise. Simultanément, l'invasion de l'Ukraine par la Russie a éclaté. En conséquence, les Forges de Tarbes, héritières de l'arsenal français mais en sommeil depuis une trentaine d'années, sont redevenues un enjeu majeur de la souveraineté française. C'est ainsi que nous avons réorienté une partie de notre activité vers la défense. Dès mai 2022, nous avons présenté à la direction générale de l'armement (DGA) et au ministère des armées un projet d'accélération de la production d'obus de 155 mm pour le canon Caesar et d'autres, échelonné sur trois à quatre exercices.

Un peu plus tard, nous avons repris à la barre du tribunal de commerce de Lille l'entreprise Valdunes, aujourd'hui la seule usine française de fabrication de roues de train et d'essieux, avec l'idée de pouvoir y produire, notamment à la forge de Dunkerque, davantage d'obus de gros calibre. Bien que nous soyons passés à un autre modèle de défense à Dunkerque, pour des raisons techniques, l'objectif demeure de réussir à la fois le retournement de l'activité historique et le déploiement de nouvelles activités dans la défense. La force de nos projets, outre le fait qu'ils s'inscrivent dans un contexte où la défense est revenue à l'avant-plan, réside dans leur parfaite combinaison avec la valorisation d'une activité historique d'Europlasma : la production de combustible solide de récupération (CSR). La fabrication d'énergie verte à partir de déchets permet d'opérer un changement de paradigme énergétique pour toutes ces entreprises, en faisant de l'énergie non plus un coût, mais un produit. C'est ainsi que nous envisageons, à terme, le développement de chacune de ces entités.

L'année dernière, nous nous sommes mobilisés sur le dossier de la Fonderie de Bretagne, en imaginant pouvoir transformer cette usine, jusqu'alors entièrement dédiée à l'industrie automobile, pour la convertir à la production d'obus de mortier, à un moment où ce marché est très important. Nous nous sommes donc fixé l'objectif de produire des obus fondus dans une usine dotée d'une capacité de production unique, issue de la grande série automobile. Potentiellement, la Fonderie de Bretagne pourrait fabriquer plusieurs millions d'obus de mortier chaque année. Si tel n'est pas l'objectif immédiat, l'idée est bien de transformer cette usine et de l'orienter vers un secteur porteur, afin de lui donner le temps de se redéploier sur des marchés de diversification. Historiquement, le chiffre d'affaires de la Fonderie de Bretagne dans l'automobile était de 60 M€. Cette année, il sera de 8,5 M€ : il

fallait donc impérativement lui trouver un nouveau souffle. Nous avons repris 276 personnes sur 290 et le temps est une composante essentielle de cette transformation.

Voilà ce qu'est aujourd'hui le groupe Europlasma. Nous avons été très surpris, il y a trois semaines, car l'objet même de cette commission d'enquête parlementaire est la prédation sur des actifs stratégiques. Or les actifs que nous avons repris n'étaient plus stratégiques du tout, puisqu'ils étaient en liquidation. Nous les avons rendus stratégiques, c'est un fait. Aujourd'hui, ils le sont, et nous avons fait, de notre point de vue, le nécessaire pour être à l'abri d'une offre publique d'achat (OPA) hostile qui viendrait de l'étranger sur ces actifs.

Que l'on nous accuse de nouveau, c'est le délire de certains et nous avons du mal à le comprendre. Les termes « escroc » ou « frauduleux », qui ont été utilisés contre nous, relèvent de la calomnie, tout comme l'accusation de manipulation des cours. Je suis prêt à en débattre, mais je suis surpris que la représentation nationale, sans aucune preuve, se permette de nous affubler de tels épithètes.

Depuis l'origine, tous les plans que nous avons présentés ont été validés par des présidents de tribunal de commerce et font l'objet d'un suivi très étroit de leur part. Nous n'avons commis aucune des infractions que vous avez évoquées et sommes extrêmement attentifs à la réglementation, notamment en matière de communication sur les marchés financiers. Je suis donc ravi de pouvoir discuter de tout cela, de nouveau, mais je ne comprends pas pourquoi Europlasma se fait systématiquement injurier et calomnier par des personnes qui ignorent tout de cette réglementation.

Une commission d'enquête a vocation à poser des questions, car il y en a visiblement. Nous sommes tout à fait prêts à y répondre, mais pas à être en permanence calomniés.

M. le président Emmanuel Mandon. Vous venez de reprendre l'exposé que vous aviez présenté, il y a trois semaines : je l'avais gardé sous les yeux, ce qui en a facilité le suivi.

Formuler des interrogations et demander des réponses est notre rôle au sein d'une commission d'enquête : nous sommes là pour poser des questions. Ce qui nous interpelle, c'est le périmètre précis de vos activités. Votre présentation, que je commence à connaître, gagnerait à être plus précise pour expliquer réellement le périmètre des activités de défense du groupe Europlasma, avec une liste détaillée des entreprises concernées. Par exemple, quel est le lien entre vos activités de défense et la filiale Lafayette Défense ?

M. Jérôme Garnache-Creillot. Notre annonce récente n'a rien de surprenant, puisque nous avions communiqué, en juin ou en juillet de l'année dernière, sur le fait que, dans le cadre de notre développement et des besoins qu'il requiert, nous cherchions à faire évoluer notre modèle de financement en nous adossant à un fonds d'investissement. L'idée était de se mettre en quête d'un partenaire financier (un fonds d'investissement, plutôt un fonds de dette qu'un fonds

de *private equity*) ou d'un industriel capable de nous accompagner pour transformer notre modèle et monter en capacité et en qualité.

Vous avez récemment voté une loi de programmation militaire (LPM), qui dédie, je crois, pas moins de 8 Md€ aux munitions. Nous fabriquons des corps creux, pas des munitions complètes. Pour pouvoir intégrer rapidement et totalement la filière munitionnaire, nous avons besoin de nous adosser à des acteurs qui pourraient nous y aider. Notre modèle de financement, comme vous l'avez souligné, limite nos capacités. L'idée était donc de trouver un partenaire qui nous permettrait de franchir ces limites. Cette démarche date de l'année dernière. Il n'y a donc rien de surprenant au fait qu'il nous ait fallu un peu de temps pour préparer notre *data room* et une présentation pour les investisseurs.

Nous avons rencontré un certain nombre de fonds d'investissement et d'industriels à la fin du mois de janvier de cette année.

Dans le cadre de cette opération, qui consistait aussi à séparer les activités de défense, actuelles ou potentielles, des activités environnementales pour redonner de la lisibilité au groupe, nous avons décidé de créer une entité nommée « Lafayette Défense ».

Nous envisagions, via un transfert de titres, de céder à cette entité les parts d'Eurolasma dans les Forges de Tarbes, celles d'un établissement secondaire des Forges de Tarbes situé à Valdunes et, potentiellement, celles de la Fonderie de Bretagne : en somme, il s'agit de toutes les activités de fabrication de corps creux de moyen ou gros calibre, actuelles ou à venir. Voilà ce qu'est Lafayette Défense et ce qui constitue le périmètre de l'opération.

M. le président Emmanuel Mandon. À plusieurs reprises, vous avez fait allusion à des projets de développement à moyen terme : par exemple, la création d'un établissement secondaire industriel à Dunkerque d'ici 2027 ou encore la création d'une nouvelle usine à Tarbes, pour satisfaire vos objectifs de production d'obus. Nous nous interrogeons : cette ambition est-elle simplement nominale ou a-t-elle déjà fait l'objet d'études de faisabilité sérieuses ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Quand nous reprenons la Fonderie de Bretagne, nous ne nous disons pas : « *Reprenons la Fonderie de Bretagne et, avec un peu de chance, nous y fabriquerons des corps d'obus.* » C'eût été totalement incohérent et inconsistant. Avant la reprise, nous menons un certain nombre d'études techniques et nous discutons avec les ingénieurs locaux et les équipes de R&D. Nous nous assurons de la possibilité d'y fabriquer, au départ, des obus de mortier et nous vérifions la réalité du marché pour ces obus. Nous interrogeons des contreparties avec lesquelles nous travaillons déjà dans les métiers de la défense, via les Forges de Tarbes, et nous discutons également avec la DGA, par exemple.

Dès lors que nous sommes convaincus de l'existence d'un marché (ce qui n'est pas très très compliqué, dans le contexte actuel...), nous avançons. Avant la crise ukrainienne, il existait un certain nombre de forges en Europe et dans le monde capables de fabriquer des corps creux de moyen ou gros calibre. Avec la crise, un besoin énorme de gros calibre est apparu. Les munitionnaires, qui vendent un obus

de 155 mm entre 2 500 et 6 000 euros, préfèrent naturellement concentrer leur outil industriel sur des obus à 4 000 euros plutôt que sur des obus de mortier à 500 euros. Toute la capacité de forge de défense pour la fabrication de corps creux s'est donc orientée vers le gros calibre, abandonnant le moyen calibre, car une forge est contrainte par son hydraulique : si un cycle dure 90 secondes, on ne peut pas le réduire à 45 secondes. En d'autres termes, une fois les forges saturées par le gros calibre, il n'y a plus de place pour le moyen calibre, dont la production est partie en Inde, en Turquie et dans d'autres pays.

Nous nous sommes donc dit qu'une fonderie issue de l'automobile, avec ses larges capacités, était en mesure de produire des obus fondus en très grande quantité. Il fallait auparavant s'assurer que leur résistance à l'expulsion permette leur maintien, c'est-à-dire qu'ils ne se détruisent pas à l'intérieur des fûts. Une fois cette condition validée, nous savions que nous disposions potentiellement d'un outil industriel capable de produire des obus de mortier, mais aussi de 105, 80, 60 mm, etc., en grandes quantités et à un prix compétitif, car l'industrie automobile est très automatisée et rapide. Notre outil industriel était en très bon état. C'est ce pari que nous avons fait.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous ne vous avons pas convoqués pour une seconde audition afin que vous répétiez ce que vous nous avez déjà dit.

Vous nous servez le même discours. Nous vous auditionnons parce que, depuis trois semaines, il s'est passé un événement majeur : vous avez annoncé un projet de cession de 150 M€ à un investisseur français « mystère », portant sur l'ensemble de vos activités de défense. Ce n'est pas rien. Nous parlons d'activités militaires pour lesquelles le Président de la République lui-même a exprimé un souhait de souveraineté.

Vous êtes dirigeant d'Europlasma, financé par un fonds que j'estime crapuleux : Alpha Blue Ocean. Je l'ai étudié : non pas frauduleux, mais crapuleux. Et s'ils veulent venir s'expliquer, qu'ils le fassent. Le problème, c'est que cela fait un certain temps que nous demandons une audition de son fondateur, M. Pierre Vannineuse, qui se la coule douce aux Bahamas après avoir empoché je-ne-sais-combien grâce à un certain nombre de manipulations sur le dos d'Europlasma (et donc de ses usines).

Vous êtes ici devant la représentation nationale. Je vous demande donc un minimum de respect : ne nous prenez pas de haut, ne nous dites pas que nous n'avons rien compris. Il se trouve que j'ai fait un signalement – et je l'assume – pour possible manipulation de cours à l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui a parfaitement compris la situation puisqu'elle m'a répondu qu'elle allait étudier le cas. Nous sommes donc fondés à nourrir un très sérieux doute. Il ne sert à rien de faire comme si nous étions des novices qui ne comprenaient rien. En réalité, je pense que nous avons très bien compris le risque qui pèse aujourd'hui sur la production d'activités militaires, par le biais d'Europlasma et d'Alpha Blue Ocean.

Nous vous avons auditionnés, il y a trois semaines, et vous nous disiez vouloir consolider votre engagement dans le secteur de la défense. Puis nous apprenons l'existence d'un repreneur potentiel. Bercy nous a déclaré, tout à l'heure,

ne pas être au courant. Nous ne savons pas qui est cet investisseur français mystère. En tout cas, ce qui est clair, c'est qu'il y a trois semaines, soit vous nous avez menti – ce qui est un manque total de respect envers la représentation nationale, – soit vous n'aviez aucune idée de cet investisseur – et, dans ce cas, c'est votre crédibilité qui est en cause. Nous avons la désagréable impression de nous être fait mener en bateau.

Ce ne serait pas la première fois que vos annonces ne sont pas suivies d'effets, d'où mon signalement à l'AMF. Et, comme par hasard, vous émettez un million d'obligations convertibles en actions quelques heures après l'annonce ; le cours de l'action triple et cela fait beaucoup d'argent pour Alpha Blue Ocean et ses différents associés. Plusieurs M€ sont en jeu dans cette affaire, ce qui explique mon signalement.

Quand avez-vous décidé de vendre ? À quel moment les pourparlers ont-ils commencé ? Confirmez-vous qu'il existe un investisseur français pour une vente potentielle à 150 M€, comme vous l'avez annoncé ? Quel est cet investisseur mystère ? Par ailleurs, avez-vous des contacts avec le ministère des armées à ce sujet ? Et, surtout, comment pouvez-vous annoncer une valorisation de 150 M€ alors que vous avez racheté ces actifs pour quelques millions d'euros, que vous nous avez expliqué vous-même que la presse de Valdunes datait du plan Marshall et que la production industrielle de corps creux n'a pas encore démarré à la Fonderie de Bretagne ou à Valdunes ? J'avoue ne pas comprendre comment une telle estimation peut être établie.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Je ne suis pas Alpha Blue Ocean. La dernière fois, vous m'avez demandé si je pouvais vous donner les coordonnées de M. Pierre Vannineuse. J'ai consulté Google : je vous invite à le faire, vous aurez ses coordonnées, c'est très simple.

Nous n'avons pas décidé de céder l'ensemble des activités de défense, nous avons décidé de chercher un partenaire. Nous avons présenté ce projet à un certain nombre de contreparties. Et évidemment, lorsque nous nous sommes vus il y a trois semaines, nous étions déjà en discussion avec cette contrepartie-là... et avec d'autres, car il n'y a pas qu'un seul investisseur qui s'intéresse au projet.

Je suis tenu à des obligations de confidentialité et au secret des affaires, mais je peux vous dire que ce partenaire pressenti est français, qu'il appartient au secteur de la défense et qu'il a une longue carrière dans ce domaine. Nous avons évidemment tenu l'AMF informée avant même de communiquer, ainsi que la DGA. Il a rencontré la DGA. Aujourd'hui tout le monde, au niveau de la DGA et du cabinet du ministre, sait de qui il s'agit.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Mais pas Bercy.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. À quel titre devrais-je informer Bercy ? C'est un sujet de défense, vous l'avez dit vous-même. Mon objectif était de préserver les actifs que nous avons rendus stratégiques (pour certains) ou qui l'étaient déjà et de nous adosser à un partenaire pour avoir les moyens de développer notre projet. Il se trouve que cet investisseur a une idée très précise du projet que

nous voulons déployer et que c'est à peu près le même que celui qu'il souhaitait mettre en œuvre. L'intérêt, pour lui, est de gagner trois ans sur son propre calendrier.

Je ne vais pas vous faire un cours de finance d'entreprise, mais ce n'est pas parce qu'une société fait 10 M€ de pertes qu'elle ne vaut rien. Prenons un exemple simple : la France a un déficit budgétaire de 152 milliards d'euros (Md€) en 2025, 3 000 Md€ de dette et vous allez voter un budget en déficit de 5 % cette année. Pour autant, la valeur de la France est-elle de zéro ? La connaissez-vous ?

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. C'est moi qui pose les questions, pas vous.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Je vais vous la donner. L'Insee et la Banque de France valorisent la France à 16 500 Md€.

Nous sommes en plein dans le sujet. Ce n'est pas parce qu'une ligne d'activité perd de l'argent que l'ensemble des actifs ne vaut rien. Ceux qui s'intéressent aujourd'hui à ce projet valorisent l'activité réelle des Forges de Tarbes. Celles-ci font partie de la base industrielle et technologique de défense (BITD) et les entreprises équivalentes de la BITD européenne sont valorisées, en moyenne, à 22,8 fois leur bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, Ebitda). Dans les opérations de fusions-acquisitions actuelles, c'est le multiple de référence. Si vous travaillez sur les atterrissages d'Ebitda, qui sont de 5 ou 6 M€ maintenant et seront bien plus élevés en 2027-2028, vous arrivez très vite à des valorisations de l'ordre de 150 M€.

La question n'est pas de savoir si cela les vaut aujourd'hui, mais d'éviter de dire que c'est impossible, car c'est tout à fait le montant des transactions actuelles. Si vous cherchez la valorisation d'entreprises comme les Forges de Tarbes, vous verrez que nous sommes en plein dans la plaque.

C'est pour cela qu'on prépare un *pitch deck* pour les investisseurs : on valorise les actifs à l'instant *t*, mais aussi ce qu'ils vaudront une fois en production, notamment la Fonderie de Bretagne. Si vous y intégrez trois cent mille, cinq cent mille ou un million d'obus de mortier, la valorisation de la Fonderie de Bretagne devient excellente.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Si vous arrivez à trois millions d'obus, c'est sûr que vous allez crever le plafond...

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je voudrais vous rappeler que vous êtes devant la représentation nationale. Un minimum de respect s'impose devant les élus du peuple. J'avoue que votre ton est vraiment insupportable et je pense que ce sentiment est partagé.

Il y a, premièrement, votre mépris, votre dédain et votre façon de dire que nous n'avons rien compris, ce qui est en fait une manière de vous exonérer des questions que nous vous posons. Deuxième tactique bien connue que vous utilisez : vous nous parlez d'autre chose quand nous vous posons des questions très précises. Troisièmement, vous nous prenez pour des billes : le numéro de téléphone que vous mentionnez est un numéro en France et vous savez très bien que monsieur

Vannineuse n'y habite pas. Il « poste » suffisamment de photos depuis les Bahamas pour que nous sachions où il se trouve. Nous parlons de votre principal financeur, ce n'est donc pas un sujet qui vous est complètement étranger : c'est un financeur qui fonctionne par obligations convertibles en actions et bons de souscription d'actions (Ocabsa) et qui a très certainement empoché plusieurs millions rien que par votre annonce, il y a trois semaines, d'un potentiel investisseur français dont nous ne connaissons toujours pas l'identité.

Bercy nous a affirmé ne pas connaître cette identité. Vous nous répondez que c'est à l'AMF et à la DGA de le savoir, comme si Bercy ne gérât pas ce genre de situation, comme si Bercy n'avait pas des prérogatives en la matière. Franchement, je vous conseille, y compris parce que cette audition est publique, de changer de ton et d'arrêter de nous prendre pour des imbéciles.

Il y a dix jours, quand vous nous avez dit que vous vouliez consolider votre engagement dans le secteur de la défense, nous avez-vous menti ou n'étiez-vous toujours pas au courant de ce projet de cession ? Ce que vous nous expliquez est complètement incompréhensible. Pour ma part, j'ai l'impression que vous nous avez menti.

M. Jérôme Garnache-Creillot. Sur quoi aurais-je menti ?

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quand vous déclarez, il y a dix jours, vouloir consolider votre engagement dans le secteur de la défense et que, dix jours après, vous annoncez vouloir vendre toutes vos activités de défense pour une telle somme, je pense que tout le monde comprend qu'il y a une certaine contradiction. Vous affirmiez vouloir consolider votre engagement dans la défense : maintenez-vous toujours cette affirmation, alors qu'entre-temps vous avez annoncé votre projet de cession ?

M. Jérôme Garnache-Creillot. Tant que nous n'avons pas d'offre ferme, il s'agit d'une potentialité, non d'une réalité. Lorsque nous nous sommes vus la dernière fois, nous étions en discussion avec plusieurs fonds et plusieurs industriels, dont un qui, effectivement, est prêt à embarquer la totalité des actifs. Donc oui, nous avons l'intention (et avons toujours l'intention) de consolider notre engagement dans la défense.

Il se trouve en effet que dans cette offre, qui n'est pas publique, nous ne sommes pas en dehors du projet : ce n'est pas parce que vous cédez les parts que vous êtes en dehors du projet. Ce projet est exactement dans la ligne de ce que nous ambitionnions et nous y serons encore associés.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous annoncez, il y a quelques jours, vouloir et devoir céder l'entière de vos activités de défense. Dix jours avant, vous nous disiez vouloir consolider votre engagement dans ces mêmes activités. Je pense que n'importe qui nous écoutant, la presse, les citoyens, a bien compris la contradiction. Comment pouvez-vous défendre la compatibilité de ces deux annonces ? En réalité, j'en conclus que vous nous avez menti il y a dix jours. C'est grave, parce que c'était devant la représentation nationale et cela signifie que tout

ce que vous nous dites aujourd'hui peut, à nouveau, relever du mensonge. C'est ainsi que je l'interprète.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Ce n'est pas parce que vous répétez à l'envi que nous avons menti que cela devient une réalité. Je viens de vous répondre : tant qu'il n'y a pas d'offre ferme sur la table, je travaille avec un certain nombre de contreparties. La majorité d'entre elles sont intéressées par une entrée au capital de Lafayette Défense.

Et puis il y a un industriel français. Nous sommes dans une audition dont l'objet est la prédation des actifs stratégiques français : il est français, il est industriel, il porte un projet qui correspond à ce que nous voulions faire et, dans ce projet, en termes de gouvernance, nous serons associés. Donc, à partir du moment où nous sommes associés à la gouvernance dudit projet, nous ne nous désengageons pas – c'est même l'inverse. La seule différence, c'est qu'il amènera des moyens que nous n'avons pas.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous êtes extraordinairement moderne. D'une certaine façon, vous avez inventé l'industrie « quantique », celle qui veut à la fois consolider et vendre. Vous êtes *et dedans et dehors*, c'est extraordinaire.

Plus sérieusement, vous avez commencé en évoquant certains vocables qui ont pu être utilisés pour qualifier vos activités : « frauduleuses », « escroc », c'est moi qui les ai employés. Et si vous voulez m'en faire répondre, vous pouvez entamer le genre de procédure que vous avez décidé d'engager contre une représentante syndicale. J'y suis prêt, je n'attends que cela. Cela permettra d'établir les faits, rien que les faits. Et je me fais fort de prouver mes dires. Mais moi, je ne suis pas représentant syndical et je peux vous garantir que cela fera du bruit.

Vous nous expliquez avoir un projet de cession qui consisterait à vouloir adosser vos activités. On ne peut pas à la fois céder et adosser ses activités.

M. le président Emmanuel Mandon. Ce n'est effectivement pas possible.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Je me permets de vous signaler également que, lors de votre précédente audition, vous nous avez expliqué que Bercy venait vous chercher pour vous engager à reprendre telle ou telle entreprise en difficulté. Maintenez-vous cette affirmation ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Oui, ils nous consultent, comme une centaine d'autres entreprises, pour savoir si nous serions intéressés par la reprise, par exemple, de la Fonderie de Bretagne ou de Valdunes. Ce n'est pas spécifiquement nous, mais un panel de repreneurs qu'ils consultent.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Cela change beaucoup les choses par rapport à la dernière fois : on a l'impression de passer de « *On rend des services à l'État.* » à « *Ils ouvrent l'annuaire.* ».

Vous dites avoir « rendu stratégiques » certains actifs. Comme vous avez manifestement suivi les discussions qui ont concerné Europlasma, hier, devant la commission de la défense nationale, vous aurez noté l'avis assez clair de la ministre des armées sur le sujet. Elle fait une distinction très nette entre la Fonderie de

Bretagne et les Forges de Tarbes, précisant que rien de stratégique n'était sorti de la Fonderie jusqu'à présent. Considérez-vous que la Fonderie de Bretagne est désormais, grâce à vous, un actif stratégique ?

M. Jérôme Garnache-Creullot. Pour l'instant, nous n'avons pas de production en série à la Fonderie de Bretagne, puisqu'elle est à l'arrêt après l'incendie. Une fois que nous aurons relancé la production, nous commencerons effectivement à y produire des obus.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Concernant la valorisation de vos actifs, vous nous avez suggéré de consulter une intelligence artificielle. J'en ai utilisé une qui me donne un chiffre de 50 M€, mais elle ne calcule sans doute pas bien. Vous nous avez dit que si vous intégrez un million d'obus aux fonderies, alors la valorisation sera très bonne. Je vous recommande de ne pas vous arrêter à ce chiffre : vous devriez valoriser à deux, trois, voire quatre millions d'obus, rien n'est impossible. Vous aviez prévu de faire des obus à Valdunes, à la Fonderie de Bretagne, vous aviez l'idée de les faire à Tarbes... Nous n'avons jamais rien vu. À un moment, je crois que vous êtes trop modeste : ne vous arrêtez pas là et vous obtiendrez bien plus que 150 M€.

J'aimerais que vous m'expliquiez comment vous imaginez pouvoir valoriser une activité sur la base d'un carnet de commandes de plusieurs centaines de milliers de pièces, alors que, depuis la reprise des Forges de Tarbes, vous n'avez pas été capable de monter à une production de quatre-vingt mille obus, vous êtes toujours en dessous de soixante-mille. Soit votre valorisation se fonde sur une expérience récente et probante, soit elle ne se fonde sur rien.

M. Jérôme Garnache-Creullot. Je vous laisse à vos chiffres, vous avez l'air de les connaître beaucoup mieux que moi, mais, malheureusement, ils sont faux. Comme il est faux de dire que nous avions annoncé la fabrication de cent soixante mille obus en 2025. Nous avons dit qu'à la fin 2025, nous serions sur une capacité mensuelle de quatorze mille obus, ce qui correspondrait effectivement à cent soixante-huit mille pièces par an. C'était l'objectif que nous avons fixé en 2022, lors d'une réunion au ministère des armées : être, fin 2025, sur un rythme annuel à cent cinquante mille ou cent soixante mille obus.

Une fonderie, c'est complètement différent. À Tarbes, au mieux du mieux, nous fabriquerons un obus toutes les quatre-vingt-dix secondes, une fois la modernisation achevée. Au contraire, la Fonderie de Bretagne est une ligne de production automatisée qui a une capacité de deux cents moules par heure, à raison de huit obus par moule, soit mille six cents obus de mortier à l'heure.

Dans notre plan de reprise, nous n'avons jamais annoncé deux ou trois millions d'obus : nous en avons annoncé deux cent cinquante mille l'année dernière, que nous n'avons pas faits, puis trois cent cinquante mille cette année et sept cent mille l'année prochaine. Nous ne sommes donc pas du tout sur des valorisations en « millions d'obus » pour la Fonderie de Bretagne.

Quant à l'évaluation des Forges de Tarbes à 50 M€ que vous avez trouvée, ce n'est pas moi qui l'ai faite, ce sont deux cabinets indépendants en 2023, sur la

base de la production de 2023. Ce que je vous ai dit, c'est qu'aujourd'hui, la valorisation d'une entreprise de défense en Europe, c'est 22,8 fois l'Ebitda dans toutes les dernières transactions de fusions-acquisitions : je vous donne juste des statistiques.

Le chiffre de 150 M€ n'est pas une valorisation de notre part : c'est le prix qu'un acteur est prêt à payer pour une entreprise qui lui fait gagner trois ans sur son projet de devenir un munitionnaire français. Nous lui avons indiqué le prix : s'il lui convient, tant mieux ; je suis ravi pour lui, il a un très beau projet et nous allons l'accompagner.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). La dernière fois, je vous avais interrogé sur une annonce de mai 2023 portant sur cinq cent mille corps creux pour le compte de Bizzell Europe, pour un montant « Catalogue » de 140 M€. Le 17 février 2023, vous annonciez un contrat majeur avec la République tchèque pour cinquante mille corps creux, avec un engagement de livraison de trente-et-un mille unités en 2025. Qu'en est-il advenu ?

J'aimerais savoir ce qu'est devenue Bizzell, étant donné qu'il y a manifestement un contentieux particulièrement louche entre elle et une filiale qui se serait créée en concurrence (Bizzell Munitions Corp., je crois). Pouvez-vous nous expliquer quelles sont vos relations avec Bizzell aujourd'hui ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Nous avons signé un contrat avec Bizzell, qui est d'ailleurs entré au capital et nous en avons discuté avec la DGA.

Le contrat a commencé à s'exécuter et il est toujours en cours. En réalité, nous attendons qu'un conflit entre les associés de Bizzell soit réglé. Mais je ne veux pas livrer des corps d'obus à une entité dont je ne sais pas par qui elle est dirigée. Pour l'instant, ce contrat est donc vivant, mais en suspens. Nous pourrions continuer à envoyer des obus de 155 mm chez Bizzell, mais nous attendons que le sujet soit réglé. Je ne veux pas me mettre en risque tant que je ne sais pas qui est le patron de Bizzell. Au départ, les livraisons de corps creux se passaient très bien, mais un conflit a éclaté entre les deux associés. Nous parlons d'armement.

M. Belkhir Belhaddad (SOC). Je suis assez surpris par le ton que vous avez employé au début de votre propos, un ton plutôt professoral vis-à-vis de la représentation nationale. Nous avons aussi nos expériences, certains d'entre nous n'ont pas fait que de la politique toute leur vie : j'ai travaillé pendant vingt ans dans l'industrie hospitalière. Ces expériences sont ce qui nous permet de faire avancer des dossiers comme celui de la réindustrialisation de notre pays. Elles sont importantes dans notre travail de législateur.

J'ai vraiment du mal à comprendre votre stratégie. Quel est votre métier aujourd'hui ? Que faites-vous ? J'ai du mal à percevoir les véritables raisons pour lesquelles vous souhaitez vous défaire de cette partie Défense, alors même qu'une ambition stratégique a été évoquée à de nombreuses reprises par le Président de la République.

Député de la circonscription d'Hagondange, je souhaiterais connaître vos intentions sur le dossier NovAsco. J'ai vu que vous vous intéressiez à ce dossier de

reprise et j'étais plutôt agréablement surpris, vous connaissant pour la reprise de la Fonderie de Bretagne. Je connais très bien mon collègue Jean-Michel Jacques. J'aurais souhaité connaître vos réelles intentions et le périmètre que vous souhaitiez reprendre, sachant qu'il y avait un volet de diversification vers la défense. Vous savez pertinemment qu'en volume, vous n'arriverez jamais à atteindre rapidement, ni même à moyen terme, dans le secteur de la défense les volumes de l'automobile. C'est pourquoi je m'interroge sur votre stratégie, notamment par rapport à l'activité de défense.

M. Jérôme Garnache-Creullot. Je suis désolé si le ton employé a pu vous heurter, ce n'était pas mon intention.

Nous partageons la même préoccupation en matière de réindustrialisation. Les entreprises que nous avons reprises étaient des entreprises dont tout le monde pensait qu'elles allaient disparaître. La seule chose que nous avons faite, c'est d'aller à la barre du tribunal pour essayer de redynamiser des entreprises qui étaient mortes.

Notre stratégie est relativement simple. Nous essayons, au moyen de la défense, de redynamiser très rapidement notre activité, car la défense est un énorme vecteur de redynamisation. Cela nous permet de changer le modèle économique structurel de ces entreprises, ce qui, pour nous, passe par l'enjeu énergétique. Nous reprenons systématiquement des entreprises dont les coûts de production sont plombés par l'énergie par rapport à leurs concurrents. Vous avez raison, à la Fonderie de Bretagne, je ne retrouverai pas les rythmes de production de l'époque de Renault : nous ne ferons pas 60 M€ de chiffre d'affaires à ce rythme. En revanche, un million d'obus, soit huit fois moins de pièces que ce qui était fait pour Renault, représente 100 M€ de chiffre d'affaires avec une marge d'environ 30 %, ce qui permet de rééquilibrer immédiatement le résultat de l'entreprise.

La défense est, pour nous, un énorme accélérateur de retournement. À Hagondange, le but était d'adapter l'outil industriel, de capter les marchés et de se positionner. La grande différence avec l'industrie automobile, où les marges étaient faibles sur huit millions de pièces, c'est que les marges dans la défense, aujourd'hui, sont bien plus importantes. Voilà l'accélérateur.

Si je prends l'exemple de Valdunes, accélérer fortement la production nous donnerait un souffle immédiat mais, sur la durée, la pérennité de la fabrication de roues de train et d'essieux ne passera que par un changement structurel des coûts de production, qui passe uniquement par celui de l'énergie. Nos compétiteurs n'ont pas les mêmes prix de l'énergie, ni les mêmes coûts de main-d'œuvre, et leur outil de production est neuf. En République tchèque, en Ukraine, en Italie, ils ont un outil industriel plus performant et une énergie qui ne coûte quasiment rien. Sans une révolution sur l'énergie, nous n'avons aucune chance. La défense est un accélérateur, car elle nous amène très vite sur un marché rentable, qui permet de financer cette transformation structurelle.

C'est exactement ce que nous voulions faire avec NovAsco. Notre projet intégrait la matière première dans la partie Défense. Nous avons un accord avec Ovako, considéré comme le meilleur aciériste d'Europe en termes de qualité et qui

est aussi le troisième aciériste mondial. Il nous livrait l'acier et nous garantissait un fonds de roulement d'environ 60 M€. Il voulait entrer dans la défense pour alimenter l'État français et l'Allemagne.

L'idée était de créer un pont logistique entre la Suède et Dunkerque : on laminait, coupait, testait et contrôlait à Dunkerque, puis on fabriquait les obus. C'est pour cela que, dans notre projet pour Hagondange, nous ne gardions que les fours. Nous ne pouvions pas conserver la ligne de production, qui aurait été en Suède, car nous ne disposions pas de 150 M€ à réinvestir pour refabriquer de l'acier à Hagondange. Nous proposons donc un projet où nous étions adossés à un industriel de l'acier de premier plan, qui nous garantissait le fonds de roulement, la logistique et le développement sur des nuances d'acier définies.

M. le président Emmanuel Mandon. Je repose une question à laquelle vous ne m'aviez pas répondu, la dernière fois. Vous êtes à la fois dirigeant social, responsable juridique et actionnaire de la société Europlasma, à hauteur de 0,38 % selon les documents officiels, via le fonds Zigi Capital, lui-même investisseur d'Alpha Blue Ocean. Je vous demandais si une telle situation ne risquait pas de créer une confusion dommageable et vous ne m'aviez pas répondu, tout en rappelant que, selon vous, Alpha Blue Ocean était un peu le « banquier » d'Europlasma. Je me permets donc de vous poser cette question.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Zigi n'existe plus ou ne va plus exister dans peu de temps.

Quand nous avons voulu reprendre Europlasma, dont la liquidation avait déjà été demandée par deux fois, le tribunal de commerce de Mont-de-Marsan nous a demandé de financer les dettes auprès des fournisseurs et les dettes sociales de l'entreprise. J'ai pris un risque énorme en empruntant 2 M€ pour payer ces dettes, afin de proposer un plan de continuation, sans aucune garantie qu'il serait validé. Nous nous sommes substitués au débiteur, en faisant le pari que le plan serait accepté et que nous pourrions convertir la dette que nous avions souscrite en titres de contrôle d'Europlasma. C'est ce que nous avons fait à travers Zigi Capital.

Quand je dis désormais que Zigi « ne sert plus à rien », c'est que je me suis autodilué, j'ai été le premier à être dilué. J'avais financé environ 2 M€ à travers Zigi et, au fur et à mesure des réductions de capital et des regroupements d'actions, ma participation s'est réduite. Aujourd'hui, Zigi n'a plus d'actions. À force de regrouper les titres, par exemple en divisant leur nombre par dix mille, l'ensemble des titres que nous avions au début ne vaut plus rien. Zigi détient 0 % du capital d'Europlasma, depuis un bon moment.

M. le président Emmanuel Mandon. Vous m'inquiétez, car il me semble que vous devriez être parfaitement clair sur ces relations...

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je m'adresse maintenant à monsieur Collet-Billon, au titre de votre fonction de vice-président d'Atos.

Vous savez que c'est un très gros dossier pour notre commission d'enquête, qui porte sur les fonds prédateurs, étant donné qu'Atos a été repris par des fonds d'investissement étrangers, voire des fonds spéculatifs. Pourriez-vous nous dire,

avant de poursuivre, puisque nous vous retrouvons à la fois comme administrateur d'Eurolasma et vice-président d'Atos, dans quelles autres entreprises vous siégez ? Est-ce uniquement Eurolasma et Atos ou y en a-t-il d'autres, après que vous avez quitté vos fonctions de délégué général pour l'armement en 2017 ? D'ailleurs, est-il habituel qu'un ancien délégué général siège dans autant de sociétés après avoir exercé ses fonctions ?

M. Laurent Collet-Billon, administrateur d'Eurolasma. Je ne me suis pas intéressé à la vie professionnelle de mes prédécesseurs une fois qu'ils ont quitté leurs fonctions.

Je siége au conseil d'administration d'Eurengo, une société de la défense qui fait des matériaux énergétiques (anciennement SNPE). J'y suis au titre d'administrateur proposé par l'État, en l'occurrence par Bercy. C'est ma seule autre activité dans un conseil d'administration.

Je suis également dans une entreprise de drones qui s'appelle Fly-R, où je joue un rôle parfaitement opérationnel. C'est une entreprise basée à La Réunion et nous cherchons à développer de petits drones, marché dont l'actualité montre tout l'intérêt.

Pour compléter vos propos, je suis vice-président du conseil d'administration d'Atos, mais absolument en dehors de l'opérationnel.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Comment passe-t-on ainsi de la fonction de délégué général à des sièges dans plusieurs conseils d'administration ? La Haute Autorité pour la transparence de la vie publique (HATVP) émet-elle un avis ? Et si des avis ou des contrôles ont eu lieu, quels sont-ils ?

M. Laurent Collet-Billon. Toutes ces prises de fonction se sont passées largement après les trois ans de réserve imposés par le code de la déontologie. Je n'ai jamais rien fait, en la matière, avant l'expiration de ce délai de trois ans.

Pour être tout à fait transparent, j'ai aussi créé ma société personnelle de conseil (LCB Conseil), une société unipersonnelle dont la déclaration est passée devant le comité de déontologie propre aux militaires de la défense. J'ai eu un certain nombre de restrictions indiquées par ce comité, restrictions que je respecte, évidemment.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pourriez-vous nous indiquer l'ensemble des rémunérations que vous touchez en tant que vice-président d'Atos et qu'administrateur de ces différentes sociétés, en y ajoutant LCB Conseil ?

M. Laurent Collet-Billon. Pour LCB Conseil, je suis à quatre mille euros bruts par mois. Pour le conseil d'administration d'Atos, cela devrait être de l'ordre de cent mille euros en 2026. Pour les conseils d'administration des Forges de Tarbes et d'Eurolasma, je vous ai indiqué les montants la dernière fois. Comme je suis administrateur pour le compte de l'État chez Eurengo, l'État prélève automatiquement 30 % de la rémunération.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Cela ne donne pas la rémunération. Quarante mille euros pour tous les autres ?

M. Laurent Collet-Billon. Voilà.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous êtes donc autour de deux cent mille euros au titre de ces différentes fonctions. J'imagine que le fait que vous ayez été délégué général a joué un rôle dans ces nominations.

Nous avons auditionné, la semaine dernière, les représentants du personnel et le PDG d'Atos, qui ne nous ont absolument pas rassurés sur l'avenir de ce fleuron français du numérique. Vous qui siégez au conseil d'administration et en êtes le vice-président, en tant qu'ancien délégué général, pouvez-vous nous dire si vous avez connaissance des exigences de la DGA de regrouper toutes les activités de défense et de cybersécurité d'Atos dans une seule filiale pour les préserver des risques qui pèsent sur elles ? Nous avons appris que la DGA aurait demandé que toutes les activités de cybersécurité et militaires sensibles qui restent aujourd'hui dans Atos soient regroupées dans une entité nommée Avantix. Pourriez-vous confirmer ou infirmer cette information ?

M. Laurent Collet-Billon. L'État souhaite effectivement regrouper toutes ces activités. Elles sont déjà regroupées dans un périmètre qui est celui d'Eviden Defence, aujourd'hui, avec une migration progressive vers Avantix qui est en cours. C'est très compliqué : le *carve-out* et le regroupement dans des sociétés du type d'Avantix sont des opérations redoutables du point de vue des délais et sur le plan juridique. Je ne suis pas un spécialiste, mais je confirme qu'il existe bien une demande en ce sens.

Un comité de sécurité, avec des représentants de l'État, se réunit très régulièrement pour s'assurer de la préservation et du développement des activités de défense. De mémoire, il n'y a d'ailleurs pas que la défense, il y a également un représentant de la direction générale des entreprises de Bercy.

Les contrats sont en cours de transfert, dans un cadre cohérent avec les obligations d'Atos, et nous faisons extrêmement attention à répondre aux exigences de surveillance de la DGA et à la préservation des intérêts de l'État dans ces domaines.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Lors de l'audition de Bercy, tout à l'heure, les responsables de la direction générale du Trésor, de l'Agence des participations de l'État (APE) et de la direction générale des entreprises (DGE) ont déclaré ne pas être au courant de cette demande de la DGA. Qui siège dans ce comité de sécurité au titre de l'État ?

M. Laurent Collet-Billon. L'interlocuteur est la direction de l'industrie de défense (DID) de la DGA. Des personnes y sont spécialisées dans le suivi des entreprises et je pense qu'elles se feront un devoir de répondre à votre question, si vous la leur posez. À une certaine époque, la mise en place de ce comité de sécurité a été pilotée directement par M. Emmanuel Chiva, qui fut l'un de mes successeurs à la tête de la DGA.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pourquoi ce projet de rassemblement des activités dans Avantix, qui est une demande de la DGA que vous nous confirmez

et qui devait être effectif, il me semble, le 1^{er} janvier 2026, a-t-il, à votre connaissance, été annulé ?

M. Laurent Collet-Billon. Je ne pense pas que le projet soit annulé. Le comité de sécurité, lui, existe et est en place, quoi qu'il arrive. Je ne sais pas vous répondre sur le fait qu'il serait annulé. Je vérifierai, mais à ma connaissance, il ne l'a pas été.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous avons d'autres informations, on nous affirme, au contraire, qu'il n'y a pas de rassemblement de ces activités.

Par ailleurs, des représentants de salariés nous disent que ce seraient les créanciers-actionnaires qui se seraient opposés à ce rassemblement, sur la base de ce qu'ils auraient entendu de la part des dirigeants d'Atos.

Cela suggérerait qu'il y a des décisions de concert de la part des actionnaires, qui sont des fonds étrangers, je le rappelle. En tout cas, ce qui est sûr, c'est qu'un problème se pose, car il existe des versions contradictoires entre ce que vous nous dites, ce que peut nous dire la direction d'Atos, ce que nous disent les représentants des salariés et ce que nous dit Bercy.

M. Laurent Collet-Billon. En matière de suivi de la sécurité des activités de défense, l'interlocuteur principal est la DGA : c'est parfaitement clair. Que Bercy n'arrive pas à se coordonner suffisamment avec la DGA, c'est possible, je n'exclus rien, j'ai déjà vécu de telles situations dans ma vie professionnelle antérieure. Mais ce qui est certain également, c'est qu'il n'y a pas d'intervention des créanciers qui ont contribué à refinancer la dette : ils font extrêmement attention à ne pas être présents, il n'y a aucun représentant de ces créanciers au conseil d'administration (ce qui est significatif). Le conseil est aujourd'hui constitué de personnalités indépendantes, cela n'a pas toujours été le cas – dans le parcours extrêmement compliqué de la vie d'Atos, nous avons ainsi eu la présence, au conseil d'administration, de M. David Layani lorsqu'il y a investi : lui n'était pas indépendant, par la force des choses, puisqu'il y avait mis 70 M€.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Monsieur Collet-Billon, vous avez été, si j'en crois la presse, désigné comme médiateur s'agissant du programme de système de combat aérien du futur (SCAF). La dernière fois, je vous avais demandé si vous aviez été l'auteur d'un rapport sur la filière Munitions ; en réponse, vous aviez indiqué ne pas avoir reçu de lettre de mission et donc ne pas avoir accompli cette tâche. Avez-vous bien eu une lettre de mission pour être médiateur dans l'affaire du SCAF ? Quelles sont les conditions de cette médiation ?

J'imagine qu'Atos est intéressé au projet SCAF, probablement en tant que prestataire de Dassault notamment. Ce point ne fait-il pas obstacle à votre désignation à ces fonctions de médiateur ?

M. Laurent Collet-Billon. Je ne dispose d'aucune lettre de mission pour la médiation. Je n'irai pas plus loin sur ce terrain, car vous comprendrez que le contenu de cette médiation ne m'appartient pas : il appartient à ses protagonistes. Cette médiation porte sur une partie spécifique du programme SCAF (phase II) et non sur l'intégralité du programme. Cette phase vise prioritairement la réalisation d'un

démonstrateur, lequel emploie majoritairement des composants existants et ne requiert que très peu de développements nouveaux. Par conséquent, il n'existe, à l'heure actuelle, aucune interface de développement entre Atos et Dassault Aviation : sont donc, par exemple, utilisés toutes les interfaces de vol du Rafale ou son moteur habituel. Si j'en crois la presse, la médiation vise principalement à régler des différends relatifs aux interfaces et aux relations entre Dassault Aviation et Airbus Defence and Space : c'est à ce niveau, celui des relations entre maîtres d'œuvre et sous-traitants, que se situent les enjeux que nous abordons.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). J'aimerais que vous précisiez ce qui a motivé votre décision. En effet, s'agissant de la filière Munitions, vous n'avez pas donné suite faute de lettre de mission ; dans le cas présent, vous avez décidé d'intervenir pour satisfaire la demande, bien que vous ne disposiez pas non plus d'une telle lettre.

M. Laurent Collet-Billon. J'ai eu beaucoup de réunions avec des commanditaires au niveau adéquat et ils m'ont convaincu de mener cette médiation avec mon partenaire, M. Franck Haun, qui était est homologué dans cette affaire. Nous nous connaissons de longue date, puisque c'est ensemble que nous avons réglé la création de KNDS en 2014.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Cette audition a déjà apporté des éléments utiles au dossier Atos, ainsi qu'au dossier Europlasma. Telle est ma conclusion pour aujourd'hui. Toutefois, pourriez-vous vous engager à nous communiquer par écrit le nom de l'investisseur en question, étant entendu que nous sommes, bien évidemment, tenus au secret des affaires ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Je suis tenu par des obligations de confidentialité. Nous vous communiquerons son profil, mais pas son nom : c'est le secret des affaires.

— *La séance est suspendue et reprend à huis clos.* —

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Nous sommes passés à huis clos afin de vous permettre de nous communiquer des informations que vous ne pouvez pas rendre publiques et qui ne le seront pas avant que les délais légaux ne le permettent. Ma question est simple : quel est le nom du repreneur avec lequel vous êtes en discussion ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Je suis tenu par des obligations de confidentialité relevant du secret des affaires. On m'a demandé de ne pas communiquer ce nom, je ne le ferai donc pas.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Je ne peux me satisfaire de cette réponse. Il s'agit de répondre à une question précise dans le cadre d'une commission d'enquête.

M. le président Emmanuel Mandon. Êtes-vous certain de ne pas pouvoir être plus précis ?

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Non, je ne le peux pas. Je vous ai déjà indiqué le profil : il s'agit de personnes issues de l'armée de l'air, qui ont ensuite basculé dans l'industrie de la défense où elles ont dirigé plusieurs entreprises. Elles sont donc très bien identifiées. Je ne peux vous en dire plus, on m'a demandé de ne pas communiquer leur nom et je ne le ferai pas. Pour être tout à fait honnête, compte tenu de la cabale que vous menez, vous vous doutez bien qu'en matière de confidentialité et de confiance, mon niveau d'acceptation est assez faible.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous prenons acte de votre refus de répondre. Cette attitude est pour le moins étonnante dans le cadre d'une commission d'enquête, dont le but est précisément d'éclairer la représentation nationale et le pays.

Notre démarche ne relève pas d'intérêts personnels.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Qu'est-ce que cela apporterait à l'enquête de cette commission ? Les investisseurs sont français. Existe-t-il un risque de prédation ? Non. Un problème de régulation se pose-t-il ? Non. Ils sont français et anciens militaires.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous voulons des certitudes. Vous avez exposé un certain nombre d'éléments au cours de vos deux auditions, mais ils comportent tant d'imprécisions qu'ils nous laissent dubitatifs et nous amènent à nous interroger sur la véracité de votre démarche.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. S'agissant de la « précision », il suffit de consulter divers forums et Twitter pour constater le niveau de précision de certaines personnes ici présentes... Cela fait deux mois que je suis insulté en permanence par des personnes qui se trouvent dans cette salle. Comment espérer un débat de qualité dans ces conditions ? Si vous menez une enquête, il faut au minimum accepter la contradiction et le débat. Insulter n'est pas débattre, c'est la négation même du débat.

M. le président Emmanuel Mandon. Vous avez livré votre version d'une stratégie qui pourrait être séduisante et, nous l'espérons, efficace, mais nous manquons de certitudes. Je vous le dis et vous fais remarquer que tout élément susceptible d'étayer vos explications conforterait votre démarche. Je peux admettre le secret des affaires, mais c'est votre manière d'aborder les sujets qui pose problème.

M. Jérôme Garnache-Creuillot. Les questions que vous posez sont celles qui ont été soulevées par l'AMF. Nous lui avons fourni tous les éléments et elle dispose de l'offre ; seul le nom de l'investisseur a été « caviardé ». C'est tout. Par ailleurs, les personnes dont je vous parle ont rencontré plusieurs interlocuteurs à la DGA, qui sait donc exactement de qui il s'agit. Pour ma part, je suis tenu au secret des affaires et à une obligation de confidentialité et je m'y tiendrai.

M. le président Emmanuel Mandon. Très bien, je vous remercie. Nous aurons l'occasion de vérifier et de recouper toutes ces informations.

*

* *

39. Audition, dans le cadre d'une table-ronde, de représentants d'organisations professionnelles (23 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Les auditions auxquelles la commission d'enquête a procédé au cours des dernières semaines ont mis en évidence la pénétration, à bas bruit, de certaines professions comme les vôtres par des fonds d'investissement. Agissant ouvertement ou dans la discrétion, ces fonds alimentent la financiarisation de métiers qui en étaient jusque-là préservés. Sous le couvert d'une palette de services proposés plus étendue ou d'une allocation plus rationnelle des moyens, ce sont bien des logiques de rentabilité qui s'imposent, avec des conséquences connues de chacun sur la qualité des soins ou des examens, les rythmes de travail, l'emploi, etc.

En échangeant avec vous aujourd'hui sur vos expériences dans vos secteurs professionnels respectifs, nous pourrions mieux comprendre les implications de l'arrivée de ces nouveaux acteurs et, peut-être, réfléchir aux moyens de mieux contenir ou encadrer leurs interventions.

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

(Mme Anne Dumas, M. David Quint, le Dr Julien Bullet, le Dr Franck Clarot, le Dr François Blanchecotte et le Dr Bruno Gauthier prêtent serment.)

Dr François Blanchecotte, président du Syndicat des biologistes (SDBIO). Je voudrais tout d'abord tenter de poser le cadre dans lequel nous nous trouvons. 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 2008, et une accréditation normative très 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.

Cette exigence normative, inscrite dans la loi et renforcée par l'ordonnance de 2013 sur la biologie médicale, n'a fait qu'accélérer la concentration des laboratoires et le développement de plateaux techniques importants et lourds. À l'époque, les choix étaient limités : soit le biologiste empruntait lui-même, soit BPIFrance pouvait prêter, mais cette dernière reste généralement minoritaire et n'est pas véritablement entrée dans la biologie. Restaient donc les fonds d'investissement.

En baissant successivement les tarifs, de 2014 à 2024, l'État a réalisé une économie d'environ 10 milliards d'euros (Md€) sur les tarifs de la biologie. Cette contrainte a été clairement assumée par une volonté politique de faire des économies.

La dernière baisse très importante a eu lieu le 11 septembre 2024 : 360 M€ à restituer sur un chiffre d'affaires de 3,8 Md€ (soit 8,3 % de notre activité). Ces baisses itératives ont engendré des contraintes importantes pour un certain nombre de laboratoires.

Aujourd'hui, 99 % des Français disposent d'un laboratoire à moins de vingt minutes de leur domicile. Nous traitons environ cinq cent mille patients par jour, soit cinq cent mille ordonnances, puisque nos actes sont prescrits. La crise de la covid-19 a mis à profit ces plateaux techniques. Un ancien directeur de la sécurité sociale l'a d'ailleurs affirmé très clairement : sans ces plateaux, nous n'aurions pas pu répondre à la demande des ministres successifs de tester plus de deux millions de Français par semaine. Il fallait faire mieux que l'Allemagne et être présents, ce qui a provoqué les files d'attente de trois ou quatre heures que vous avez vues dans les rues.

Certes, 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 ils ne le peuvent pas, car personne ne veut réinvestir derrière eux. Nous avons d'ailleurs abordé cette question avec deux ministres, Mme Marisol Touraine et M. Bernard Cazeneuve, en soulignant la nécessité de garantir une égalité de soins sur le territoire et un maillage permettant une prise en charge équitable de tous les Français. Il n'est pas acceptable qu'un diagnostic ne soit pas réalisé dans une région donnée, faute de laboratoire.

La vraie question est celle de la continuité de la politique française : comment imaginer un système durable sur le plan économique ? Nous assurons des soins ambulatoires, nous recevons les patients tous les jours et nous rendons 95 % des résultats en vingt-quatre heures, ce qui n'est pas le cas de nos homologues allemands, où les résultats sont disponibles sous quatre à cinq jours. Il y a donc une véritable spécificité française de proximité, de rapidité et de qualité prouvée, qui nous a été imposée. Je ne mentionne pas la directive (UE) 2022/2555 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 concernant des mesures destinées à assurer un niveau élevé commun de cybersécurité dans l'ensemble de l'Union, dite « NIS2 », qui nous imposera de consacrer entre 2 % et 3 % de notre chiffre d'affaires pour nous mettre aux normes et protéger les données des patients.

Les fonds sont arrivés dans notre secteur dès 2003. Beaucoup de structures ont été achetées et revendues, et le paysage s'est aujourd'hui stabilisé autour de groupes de laboratoires. Cependant, ces fonds rencontrent de réelles difficultés, car ils n'y trouvent plus leur compte et veulent partir. Cela pose un véritable problème pour l'avenir de notre outil de travail. Ma conviction, depuis une dizaine d'années, est que nous offrons un service médical : nous sommes une profession médicale, mais nous avons l'impression que l'on a voulu nous entraîner dans un processus

industriel de production de chiffres, alors que nous avons la chance de conserver un contact avec les patients et de rendre des résultats rapidement.

Au-delà de la question des investisseurs, notre interrogation principale est la suivante : que veulent l'État et le Gouvernement pour demain ? Veulent-ils que les biologistes occupent une vraie place médicale dans la chaîne et le parcours de soins ? Nous avons toujours été une variable d'ajustement. Je pourrai fournir à la commission des tableaux sur l'évolution de ces dix dernières années, mais cela fait quatorze ans que nos tarifs baissent sans jamais une seule augmentation.

Comment une entreprise peut-elle être à la pointe de l'innovation quand ses tarifs sont constamment revus à la baisse ?

Nous disposons de technologies en génétique ou en oncogénétique qui ne sont pas prises en charge par l'assurance maladie, ce qui crée une inégalité de traitement. Le paysage a changé : les fonds sont venus, on nous a critiqués, et on nous a demandé de continuer à rendre de l'argent. Je pense que cette époque est révolue.

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 trois mille patients par jour ferme demain ? Qui prendra en charge ces patients ? L'hôpital du coin ? C'est une question que nous nous posons en tant que syndicalistes. La loi n° 2001-1168 du 11 décembre 2001 portant mesures urgentes de réformes à caractère économique et financier, dite loi « Murcef », avait déjà ouvert 25 % du capital des laboratoires à des non-biologistes. Nous avons demandé des garde-fous. La situation actuelle est celle de fonds qui veulent partir et d'investissements que nous ne pouvons plus faire.

Par ailleurs, nous avons travaillé avec l'ancien ministre Olivier Véran sur une ordonnance concernant les sociétés d'exercice libéral (SEL). Or les décrets d'application de cette ordonnance de 2023, qui portent sur des principes essentiels comme l'indépendance, la gouvernance et la transparence, sont toujours au Conseil d'État. Combien d'années faudra-t-il attendre pour leur mise en œuvre ? Il ne suffit pas de voter des ordonnances ; il faut que les textes d'application suivent.

Nous avons besoin d'investisseurs et il est évident que leur activité doit être encadrée. Le cadre politique et réglementaire est là pour poser des règles. Nous souhaitons conserver notre indépendance professionnelle, mais il faut pouvoir investir. Or que nous réserve l'avenir pour l'accord 2027-2029 avec l'assurance maladie ? Si le projet de loi de financement de la sécurité sociale (PLFSS) nous demande encore 100 M€ ou 150 M€ d'économies, alors que la baisse de 2024 a déjà conduit à une sous-consommation de notre enveloppe fermée (nous estimons le solde à - 71 M€ en décembre 2025), nos structures seront encore plus fragilisées.

Les conséquences sont déjà visibles : des laboratoires qui ne sont plus ouverts toute la journée, certains fermant à midi, et une pression énorme sur les équipes. Pendant ce temps, le volume d'actes ne cesse d'augmenter, de 3 % à 5 % par an, en raison des maladies chroniques et du vieillissement de la population.

Dr Franck Clarot, membre du bureau national de la Fédération nationale des médecins radiologues (FNMR). 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 Md€, dont 4 Md€ dans le secteur public et 6 Md€ dans le privé, pour un total de cent millions d'actes par an. C'est une spécialité dynamique, avec une augmentation régulière de l'activité et des coûts, due notamment au vieillissement de la population. Selon le rapport « Charges et produits » de l'assurance maladie et celui de l'Inspection générale des affaires sociales (Igas), le recours croissant aux examens explique environ 50 % de l'augmentation de nos chiffres d'affaires, les modifications démographiques, 25 %, et l'évolution des techniques, les 25 % restants.

Sur les 6 Md€ du privé, qui nous intéressent plus particulièrement aujourd'hui, on dénombre environ un tiers d'actes d'échographie, un tiers de forfaits techniques pour l'imagerie lourde et un tiers d'honoraires radiologiques divers.

L'échographie représente soixante-dix millions d'actes par an, l'imagerie conventionnelle cent millions, le scanner vingt millions et l'IRM huit millions, l'accès à cette dernière étant compliqué, car la France est sous-équipée par rapport à ses voisins.

Nous estimons que la « financiarisation », au sens de l'adossement à un fonds, concerne entre 20 % et 30 % du secteur. Ce chiffre est difficile à établir précisément : la direction générale de l'offre de soins (DGOS) parle de 30 %, nous serions plutôt autour de 20-25 %. C'est donc, pour l'instant, un phénomène minoritaire. Quelques groupes en France comme Simago, Résonance Imagerie, Imdev, France Imagerie Territoires et Imapôle, ont procédé à des adossements, avec des montages très différents. Le cas d'Imapôle est d'ailleurs emblématique, avec un dossier judiciaire qui dure depuis six ans et illustre le rôle de régulation de l'Ordre des médecins, qui a estimé qu'il y avait une perte d'indépendance.

Une forme de résistance à la financiarisation s'est installée, car celle-ci pose un problème d'indépendance. Lorsque les adossements se font entre radiologues et que l'indépendance n'est pas remise en jeu, le problème est moindre. Il faut rappeler que, comme pour la biologie, nos actes n'ont pas été revalorisés depuis plus de vingt ans, depuis la création de la classification commune des actes médicaux (CCAM). Cela pose non seulement un problème de valorisation du travail, mais cela peut aussi jeter dans les bras des financiers des praticiens qui peinent à équilibrer leurs comptes, alors que les charges, les salaires et le coût de nos fournitures ont fortement augmenté. Nos machines, par exemple, ont subi une hausse de 30 % après le début de la guerre en Ukraine.

Pendant ce temps, les forfaits techniques, qui financent l'achat et le fonctionnement des équipements, n'ont pas bougé, voire ont été diminués. Cette sous-cotation des actes est un vrai problème. De plus, nous venons de subir, depuis novembre dernier, un plan d'économies de 300 M€ sur l'imagerie. Ce plan, signé

dans des conditions difficiles, s'avère excessif et nous travaillons actuellement sur un avenant pour en diminuer la portée.

Tout cela fragilise le milieu. Aujourd'hui, les cabinets qui ne se regroupent pas ou qui ne disposent pas d'imagerie lourde ont peu de chances de survivre. Je pense aux petits cabinets, ceux de deux radiologues par exemple, alors que la moyenne est de sept ou huit médecins par structure. Ces petits groupes, souvent situés en zone rurale, peinent à s'en sortir avec des tarifs non réévalués depuis vingt ans. Cela risque de diminuer le maillage territorial et l'accès aux soins pour nos patients.

L'enjeu est de garantir un accès non seulement à une imagerie de proximité, mais aussi à une imagerie moderne. Avec la cotation actuelle, il est presque impossible d'investir dans les nouvelles techniques. Quand le forfait est le même pour un scanner moyen, à cinq cent mille euros, et pour un nouveau scanner, qui coûte entre deux et trois millions d'euros, on voit bien que les Français auront un problème d'accès à des examens moins irradiants, plus performants et présentant moins de risques. C'est un vrai souci d'investissement, car nos spécialités doivent investir pour rester à jour scientifiquement.

Enfin, je reviens sur le fameux décret sur les sociétés d'exercice libéral : son absence est un problème. S'il était passé, certains montages financiers ne seraient plus possibles, ce qui diminuerait l'appétit de certains fonds. D'ailleurs, l'incertitude actuelle les rend déjà plus prudents. Ce décret est essentiel pour qu'on ne puisse plus contourner la limitation de la participation des non-exerçants au capital des structures. Même si la loi limite cette part à 25 %, il est tout à fait possible de contourner cette règle par des montages qui octroient des droits de vote et des droits financiers supérieurs.

Le décret pourrait mettre fin à ces pratiques.

Dr Julien Bullet, président du Syndicat national des ophtalmologistes de France (SNOF). Après la biologie et la radiologie, je représente l'ophtalmologie, première spécialité clinique non prescrite (c'est-à-dire où les patients accèdent directement à nos soins) à être concernée par la financiarisation, bien qu'à un stade probablement moins avancé.

L'ophtalmologie associe 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. Nous sommes aussi la seule spécialité qui a réussi à diminuer les délais d'attente, notamment en développant le travail aidé depuis vingt ans. Contrairement à la radiologie ou à la biologie, nous n'avons pas de barrière à l'entrée comme des autorisations pour les appareils lourds ou des accréditations complexes, ce qui valorise moins nos cabinets. Néanmoins, notre spécialité à fort investissement et à pratique optimisée est un terrain de jeu idéal pour les acteurs financiers.

Nous observons trois schémas de financiarisation, qui ne concernent, pour l'instant, qu'une minorité de praticiens et n'ont pas l'adhésion de la majorité des ophtalmologistes.

Le premier est l'investissement direct dans les sociétés d'exercice libéral à responsabilité limitée (Selarl) et les sociétés d'exercice libéral par actions simplifiées (Selas). La limite de 25 % du capital pour les non-praticiens est fréquemment contournée, non pas sur la part du capital elle-même, mais via des pactes d'associés, des règlements intérieurs ou des actions préférentielles qui confèrent des droits de vote supérieurs à 25 %. C'est un vrai problème, car ce que nous perdons, c'est l'indépendance des médecins.

Le deuxième schéma passe par les centres de santé, créés en 2017. Nous avons très vite alerté les pouvoirs publics sur leurs dérives. Ces structures associatives, qui, par définition, ne font pas de bénéfices, nouent des partenariats avec des entreprises détenues par leurs propres dirigeants, qui leur fournissent des moyens surfacturés. Les scandales sont nombreux et la fraude à l'assurance maladie dépasse les cent millions d'euros. Certains centres sont même la propriété d'opticiens, ce qui pose un problème de compérage.

Enfin, une troisième catégorie regroupe des sociétés qui fournissent rapidement des ordonnances, avec ou sans examen clinique. Il s'agit de cabinets médicaux, où le médecin n'est parfois jamais présent, ou de sociétés, qui opèrent dans des structures commerciales du milieu de l'optique et où les médecins sont salariés. Une condamnation récente (27 février 2026), en première instance, par la chambre disciplinaire de l'Ordre des médecins d'Ile-de-France a d'ailleurs prononcé une interdiction d'exercer dans un cas de ce type.

La principale limite au développement de ces modèles est le recrutement des médecins. Trois populations sont ciblées : les retraités souhaitant s'affranchir des contraintes libérales, les jeunes médecins qui ne veulent pas se lancer dans l'entrepreneuriat et les médecins à diplôme étranger, que l'on va chercher dans des pays de l'Union européenne, parfois sans qu'ils parlent français. Cela concerne environ 7 % à 8 % des ophtalmologistes non salariés du secteur public.

Plusieurs problèmes en découlent.

Tout d'abord, la qualité du service rendu est altérée, du fait de la multiplicité des intervenants, du recours massif à des remplaçants et de temps de prise en charge très courts. Ensuite, le coût moyen par patient pour la collectivité (assurance maladie et organismes complémentaires) est souvent beaucoup plus élevé que dans une structure indépendante, en raison de la multiplication d'examens ou d'actes pas toujours pertinents. Enfin, la perte de l'indépendance médicale, lorsque les médecins ne sont plus décisionnaires dans leur propre structure, ouvre la porte à tous les abus.

Le financement de ces structures provient de la solidarité nationale, qu'elle soit publique ou privée. Elles font un usage abusif du tiers payant, qui est dévoyé de sa fonction sociale. Un patient qui paie, même une partie seulement, contrôle la

dépense. Si les patients devaient payer les plus de cent euros parfois facturés pour une simple prescription de lunettes, ils demanderaient des comptes.

Les contrôles des pouvoirs publics sont lents et non coordonnés. Les agences régionales de santé (ARS) laissent rouvrir des centres déconventionnés avec le même personnel et le même matériel. Les contrôles de la caisse primaire d'assurance maladie (CPAM) arrivent souvent deux ou trois ans après les faits. De plus, la CPAM ne porte jamais plainte au niveau ordinal contre les praticiens qui travaillent dans ces centres. Enfin, ces systèmes, qui drainent beaucoup d'argent, ont une capacité de défense et de *lobbying* très significative.

Que pourriez-vous faire ? D'abord, imposer que la facturation se fasse au nom du médecin et non de la structure. Ensuite, interdire la fourniture d'ordonnances optiques si les patients n'ont pas été consultés physiquement ou ne sont pas connus du praticien, afin de préserver le dépistage. Il faudrait aussi limiter le nombre de sites d'exercice par structure et mieux contrôler les remplacements. On pourrait également signaler les structures financiarisées pour y intensifier des contrôles réguliers et coordonnés entre l'Ordre, l'ARS et la CPAM.

Il faudrait aussi demander à l'assurance maladie de fournir, chaque année, le coût par passage de patient selon le type de structure. En 2018, les statistiques du rapport « Charges et produits » montraient un coût deux fois plus élevé en centre de santé (80 euros par patient) qu'en cabinet libéral standard (40 euros). Ces statistiques ne sont plus fournies depuis.

Enfin, il faut comprendre que l'Ordre des médecins ne peut contrôler qu'à l'installation et sur plainte. Il n'a pas de capacité d'investigation, notamment sur place, pour vérifier la présence des médecins. Lui octroyer ce pouvoir serait utile.

M. David Quint, président du Syndicat national des vétérinaires d'exercice libéral (SNVEL). Nous ne sommes pas une profession de santé, mais une profession de service au carrefour des trois santés. Nous sommes au contact des animaux, qui sont eux-mêmes au contact des êtres humains et peuvent être vecteurs ou réceptacles de maladies. De plus, les traitements que nous administrons ont un impact sur la santé environnementale. Nous sommes donc fiers d'être auditionnés avec des professionnels de santé, mais nous dépendons de la directive « Services » au niveau européen : la conséquence en est que ce n'est pas la sécurité sociale qui paie, mais le client.

L'arrivée de la financiarisation dans notre profession est récente, mais les mutations qui y ont conduit datent d'une trentaine d'années.

Après de nombreuses années d'exercice principalement individuel, les vétérinaires ont commencé à se regrouper dans les années quatre-vingt. Les sociétés d'exercice libéral ont été autorisées en 1990. Puis en 2010, avec la transposition de la directive Services, l'essor des sociétés multisites 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.

En parallèle, la demande de soins de pointe pour les animaux de compagnie a augmenté, nécessitant des plateaux techniques plus importants. L'arrivée des financiers a aidé à financer ces investissements. La différence de valorisation des sociétés est un point crucial : un praticien libéral dispose de sept à dix ans pour racheter des parts, tandis que les investisseurs n'ont pas les mêmes limites d'endettement et peuvent proposer des sommes beaucoup plus importantes.

À cela se sont ajoutées, à partir de 2018, une pénurie de diplômés et une demande croissante d'un équilibre amélioré entre vie personnelle et vie professionnelle. Les vétérinaires, confrontés à des difficultés de recrutement et à la pression de la gestion d'entreprise, ont vu dans les offres des groupes une « porte de sortie », notamment les professionnels en fin de carrière peinant à trouver des repreneurs.

Nous avons connu les mêmes problématiques de perte d'indépendance que d'autres professions. 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.

Pendant ce temps, la situation a continué d'évoluer : en 2019, 2 % des vétérinaires exerçaient dans un groupe ; en 2022, ils étaient 19 % ; aujourd'hui, ils sont environ 35 % dans le secteur des animaux de compagnie, pour environ 25 % des sociétés. Au SNVEL, nous défendons les intérêts des vétérinaires, qu'ils soient dans un groupe ou non, et nous aurions souhaité une clarification plus rapide du cadre juridique.

Nous sommes également dépositaires d'un mandat sanitaire pour le compte de l'État, ce qui rend notre indépendance capitale pour la santé publique. À la suite des décisions du Conseil d'État, une conciliation a été menée pour que les sociétés se mettent en conformité. Il n'y a plus de radiations prononcées, mais c'est désormais la jurisprudence qui permettra de vérifier que les engagements pris par les groupes sont respectés. Nous restons très vigilants.

M. le président Emmanuel Mandon. Au terme de vos présentations, on peut constater la prégnance de mécanismes assez proches, même s'il est difficile de comparer vos métiers respectifs. Pourriez-vous nous transmettre par écrit des données chiffrées sur le nombre de structures, d'actes, d'exams, etc. ? Il serait également utile de recenser les différentes sortes de fonds qui interviennent.

Un point commun à toutes vos professions est qu'elles sont bien organisées et encadrées par des règles légales, notamment sur les qualifications et les conditions d'exercice. La question se pose donc de savoir comment les fonds d'investissement s'accommodent de ces règles. Nous avons bien compris que, pour certaines professions, leur arrivée pouvait être une menace plus qu'une opportunité pour l'avenir.

Dr François Blanchecotte. Nous vous apporterons une réponse le plus rapidement possible.

Les fonds sont arrivés à la faveur d'un croisement entre l'évolution législative, notamment la loi Murcef, et l'évolution technologique. Ils ont pensé que les regroupements, en favorisant la mise en commun de moyens, leur permettraient de prendre des parts plus importantes dans nos structures.

Aujourd'hui, le tissu français compte environ sept grandes entités : six grands groupes sont adossés à des banques et à des fonds d'investissement et un secteur de 23 % de laboratoires dits « indépendants » a également besoin de financements bancaires. Je ne suis pas certain que le banquier soit, par nature, plus bienveillant que le fonds d'investissement : les banques ont aussi des contraintes très fortes et elles peuvent prendre le contrôle d'une structure en difficulté via des obligations convertibles ; cela a été un grand sujet pour la pharmacie d'officine, où des regroupements ont pu être contrôlés par ce biais et ce, malgré le refus d'ouverture du capital à des non-pharmaciens.

Le fait que l'État nous ait continuellement sollicités pour des ajustements économiques a dégradé l'attractivité de nos métiers, la transmission de notre outil et notre dimension médicale. Cela a fragilisé nos structures et, je le redis, certaines sont aujourd'hui très fragiles. On ne peut pas se voiler la face : il n'y aura pas de « plan B » pour prendre en charge les patients dans des départements (ou des régions entières) si des laboratoires ferment.

Les syndicats que nous représentons ne sont pas opposés à une maîtrise médicalisée des dépenses. Nous savons que l'argent est rare et qu'il faut viser l'efficacité et la qualité des soins. Nous avons d'ailleurs toujours défendu le principe du « bon acte » pour le « bon patient » au « bon prix » et non un système où l'augmentation des volumes conduit automatiquement à une baisse des prix. Il faut des règles, mais les délais pour les mettre en place sont trop longs. Il faut aussi que ce cadre soit supportable par les acteurs, afin de permettre la prise en charge des patients sur le long terme.

Dr Franck Clarot. Il existe une résistance importante à la financiarisation chez les jeunes médecins, qui craignent une perte de l'indépendance sur laquelle la médecine libérale est fondée. En imagerie, par exemple, de jeunes radiologues ont créé un groupe nommé « Collectif pour une radiologie indépendante et libre » (CoRaIL), qui constitue une forme de contre-pouvoir.

Nos professions sont en résistance, non pas contre le fait de trouver des fonds là où la sécurité sociale ne nous permet pas d'investir correctement, mais contre des solutions qui nous feraient perdre notre indépendance financière, intellectuelle, médicale ou scientifique. La problématique n'est pas tant la finance elle-même que ses conséquences lorsqu'elle n'est pas maîtrisée, encadrée et vertueuse. Un encadrement, avec des objectifs et des intérêts communs, comme pourrait le permettre le décret en attente, serait utile à tous – et surtout aux patients et aux finances publiques.

Dr Julien Bullet. L'intérêt de la puissance publique est probablement d'avoir pour interlocuteurs des acteurs de taille raisonnable, assez facilement contrôlables, plutôt que des acteurs très gros, qui peuvent déraiper vite et savent se défendre. La montée en puissance de très grosses structures leur donne un poids qui

n'est pas dans l'intérêt collectif à moyen terme. Le gain à court terme, comme avec la biologie, peut s'avérer un mauvais calcul, dix ans plus tard, et la rentabilité pour nos compatriotes n'est alors pas évidente.

M. David Quint. Bien que nous soyons moins directement concernés puisque ce sont nos clients qui paient, je souhaite souligner tout d'abord que les délais de clarification juridique, en raison des nombreux recours, sont problématiques et placent certains vétérinaires dans des situations personnelles extrêmement difficiles. 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.

Ensuite, la France fait l'objet d'une procédure d'infraction de la part de la Commission européenne, au stade de l'avis motivé, concernant la régulation de la profession vétérinaire. Il est très important de défendre notre modèle, qui garantit que le praticien reste le contrôleur effectif de l'entreprise. Aujourd'hui, les sanctions sont essentiellement disciplinaires et visent le vétérinaire, même s'il n'est pas forcément responsable des faits reprochés. C'est pourquoi le contrôle effectif par les vétérinaires, avec plus de 50 % des droits de vote, doit être respecté et les moyens mis en place pour le garantir.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Notre commission d'enquête porte sur la prédation d'entreprises françaises par des fonds d'investissement, avec des répercussions qui peuvent être délétères pour la production, les services rendus, les tarifs, la qualité des biens et, parfois, la survie même de ces entreprises. Vous êtes au cœur du sujet, car de nombreuses professions libérales sont touchées, y compris au-delà de la santé, comme les experts-comptables ou les avocats.

Le phénomène est particulièrement préoccupant dans le domaine de la santé, humaine comme animale, car il a des répercussions sur la qualité des soins, qui est un droit fondamental, mais aussi sur le contribuable et le cotisant. En effet, ce sont nos cotisations sociales qui financent les laboratoires d'analyse, la radiologie ou l'ophtalmologie. Nous sommes donc extrêmement interpellés par cette situation où des cabinets sont captés par des fonds d'investissement qui recherchent un maximum de rentabilité. Derrière les grands groupes que nous connaissons (Elsan, Vivalto, Almaviva, Biogroup, Cerba, Synlab, Eurofins, etc.) se trouvent des fonds comme Eurazeo, Ardian, Antin ou Andera.

Ces fonds recherchent des niveaux de rentabilité de 10 % à 15 %, ce qui, de mon point de vue, est incompatible avec le maintien de la qualité et des tarifs des soins. Cela conduit à privilégier les actes les plus rémunérateurs, à diminuer le temps consacré aux patients ou, lorsque les tarifs ne sont pas encadrés comme chez les vétérinaires, à augmenter les prix.

Quelle est l'ampleur de cette prédation sur vos cabinets ? Quelle part est aujourd'hui aux mains de ces fonds et quels sont les fonds les plus actifs dans votre secteur ?

Avez-vous une idée des niveaux de rentabilité recherchés par ces groupes ?

Avez-vous des exemples concrets de répercussions sur la qualité, la pertinence et le tarif des soins ? La comparaison du coût par patient entre un cabinet libéral financiarisé et un cabinet non financiarisé nous intéresse particulièrement.

Pour les vétérinaires, constatez-vous des répercussions sur les tarifs pratiqués ?

Par ailleurs, les ordres professionnels peuvent-ils assurer eux-mêmes cette régulation ou est-ce à l'État et au législateur d'agir ? Nous partageons votre étonnement quant au fait qu'une loi de 2023 ne soit toujours pas appliquée.

Je suis également intéressée par la question de la pharmacie que vous avez soulevée.

Nous avons auditionné le fonds EQT, qui a repris Cerba. Quelle répercussion concrète a eu sa reprise par ce fonds suédois, qui a eu recours à un mécanisme de *Leveraged Buy-Out* (LBO), c'est-à-dire un levier d'endettement extrêmement important qui met aujourd'hui Cerba en difficulté ? Il est clair que c'est l'arrivée de ces fonds qui explique pourquoi une entreprise comme Cerba, pour prendre un exemple très concret, se trouve dans une situation si périlleuse.

Enfin, que rôle joue BPIFrance dans ce contexte ? Que fait-elle ? C'est un fil conducteur de notre commission d'enquête. À chaque audition, la question se pose : mais que fait BPIFrance dans cette affaire ? Vous nous expliquez, en effet, qu'il ne reste plus que les fonds, que nous sommes obligés de compter sur eux, sans quoi nous n'aurions plus les structures nécessaires, notamment dans le domaine de la biologie médicale. Vous avez souligné que, durant la crise de covid-19, sans les fonds, nous n'aurions pas eu les capacités requises. C'est un véritable problème. Dans le même temps, ces fonds ont des répercussions délétères, puisqu'ils sont en train de faire plier des entreprises comme Cerba. On en vient donc à se demander qui aurait dû assurer ce financement. N'était-ce pas le rôle de BPIFrance ? Si nous disposons d'une banque publique d'investissement censée être garante de l'intérêt général et s'il n'y a pas de plus grand intérêt général que les soins de santé, comment se fait-il qu'elle ne soit pas très active dans ce secteur ?

Dr Franck Clarot. En ce qui concerne ma spécialité, il n'existe aujourd'hui aucune preuve, que ce soit dans les différents rapports ou dans la pratique réelle, que l'acte moyen effectué par un groupe, quel que soit son adossement financier, soit plus ou moins important. La raison en est simple : notre activité est extrêmement encadrée par une nomenclature qui, je le redis au passage, n'a pas été revalorisée depuis vingt ans. Il est impossible d'ajouter des actes les uns aux autres de façon anarchique – d'une part, parce que c'est illégal et, d'autre part, parce que nos logiciels-métiers ne le permettraient pas. Nous ne pouvons pas faire ce que nous voulons : certaines cotations, si vous essayez de les cumuler sur le logiciel, provoquent un blocage ; ce n'est donc pas possible. L'absence de preuve en la matière a d'ailleurs été mentionnée, je crois, dans le rapport de l'Igas.

En réalité, nous sommes confrontés à un problème de sous-cotation des actes. Quand vous évoquez le risque que certains actes soient délaissés au profit d'autres plus rentables ou moins chronophages, vous touchez un point juste : ce qui

coûte le plus cher, c'est le temps-médecin. Il est donc indispensable d'augmenter la cotation des actes sous-évalués. Aujourd'hui, certains d'entre eux ont même une cotation inférieure au coût du matériel que nous utilisons, comme pour les cytoponctions ou les biopsies : par exemple, les aiguilles à biopsie pour le cancer du sein valent plus cher que la cotation de l'acte lui-même, avant même de compter tout le reste... Nous avons un vrai souci de sous-cotation pour un certain nombre d'actes, ce qui conduit à ce qu'ils ne soient plus pratiqués ou proposés, avec ou sans financiarisation, parce qu'ils sont totalement à perte. Nous tentons alors de moduler avec d'autres actes pour nous en sortir et continuer de fournir ces services à une population qui en a besoin. Je pratique, par exemple, des cytoponctions de la thyroïde et certains patients font une heure et demie de voiture pour venir, car cet acte est rare dans la région ; il est très sous-coté en matériel et en temps, mais nous pouvons le réaliser car nous parvenons à équilibrer par ailleurs. Sans cet équilibre, beaucoup de praticiens renoncent.

Une nouvelle classification commune des actes médicaux (CCAM) est en cours de préparation, le Haut-Comité à la nomenclature y travaille. Nous verrons ce qu'il en ressortira, mais il est certain que les actes doivent absolument être revalorisés.

Comment éviter que la finance déferle ? Nous sommes plutôt dans un creux de la vague, en raison des taux d'intérêt élevés et de l'incertitude qui pèse sur l'avenir de ce genre de montages, ce qui amène beaucoup d'investisseurs à se retirer. Quoi qu'il en soit, la solution résiderait dans un accompagnement et une formation de nos jeunes et futurs collègues, afin qu'ils sachent décrypter les contrats, les comprendre et, au moins, les lire avant de les signer.

Cela pose aussi la question du rôle de l'Ordre, qui a une mission de contrôle. Depuis deux ou trois ans, l'Ordre est censé recevoir l'intégralité des documents lors du montage d'une société. Auparavant, ce n'était pas le cas : les statuts, le règlement intérieur et les pactes d'associés n'étaient pas communiqués de manière obligatoire. Aujourd'hui, en théorie, l'Ordre est censé exercer ce contrôle. Le problème est qu'il nous indique ne pas avoir les moyens financiers ni humains pour examiner certains documents. J'ai des amis qui siègent dans des conseils départementaux de l'Ordre : lorsqu'ils reçoivent cinq cent pages de documents pour une société, ils reconnaissent clairement leur incapacité à les traiter. Nous sommes donc face à un vrai problème : l'Ordre a pour mission de contrôler les sociétés, mais il n'en a pas forcément les moyens, bien qu'il ait fortement augmenté ses cotisations (ce qui est un autre sujet). Le déficit de compétences est réel au sein de l'Ordre pour analyser les documents juridiques de plusieurs centaines de pages, extrêmement pointus, qui sont produits lors du rachat de grands groupes.

Je précise que CoRaIL est principalement une structure d'information, destinée à informer les jeunes sur les modalités de la financiarisation et à répertorier, sur son site, les groupes qui sont indépendants. C'est là sa fonction principale.

M. David Quint. S'agissant des prix, je précise que nos tarifs ne sont pas réglementés, ils sont libres.

Je voudrais également souligner, même si ce n'est ici peut-être pas le lieu, que les vétérinaires se situent en queue de peloton des professions libérales en termes de revenus. En tant que président d'un syndicat de vétérinaires, vous comprendrez qu'une revalorisation à la hausse de nos actes me semble plutôt une bonne chose. Par conséquent, vous ne me ferez pas dire que l'augmentation des tarifs des actes vétérinaires est un drame.

En revanche, il est évident que le premier levier pour augmenter la rentabilité d'une entreprise consiste à augmenter les prix. Il faut cependant garder présent à l'esprit que le premier régulateur de cette augmentation est le consommateur, c'est-à-dire le détenteur de l'animal. Dans le cas de l'animal de compagnie, l'accès aux soins et la capacité à se les offrir posent parfois un véritable problème ; c'est une limite « naturelle » qui s'impose, même si les groupes financiers souhaitent augmenter leurs tarifs. Si des statistiques et des rapports ont mis en évidence des augmentations tarifaires plus élevées dans les groupes que dans les structures indépendantes, cette limite mécanique de l'accès aux soins demeure, car le détenteur de l'animal est capable de comparer, un minimum, les prix. Dans la mesure où les vétérinaires indépendants restent majoritaires sur le territoire, le jeu de la concurrence peut encore constituer un bon régulateur. Cela ne signifie pas qu'il n'y a rien à surveiller, mais des régulations existent.

L'augmentation des tarifs, ces dernières années, s'explique par plusieurs facteurs. La demande de soins de pointe a fortement progressé, ce qui a entraîné une hausse des investissements dans les équipements et les plateaux techniques et cela a un coût. On ne peut pas obtenir un scanner pour trente euros : vu le prix des machines, cela n'existe pas. Le choix de la plupart des structures consiste à mutualiser le coût du scanner sur un ensemble d'utilisateurs, ce qui permet de proposer un prix moindre à celui qui l'utilise que si seuls les acquéreurs du scanner devaient en assumer le coût total.

Par ailleurs, nous connaissons une pénurie de main-d'œuvre et de diplômés vétérinaires depuis quelques années. Même si la démographie semble s'améliorer grâce à l'augmentation du nombre d'étudiants et à l'ouverture d'une école privée, la raréfaction du nombre de diplômés fait que les salaires augmentent. Nous payons plus cher les vétérinaires disponibles que s'ils étaient plus nombreux.

La décomposition du prix est donc plus complexe que de dire simplement : *« Accroissons la rentabilité en augmentant le prix de l'acte. »* Nous avons aussi vécu une inflation importante. De nombreux facteurs interviennent et pas uniquement la volonté d'augmenter la rentabilité, même si c'est le levier le plus commode. Encore une fois, les fonds, même s'ils semblent avoir augmenté leurs tarifs plus que les indépendants, sont confrontés à la « barrière » du porte-monnaie du client. Si celui qui doit payer les soins ne le peut pas, il ne le fait pas.

Dr Julien Bullet. Pour ce qui concerne l'ophtalmologie, nous vous répondrons par écrit. Nous en sommes au début du processus de financiarisation. Le groupe Point Vision, créé en 2011, a néanmoins déjà été revendu trois fois ; il est actuellement détenu par un fonds canadien, je crois.

Il y a quelques années, lorsque la pénurie entraînait de longs délais d'attente, il était facile de remplir un agenda. De nombreux praticiens, pas seulement ceux liés à des fonds et ayant une approche financière de leur profession, avaient tendance à voir plus de monde et à aller plus vite, plutôt que de surfacturer ou d'ajouter des actes. Actuellement, toutes ces structures financiarisées se sont plutôt installées dans des zones où il n'y a, justement, plus de délais. Paradoxalement, elles ne sont pas allées là où les besoins étaient les plus importants, probablement pour des raisons de recrutement (et non par choix délibéré).

Depuis quelque temps, nous assistons à un autre phénomène. Contrairement à d'autres spécialités, nous avons la possibilité de moduler la nomenclature, notamment en facturant des actes d'orthoptie lorsque nous embauchons des orthoptistes. Nous avons remarqué que les structures financiarisées associaient presque systématiquement des actes médicaux à des actes d'orthoptie pour augmenter la facture, ce qui est beaucoup moins le cas chez les professionnels dits « indépendants ».

Concernant la rentabilité des actes, nous avons tous, dans nos activités respectives, des actes rentables et d'autres qui ne le sont pas. Nous sommes des entreprises : j'ai des salariés, un chiffre d'affaires à réaliser et un loyer à payer. Pour autant, je ne passe pas ma vie à scruter le montant de mon chiffre d'affaires. J'accepte de procéder à des actes non rentables, sachant que d'autres le sont. Nous rendons aussi un service à la population. Pour vous donner un exemple, la semaine dernière, j'ai réalisé le sondage des voies lacrymales d'un bébé. J'ai dû acheter les sondes pour environ 150 euros, alors que l'acte est coté 25 euros. La rentabilité n'était pas au rendez-vous, mais je suis rentable sur d'autres actes.

Actuellement, nous assistons plutôt à une multiplication des actes : pour un patient, on ajoute un petit examen en plus ou on fait du dépistage. Je n'ai pas de statistiques, mais la CNAM en dispose. Vous avez le pouvoir de les leur demander, ce qui nous intéresserait également. Est-ce lié à la détention par des fonds ? Pas forcément. Des professionnels indépendants ayant une vision très financière de leur activité peuvent adopter les mêmes pratiques, surtout quand ils constatent que les contrôles de la sécurité sociale sont lents. On assiste donc à une dérive en termes de volume sur certains actes particuliers, qui peut poser question.

Je voudrais revenir sur le rôle de l'Ordre. Étant moi-même conseiller ordinal, je connais assez bien le système et je ne suis pas tout à fait d'accord avec ce qu'a dit mon collègue. L'Ordre national a les capacités de contrôler ces sociétés, qui ne représentent pas des volumes significatifs. Il faut comprendre qu'à l'installation, on est toujours contrôlé : on fournit les statuts et le règlement intérieur, même si ce n'est pas le cas des pactes d'associés. L'Ordre a aussi un rôle protecteur envers les médecins. En tant que médecin indépendant, j'aurai tendance à soumettre mes contrats aux juristes de l'Ordre pour avis. Ils critiqueront peut-être certains points, mais ils me signaleront aussi si mon indépendance n'est pas garantie. Ce rôle a toujours été joué. Les conseillers des ordres départementaux sont des bénévoles et n'ont pas la formation pour cela, mais les gros ordres départementaux ont des juristes et les plus petits peuvent recourir à l'équipe de juristes du national. Je pense donc que l'Ordre a déjà des capacités.

Toutefois, les procédures coûtent très cher, notamment celles qui vont jusqu'au Conseil d'État. Surtout, il est important de comprendre qu'en dehors d'une plainte disciplinaire, l'Ordre ne peut pas arrêter l'exercice d'un médecin. Il n'a pas le pouvoir de radier un médecin : seuls la chambre disciplinaire, le directeur de l'ARS ou le ministre de la santé le peuvent. La procédure est similaire à une procédure administrative : des éléments sont fournis, la procédure est contradictoire, mais l'Ordre n'a aucun pouvoir d'enquête. Il ne peut pas se rendre sur place et constater l'absence de médecin, par exemple. Il se fonde uniquement sur les faits qui lui sont rapportés. Face à ces structures, il faudrait être plus incisif et disposer d'une capacité d'enquête, qu'elle soit ordinale ou autre.

Le contrôle se fait donc beaucoup *a posteriori*, comme pour la caisse d'assurance maladie : il faut frauder longtemps avant d'être contrôlé... Ce que les caisses recherchent, ce sont des fraudes organisées, où les volumes sont déconnectés de la réalité clinique. Le problème est que le temps de ce contrôle, le temps que la procédure se mette en œuvre, se compte en années : c'est là le vrai sujet. Quand vous interrogez en *off* les différents intervenants, tout le monde sait très bien où sont les problèmes. Mais la puissance publique au sens large, que ce soit l'Ordre, les ARS ou la caisse d'assurance maladie, manque de capacités à contrôler vite ; il faudrait pouvoir dire : « Stop, ça ne va pas. » C'est pourquoi je parlais de réunions à trois, avec l'ARS et la CNAM : on se répartit les tâches, on convoque les gens et, parfois, cela suffit à les remettre dans les clous. Si on ne s'attaque à ces modèles que tardivement, il ne faut pas s'étonner ensuite qu'ils aient engrangé des moyens financiers leur permettant de lancer de longues procédures et de jouer avec le système.

Dr François Blanchecotte. Dans notre métier de biologistes médicaux, nous sommes des exécutants prescrits à 100 %. Nous obéissons à une ordonnance et n'avons pas le choix : si un médecin prescrit un examen, même non rentable, nous devons le réaliser pour compléter le dossier médical du patient. À l'inverse, j'aimerais effectivement avoir un droit de suppression, dans un cadre réglementé, car la volumétrie augmente si fortement qu'elle entraîne en fin d'année une baisse de nos tarifs.

Pour vous citer un exemple emblématique, un hémogramme valait 10,80 euros en 1996 ; il vaut aujourd'hui 4,25 euros, alors que nous en réalisons un tiers de plus. Cela représente une amélioration de la productivité de 42 %. La valeur de ce type d'examen diminue donc continuellement, alors même que nous devons maintenir les machines, c'est-à-dire l'entretien, le contrôle-qualité et l'accréditation, ce qui représente un coût.

Les fonds, venus au départ pour investir et moderniser, recherchent un gain. Ils remboursent une dette et des intérêts, mais ils ne perçoivent pas de dividendes. Nous sommes dans un système de dettes *in fine*, avec des intérêts remboursés sur trois, cinq, sept ans ou plus. À l'échéance, le capital reste à payer et le fonds cherche alors un autre financeur pour reprendre la structure, avec une valorisation qui peut être importante. Vous avez cité l'exemple de Cerba : mais Cerba, tout comme Bionis, était un laboratoire spécialisé auquel nous sous-traitions 3 % à 5 % de nos examens, ceux que nous ne pouvions mettre en œuvre nous-mêmes en raison de leur

coût très élevé. Je sais qu'ils sont aujourd'hui dans une situation extrêmement difficile, non seulement en France, mais aussi parce qu'ils viennent de perdre des marchés d'études cliniques de plusieurs centaines de millions d'euros aux États-Unis. On voit bien que ces structures spécialisées, qui nous rendent un immense service, sont fragilisées par un endettement important, comme c'est le cas d'un certain nombre d'entreprises françaises.

On parle souvent de rentabilité, mais ce qui compte, pour une entreprise, c'est le résultat net. Nous essayons d'être transparents dans notre secteur. Le rapport Berger dresse un état des lieux de tous les laboratoires français. L'an dernier, il montrait que 70 % de nos entreprises avaient un résultat net négatif. Si nous ne prenons pas conscience de la nécessité d'un regard sur l'économie de nos structures, nous allons au-devant de soucis majeurs.

Les Français ne paient quasiment rien chez nous, puisque nous pratiquons le tiers payant généralisé depuis des années. La direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques (Drees) du ministère a estimé, il y a un an et demi, le reste à charge à 0,2 %. Aujourd'hui, ce qui coûte le plus cher aux Français, c'est la franchise retenue sur les examens prescrits par ordonnance : deux euros par acte, dans la limite de huit euros par jour et par patient. Cette manne, de l'ordre de plus de 300 M€, est récupérée sur les Français lorsqu'ils ont besoin d'examens de biologie. Par exemple, les jeunes peuvent aujourd'hui se faire dépister pour les maladies sexuellement transmissibles sans ordonnance. Ce que l'assurance maladie omet de préciser, c'est que ce jeune doit tout de même s'acquitter de cette franchise. Même si l'acte est pris en charge à 100 %, il doit laisser huit euros de sa poche, ce qui peut être un frein.

Il faut donc un équilibre entre la santé publique, ce que les patients paient et les services que nous pouvons rendre sur le territoire. Je suis d'accord avec mes collègues sur la nécessité de contrôles réglementaires, y compris par les ARS. De plus, nous relevons de deux Ordres, celui des pharmaciens et celui des médecins, ce qui complique encore la supervision des structures d'associés mixtes.

Les pharmaciens d'officine, quant à eux, se battent pour ne pas ouvrir leur capital à des non-pharmaciens. Cependant, si un pharmacien s'endette pour acheter une officine et ne peut plus rembourser son banquier, le prêteur peut, via des obligations convertibles, devenir propriétaire de plusieurs pharmacies. Les fonds peuvent donc entrer par une autre voie, même sans ouverture du capital. Il faut être très prudent et définir des règles claires de transparence et de déclaration.

J'espère que vous pourrez consulter, d'ici quelques jours, le nouveau rapport qui dresse un état des lieux de notre secteur, de nos investissements et de notre rentabilité. Je pourrai vous transmettre celui qui sortira, si vous le souhaitez.

M. le président Emmanuel Mandon. Vos interventions montrent la complexité des mondes dans lesquels nous évoluons et les enjeux propres à chaque profession. Nous avons compris que les choses se mettaient progressivement en place, dans un contexte nouveau, aux enjeux très forts sur de multiples plans.

Nous vous avons écouté avec un grand intérêt et nous travaillerons sur tous les éléments que vous nous transmettez. Nous sommes impatients de recevoir vos contributions écrites et les documents que vous jugerez utile de nous communiquer. De notre côté, si nous avons besoin d'informations complémentaires, nous ne manquerons pas de vous solliciter.

*

* *

40. Audition de M. Bruno Le Maire, ancien ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique (30 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Monsieur le ministre, vous avez occupé de hautes responsabilités dans la fonction publique avant d'entamer une carrière politique qui vous a notamment conduit, de 2017 à 2024, à exercer les fonctions de ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique. Cette période correspond à la montée en puissance des fonds d'investissement dans le financement de notre économie. Vous avez ainsi été amené à prendre, à ce sujet, d'importantes décisions, sur lesquelles nous aimerions recueillir votre témoignage. Le large périmètre de vos compétences ministérielles vous a donné une expertise que le thème de notre commission d'enquête rend encore plus précieuse.

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

(M. Bruno Le Maire prête serment.)

M. Bruno Le Maire, ancien ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle, énergétique et numérique. Vous me permettrez de commencer par une lapalissade : il n'y a pas de capitalisme sans capital. Karl Marx disait que le capital est du « travail mort », mais, selon moi, ce sont en réalité des entreprises vivantes. Et des entreprises vivantes sur notre territoire, ce sont des emplois, des revenus et de la prospérité pour les salariés. Le problème principal de l'Europe et de la France est le manque de capital. Je ne donnerai qu'un seul chiffre : en volume, les fonds d'épargne et de retraite sont trois fois plus importants aux États-Unis qu'en Europe. C'est la raison pour laquelle j'ai créé un produit d'épargne retraite (PER), qui a rencontré un immense succès auprès de nos compatriotes, avec onze millions de souscripteurs.

La première conséquence de ce manque de capital est que nous finançons notre économie soit par la dette privée, ce qui conduit aux difficultés que nous connaissons aujourd'hui, soit par la dépense publique, alors même que nous ne disposons plus des ressources financières publiques nécessaires pour investir. La deuxième conséquence est notre incapacité à financer des priorités absolues pour l'économie et la société françaises, que ce soit la défense, la transition énergétique ou les révolutions technologiques en cours. Faute de capital, nous risquons de

manquer les grands tournants du XXI^e siècle. Il est évident que les capitaux publics ne suffiront pas. Je prends l'exemple de BPIFrance, dont le bilan s'élève à environ 100 milliards d'euros (Md€) et qui peut dégager une capacité d'investissement de 5 Md€ à 6 Md€ par an. En comparaison, des entreprises privées comme Google ou les géants de la *tech* aux États-Unis peuvent dégager, à elles seules, des capacités de financement de plus de cent milliards par an. Nous courons donc le risque, faute de capital, d'un décrochage économique majeur de la France et de l'Europe dans les décennies à venir.

C'est d'ailleurs l'une des raisons qui explique le retard pris par l'Europe dans la révolution numérique. Le continent ne s'est pas suffisamment repositionné sur les secteurs les plus créateurs de valeur, en particulier le secteur technologique, en raison à la fois d'un manque d'audace et d'un déficit de capital. Alors que, dans les années quatre-vingt-dix, le revenu net par habitant était comparable entre les États-Unis et l'Europe, il est aujourd'hui supérieur d'environ 30 % aux États-Unis. J'insiste donc : sans capital, pas d'entreprises et sans entreprises, pas de prospérité.

De ce point de vue, les fonds d'investissement apparaissent comme un outil nécessaire, à condition de bien distinguer les différentes réalités qu'ils recouvrent. Un fonds d'investissement est une société qui collecte des capitaux auprès d'investisseurs, tels que des assureurs, des fonds de pension ou des fonds souverains, afin de les investir dans le capital d'entreprises. Selon les objectifs poursuivis, ces interventions prennent des formes variées : il peut s'agir de financer la création d'entreprises, d'accompagner leur développement dans le cadre du *private equity* ou encore de soutenir des entreprises en difficulté avec des fonds spécialisés dans le retournement. Pour autant, il convient de relativiser l'ampleur du phénomène, puisque le montant total des investissements réalisés chaque année par l'ensemble des fonds d'investissement en France s'élève à environ 36 Md€. L'enjeu principal réside donc dans la capacité à mobiliser, dans les années à venir, des financements beaucoup plus importants au bénéfice des entreprises.

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. Cette action s'est articulée autour de deux volets complémentaires, l'un offensif et l'autre défensif.

Le volet offensif consiste à attirer le maximum de capitaux sur le territoire afin de soutenir le développement économique et le financement de l'innovation, des nouvelles technologies, de la transition climatique et, plus largement, des grands enjeux du XXI^e siècle. Encourager les investisseurs à s'implanter en France suppose avant tout de garantir la stabilité fiscale, qui constitue le fondement de l'attractivité d'un pays. Un cadre fiscal instable, modifié fréquemment, tend à décourager les investissements et à provoquer une fuite des capitaux, avec des conséquences directes sur l'activité économique. À l'inverse, une fois ce cadre défini, sa stabilité dans le temps offre aux investisseurs et aux entreprises la visibilité nécessaire à leurs décisions. Dans cette perspective, plusieurs mesures structurantes ont été mises en œuvre en 2017, notamment la réduction de l'impôt sur les sociétés à 25 %, l'instauration d'un prélèvement forfaitaire unique de 30 % et la baisse des impôts de production afin de soutenir l'industrie. Ces orientations ont été maintenues de manière constante entre 2017 et 2024, afin de garantir aux investisseurs un

environnement fiscal stable. Cette stabilité a contribué à renforcer l'attractivité du territoire, notamment dans le cadre des sommets Choose France, qui ont permis d'attirer des engagements d'investissement de plusieurs dizaines de milliards d'euros à chaque édition. Elle a également favorisé la création de dizaines de milliers d'emplois et une dynamique industrielle marquée avec, pour la première fois depuis plusieurs décennies, davantage d'ouvertures que de fermetures d'usines. Cette stratégie repose sur le principe central selon lequel l'industrie étant fortement consommatrice de capital, son développement suppose la capacité à attirer des financements de long terme, ce qui nécessite un cadre stable et lisible. Les 2,6 millions d'emplois créés sur cette période s'inscrivent ainsi dans le prolongement d'une politique économique fondée sur la cohérence, la prévisibilité et la stabilité.

Je me suis, en second lieu, attaché à développer l'activité d'investissement de BPIFrance au sein de fonds gérés depuis la France, en m'appuyant sur son président Nicolas Dufourcq, dont la stabilité à la tête de cet établissement a contribué à l'efficacité de son action. Cette continuité dans la gouvernance me paraît en effet essentielle pour garantir la performance des dirigeants publics. Toujours dans cette logique offensive, j'ai lancé en 2019 l'initiative Tibi, qui vise à mobiliser les investisseurs institutionnels français afin d'accompagner la croissance d'entreprises technologiques innovantes.

Ce volet offensif s'articule avec un volet défensif qui lui est complémentaire. Il ne s'agit pas d'opposer capitaux privés et capitaux publics, mais de distinguer le rôle des fonds d'investissement de celui de l'État, qui doit garantir l'ordre public économique et veiller à la protection des intérêts souverains. Cette approche dépasse, selon moi, les clivages traditionnels, puisqu'il est possible à la fois de soutenir le développement du capital et d'intervenir pour préserver des actifs stratégiques. Ainsi, tout en favorisant l'arrivée de capitaux en France, j'ai pris des décisions d'intervention lorsque les intérêts souverains de la France l'exigeaient. Dans le cas des Chantiers de l'Atlantique, face aux fragilités de l'opération et au risque de prise de contrôle par Fincantieri, j'ai décidé une nationalisation temporaire afin de sécuriser cet actif stratégique. De même, la participation de l'État dans EDF a été portée à 100 % au regard du caractère essentiel de la production d'électricité. S'agissant des turbines Arabelle, cédées à General Electric, les négociations engagées ont permis leur rachat après deux années d'échanges. Enfin, le contrôle des investissements étrangers a été mobilisé de manière déterminée pour protéger certains secteurs stratégiques, notamment les activités de supercalculateurs d'Atos, qui ont ainsi pu être préservées et relancées.

Aujourd'hui, les besoins d'investissement auxquels la France est confrontée sont considérables si elle entend rester en tête de la compétition économique. Il s'agit d'abord de renforcer ses capacités de défense, dans un contexte où le territoire européen est exposé à des menaces directes en provenance de la Russie, ce qui impliquera des financements importants. Des investissements massifs sont également nécessaires pour accompagner la transition climatique et le développement d'une industrie verte. Enfin, un effort soutenu s'impose pour combler le retard accumulé dans les nouvelles technologies, qu'il s'agisse du *cloud*,

des semi-conducteurs, des algorithmes, des supercalculateurs ou, plus largement, des infrastructures nécessaires au développement de l'intelligence artificielle, domaine dans lequel un décalage significatif s'est installé. À titre d'illustration, les besoins d'investissement dans le seul secteur des semi-conducteurs sont estimés à environ 100 Md€ par an.

Dans ce contexte, il apparaît essentiel que l'attractivité du territoire national s'inscrive dans une dynamique européenne, seule à même de permettre la mobilisation de capitaux à la hauteur des enjeux. C'est pourquoi la mise en place d'une union des marchés de capitaux, idéalement avant 2027, constitue un objectif central.

M. le président Emmanuel Mandon. Sur le débat qui vient d'être ouvert, je souhaite d'abord aborder la question de la répartition des rôles entre établissements bancaires et fonds d'investissement dans le financement de l'économie. Les représentants du secteur bancaire nous ont indiqué que le moindre engagement des banques s'expliquerait par un niveau excessif de contraintes prudentielles issues de « Bâle III ». Cette corrélation vous paraît-elle aussi solidement établie que le soutient la profession ?

M. Bruno Le Maire. Les banques françaises et européennes sont soumises à des contraintes en termes de ratios prudentiels qui ne s'imposent pas dans les mêmes termes aux banques américaines et nous en subissons les conséquences. À force de privilégier des logiques de protection et de sécurisation sans veiller à une stricte équivalence des règles entre concurrents, nous laissons les banques américaines gagner des parts de marché, y compris sur le territoire européen. Il faut en tirer les conséquences : en l'absence de règles identiques pour tous, les établissements soumis aux contraintes les plus fortes se trouvent pénalisés. Dans cette perspective, je suis favorable à une simplification et à un allègement des contraintes prudentielles pesant sur les banques européennes dans une logique de « *level playing field* », c'est-à-dire d'application de règles équivalentes pour l'ensemble des acteurs. Car lorsque les exigences sont plus strictes pour certains que pour d'autres, les écarts de compétitivité qui en résultent jouent en défaveur des premiers. C'est pourquoi je plaide pour un assouplissement des exigences issues de Bâle III.

Le même raisonnement peut être étendu aux assureurs, dont les contraintes prudentielles limitent la capacité à investir dans l'économie européenne. Une part significative de l'épargne européenne se trouve ainsi orientée vers le financement de l'économie américaine. Les règles issues de la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice, dite « Solvabilité II », conduisent en effet à ce qu'une fraction de cette épargne, estimée à trente-cinq mille milliards d'euros, finance des entreprises américaines, ce qui ne me convient pas.

M. le président Emmanuel Mandon. En supposant qu'un assouplissement des contraintes prudentielles soit envisageable, les banques ne pourraient-elles pas accroître leur participation au financement de l'économie ? En poussant le

raisonnement, si les banques y prenaient une place beaucoup plus importante, les fonds d'investissement ne perdraient-ils pas une part significative de leur utilité ?

M. Bruno Le Maire. Ce n'est pas le problème, car nous sommes ici dans l'« épaisseur du trait ». Je suis favorable à un alignement des règles de Bâle III et de Solvabilité II sur celles applicables à nos concurrents américains, car je défends les intérêts français et européens, mais l'enjeu reste limité. Même en simplifiant ces cadres, on ne dégagerait que quelques dizaines de milliards d'euros supplémentaires pour le financement de l'économie, ce qui demeure sans commune mesure avec les besoins. La réalité est qu'il faut des investissements en capital beaucoup plus importants, reposant davantage sur le capital-investissement et les marchés financiers. Ce ne sont pas les paramètres qu'il convient d'ajuster, mais le modèle lui-même, afin de permettre aux citoyens de bénéficier de l'enrichissement économique en accédant au capital et en devenant actionnaires, tout en développant un véritable financement de marché. Le drame européen tient précisément à l'absence de marché de capitaux unifié, là où les États-Unis disposent d'une profondeur de marché qui permet aux entreprises de lever des montants de plusieurs dizaines de milliards d'euros.

Je suis donc favorable à un allègement des règles de Bâle III, qui pourrait permettre aux banques de récupérer une part marginale du financement aujourd'hui assuré par les fonds d'investissement, mais les ordres de grandeur restent limités puisque, sur près de 36 Md€, un transfert de quelques milliards d'euros ne changerait pas la donne. L'enjeu central demeure le développement d'un financement de marché, sans lequel les capacités d'investissement dans la technologie, la transition écologique, l'innovation ou la défense resteront insuffisantes. En Europe, lever 100 millions d'euros (M€) est possible, mais lever 1 Md€ devient beaucoup plus difficile et, faute de marchés suffisamment profonds, les entreprises se tournent vers les États-Unis, le Golfe ou d'autres régions pour se financer. Ce modèle n'est donc pas satisfaisant, car il conduit à former et accompagner des entreprises en France, qui finissent par se développer à l'étranger faute d'accès à des financements adaptés à leur croissance. Il apparaît donc indispensable de le faire évoluer.

M. le président Emmanuel Mandon. Les témoignages que nous avons recueillis font état d'exigences financières jugées excessives de la part de certains fonds, ainsi que de pratiques de gestion contestables, aux conséquences parfois lourdes sur l'emploi. Certains considèrent que ces dérives sont inhérentes au fonctionnement du *private equity* tandis que d'autres estiment que, si les fonds d'investissement conservent leur utilité, certains comportements devraient faire l'objet d'un encadrement réglementaire (aujourd'hui limité, voire inexistant). Quel est votre sentiment sur ce point ?

M. Bruno Le Maire. Toute activité économique peut donner lieu à des excès, qui doivent être sanctionnés. Il appartient à l'État et à la puissance publique de veiller au respect des règles et de condamner les comportements qui s'en écartent. Il ne s'agit pas de stigmatiser tel ou tel fonds, car certains jouent un rôle utile, notamment lorsque plus aucun investisseur n'accepte de soutenir une entreprise, dont l'alternative serait alors la fermeture. D'autres, en revanche, ne respectent pas

leurs engagements, imposent des exigences excessives en capital ou recourent à un endettement disproportionné, avant d'adopter des pratiques inappropriées. Dans ce contexte, le rôle de la puissance publique et du législateur est d'assurer que ces comportements soient effectivement sanctionnés, comme pour toute autre entreprise. Des situations concrètes montrent que certains fonds n'ont pas respecté leurs engagements, vis-à-vis des salariés comme de l'entreprise. Dans ce cas, il y a une justice, il y a des règles et il faut les faire respecter.

M. le président Emmanuel Mandon. Parmi les voies d'un recours maîtrisé aux fonds d'investissement figure la création du fonds Entreprises 1 de BPIFrance. Il s'agit d'un fonds commun de placement à risque qui se place en concurrence avec le *private equity*, mais qui n'investit pas directement dans les entreprises et n'est donc pas à l'abri des pratiques précédemment évoquées. Quelles précautions des fonds de cette nature peuvent-ils prendre pour limiter ce risque ? Par ailleurs, la garantie morale de l'État n'est-elle pas engagée, dès lors que ces instruments sont présentés comme des outils de la politique publique de développement économique et de réindustrialisation ?

M. Bruno Le Maire. Il ne me paraît pas problématique que BPIFrance intervienne par l'intermédiaire de fonds, qui peuvent être mieux placés pour identifier les investissements pertinents. S'agissant de l'État, son rôle consiste, d'une part, à veiller au respect des règles d'ordre public économique : lorsqu'un fonds ne respecte pas ses engagements ou adopte un comportement inapproprié, il doit être sanctionné, comme toute autre entreprise. D'autre part (et c'est sans doute l'essentiel), l'État doit assurer la protection du contribuable, puisque les investissements réalisés le sont avec des fonds publics. À ce titre, en cas d'échec d'une opération, il doit être garanti que l'ordre d'appel des fonds soit strictement respecté, en faisant intervenir successivement les créanciers, les actionnaires, et l'État seulement en dernier ressort. La protection de l'argent public constitue ainsi l'enjeu principal.

M. le président Emmanuel Mandon. Avez-vous été saisi de dossiers qui auraient pu faire apparaître des pratiques dangereuses ou contestables de la part de fonds d'investissement bénéficiant de fonds publics, quels qu'ils soient ? Quelles directives avez-vous données pour le traitement de ces dossiers ? Avez-vous des exemples ? Compte tenu des principes que vous avez développés ici, en auriez-vous tiré des conclusions générales aboutissant à modifier l'état du droit positif ou des pratiques de contrôle ?

M. Bruno Le Maire. Je n'en ai pas le souvenir, tout en n'excluant pas une erreur si ma mémoire me fait défaut sur ce premier sujet.

Sur le second point, j'estime que nous disposons de tous les instruments nécessaires pour sanctionner des comportements inappropriés de la part de fonds d'investissement. Je redis à quel point la question des fonds d'investissement est, à mes yeux, secondaire par rapport à celle de l'accès des entreprises françaises aux capitaux. Si nous continuons dans la même voie, celle de la parcimonie et de la restriction de l'accès au capital, nous aboutirons à une économie qui tournera entre 0,5 % et 1 % de croissance, qui n'atteindra toujours pas le plein-emploi et qui perdra

du terrain en matière technologique. C'est tout ce que j'ai combattu pendant sept ans.

À mon sens, il faut maintenant refonder notre modèle économique afin que nos entreprises aient un accès massif au capital, que l'épargne des Français soit tournée vers le financement des entreprises de sorte que les épargnants puissent aussi bénéficier du retour sur investissement dans nos entreprises et nous permettre de financer l'innovation, la recherche et les nouvelles technologies, qui sont la clé du succès économique de demain.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. Je souhaite recentrer l'objet de cette audition. Monsieur le ministre, vous avez eu la charge de la politique économique de la France pendant sept ans et nous ne partageons pas le bilan que vous en faites. Vous en donnez une lecture très positive, alors même que ses effets ont été, selon nous, très concrets et parfois irréversibles, avec, par exemple, un recul de la capacité productive et industrielle du pays. L'emploi industriel a reculé, le nombre de défaillances d'entreprises atteint aujourd'hui un niveau élevé et la France connaît une perte de souveraineté dans des secteurs stratégiques, qu'il s'agisse de la chimie, de l'acier ou du numérique, sur lequel nous reviendrons avec le cas d'Atos.

Le problème n'est pas le capital en lui-même, mais une certaine forme de capital que vous avez favorisée : le capital prédateur. C'est précisément l'objet de cette commission d'enquête parlementaire, qui s'intéresse à des fonds d'investissement dont une large part développe aujourd'hui des pratiques prédatrices à l'égard de nos entreprises.

Ce capital s'est déployé à grande vitesse, porté par des avantages fiscaux que vous avez instaurés. Vous avez ainsi encouragé cette finance prédatrice à la fois par des dispositifs fiscaux favorables et par une absence quasi totale de régulation, à la différence de ce qui prévaut pour les banques françaises. En définitive, vous avez laissé ces fonds s'emparer de nombreuses entreprises et les placer dans des situations de très grande difficulté. Je pense à Kem One, Sequens, NetSeed, Colisée, aux maisons de retraite, aux laboratoires Cerba, aux crèches Babilou et à bien d'autres encore. Nous avons par exemple appris, il y a quelques jours, la revente de Polytechnyl à Lone Star. Toutes ces entreprises ont été affaiblies, parfois surendettées, pillées, puis conduites à la faillite par ces fonds.

Il ne s'agit pas de cas isolés mais bien, à mon sens, d'un système construit depuis l'arrivée au pouvoir du président Macron et dont vous avez été l'un des principaux artisans. Vous avez favorisé l'essor de ces fonds, notamment à travers une fiscalité très avantageuse sur les revenus financiers. J'aimerais donc vous poser une question simple : en quoi la défiscalisation des revenus financiers favorise-t-elle l'investissement dans l'économie réelle ? En quoi la *flat tax* appliquée aux *management fees* contribue-t-elle à soutenir l'investissement productif ? Le problème tient au fait que vous avez mis en place un ensemble de privilèges fiscaux au bénéfice de cette finance prédatrice, dont nous constatons aujourd'hui les effets très concrets.

Je prendrai l'exemple précis de Kem One, dossier dont vous avez eu la charge lors de sa reprise en 2021 par le plus grand fonds mondial, le fonds américain Apollo. Le résultat est aujourd'hui sans appel, puisque la dette est passée de 10 M€ à 700 M€ pour une entreprise qui se portait plutôt bien et qui se trouve désormais en très grande difficulté. Les mille trois cents salariés, dont j'ai rencontré les représentants, sont profondément inquiets pour la pérennité de cet outil pourtant stratégique pour la chimie française. Voilà un cas concret de ce capital-investissement dont vous vantez les mérites et dont les conséquences se révèlent, en réalité, particulièrement lourdes pour la souveraineté de notre pays et pour de nombreuses entreprises françaises.

M. Bruno Le Maire. Je croyais, madame la rapporteure, que tout le monde ici était soumis à un devoir de vérité. Quand j'entends la rapporteure d'une commission d'enquête de l'Assemblée nationale avancer autant de mensonges devant la représentation nationale, je suis légitimement inquiet de la manière dont celle-ci voit l'économie française.

Comment pouvez-vous affirmer que nous avons détruit des emplois, alors que nous en avons créé 2,6 millions dans le pays ? Ce n'est pas moi qui le dis, c'est l'Insee, ce sont les statistiques, des offices totalement indépendants. C'est un mensonge.

Comment pouvez-vous dire que nous avons détruit de l'emploi industriel ? C'est un mensonge, puisque nous avons créé cent vingt mille emplois industriels. Ce n'est pas suffisant, il en faudrait beaucoup plus, mais nous avons stoppé une hémorragie qui remontait à quarante ans et aux politiques que vous avez toujours défendues, madame la rapporteure, qui ont créé de la misère, de la destruction d'emplois et d'usines dans notre pays. Car à force de faire fuir le capital, vous détruisez la production et l'industrie en France.

Comment pouvez-vous me tenir responsable des défaillances d'entreprises, alors même que vous avez devant vous le ministre de l'économie et des finances qui s'est battu jour et nuit, sept jours sur sept, pendant la crise de la covid-19, pour faire en sorte qu'il n'y ait pas un massacre économique dans notre pays touchant les entreprises, l'industrie, les salariés et les ouvriers ? Vous avez devant vous, madame la rapporteure, un ministre de l'économie qui, pour la première fois, a accepté que le chômage partiel soit financé par l'État. Vous avez devant vous un ministre de l'économie qui, pour la première fois, a mis en place un prêt garanti par l'État pour éviter l'hémorragie industrielle.

Nous avons tous un devoir de vérité et vous n'avez pas un droit au mensonge.

S'agissant des fonds d'investissement et de l'accès au capital, la question est absolument majeure. Il est d'ailleurs assez piquant de vous voir aujourd'hui prendre la défense des banques françaises, alors que je ne vous ai guère entendue, ces dernières années, vous exprimer en leur faveur... Je me réjouis néanmoins de cette évolution. Pour ma part, je me suis toujours tenu à leurs côtés, ce qui m'a d'ailleurs valu d'être régulièrement attaqué par votre formation politique.

En ce qui concerne les revenus de la finance et le prélèvement forfaitaire unique, vous semblez oublier qu'ils concernent des millions de Français. La *flat tax* à 30 % ne bénéficie pas uniquement aux grands financiers, elle s'applique aussi à de nombreux indépendants, artisans, commerçants et, plus largement, à de nombreux entrepreneurs dont une part du revenu provient de dividendes et qui se félicitent qu'elle soit fixée à 30 %, sans perspective de hausse progressive qui viendrait peser lourdement sur leur situation.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Monsieur le ministre, nous pouvons débattre, mais vous n'êtes pas là pour accuser les représentants du peuple de mentir, alors qu'il s'agit en fait d'un profond désaccord sur vos sept ans de bilan. Je pense que beaucoup de Français partagent aujourd'hui mes propos.

J'en viens à l'objet de notre commission d'enquête, car il ne s'agit pas ici de discuter l'ensemble de votre bilan, mais bien un point précis : celui de l'essor des fonds prédateurs. Un chiffre suffit à éclairer le contexte : la part de l'emploi industriel a continuellement reculé au cours de vos sept années d'exercice pour atteindre aujourd'hui 10 %, contre 18 % en Allemagne, tandis que, semaine après semaine, des sites industriels stratégiques se trouvent fragilisés. Nous reviendrons sur Atos, dossier dans lequel votre responsabilité est majeure et que je considère comme un fiasco industriel.

S'agissant de la banque, vous appelez à une dérégulation que je juge profondément irresponsable. La presse financière alerte pourtant quotidiennement sur les risques d'une nouvelle crise liée au manque de régulation du système bancaire américain, dont vous semblez vouloir vous inspirer. Il est d'ailleurs significatif que le président de la Fédération bancaire française appelle à une régulation des fonds d'investissement comparable à celle des banques françaises, en mettant précisément en garde contre le modèle américain et ses dérivés. Vous allez plus loin encore en défendant une dérégulation accrue ce qui, compte tenu de vos responsabilités passées à la tête du ministère de l'économie, est particulièrement préoccupant, car cela reviendrait à rapprocher notre système de celui des États-Unis, dont les insuffisances en matière de régulation font peser un risque de crise, notamment sur la dette privée. Je vous repose donc la question : avez-vous conscience de cette menace liée au défaut de régulation du système bancaire américain ?

M. Bruno Le Maire. Monsieur le président, si cette commission d'enquête est un tribunal politique, je ne répondrai plus à vos questions.

M. le président Emmanuel Mandon. Madame la rapporteure, je comprends que les codes politiques actuels puissent conduire à une forme de joute verbale et à l'invocation de références qui, selon moi, n'ont pas leur place ici.

Il importe de se recentrer sur les aspects techniques du dossier. Je souhaite que nos échanges se poursuivent dans la sérénité qui a prévalu jusqu'à présent, sans ouvrir de débats trop généraux et pour lesquels il existe d'autres cadres plus appropriés.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je suggère, monsieur le président et monsieur le ministre, que nous évitions qu'un ancien ministre accuse une rapporteure de commission d'enquête parlementaire de mentir, afin de revenir à un échange constructif dans le cadre de cette audition.

J'en viens à présent à la Banque publique d'investissement, avant d'aborder des cas beaucoup plus concrets...

M. Bruno Le Maire. Ai-je le droit de prendre la parole dans cette commission ?

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous avez indiqué que vous ne souhaitiez pas répondre, donc je continue et j'amène des questions précises.

M. Bruno Le Maire. Vous avez jugé bon, madame la rapporteure, de m'attaquer personnellement sur des sujets qui n'ont rien à voir avec la commission d'enquête, comme la création d'emplois ou le nombre d'emplois industriels.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Le fait que nous ne partageons pas le même diagnostic sur votre bilan est un sujet politique.

M. Bruno Le Maire. C'est un sujet politique, mais ce n'est pas moi qui l'ai ouvert. Je voudrais juste le rappeler et que cela soit mentionné au rapport de cette commission d'enquête. Si vous souhaitez faire de la politique, nous en ferons, mais je ne suis pas venu en faire ici. Monsieur le député, ce n'est pas moi qui ai ouvert ce débat et la mauvaise foi a des limites.

Monsieur le président, si vous pensez que je vais laisser, dans le cadre de cette commission d'enquête sur les fonds d'investissement, être ainsi remis en cause tout le travail que j'ai accompli pendant sept ans comme ministre de l'économie, vous vous trompez. Ce n'est ni mon caractère ni mon tempérament, et je tenais à le préciser clairement.

S'agissant de la dérégulation bancaire, il ne faut pas tout confondre. Je ne défends en aucun cas une dérégulation totale. Depuis sept ans, la Fédération bancaire française me demande de simplifier et d'alléger les règles de Bâle III afin d'aligner nos exigences prudentielles sur celles des banques américaines – ce qui est, selon moi, indispensable pour éviter toute concurrence déloyale entre établissements français et américains.

Il convient d'ailleurs de distinguer clairement les ratios prudentiels de la régulation elle-même. Les premiers concernent le niveau de capital exigé lorsqu'une banque investit dans des actifs risqués, tandis que la régulation s'exerce de manière externe, à travers les autorités de supervision. Je suis donc favorable à un alignement des ratios prudentiels entre la France et les États-Unis, faute de quoi notre marché intérieur continuera d'être fragilisé par la concurrence des banques américaines. En revanche, cela n'exclut en rien le maintien d'une supervision européenne exigeante, qui demeure la plus rigoureuse au monde, même si les règles diffèrent de celles en vigueur aux États-Unis. Autrement dit, il ne faut pas confondre supervision et exigences prudentielles.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Monsieur le ministre, vous avez ouvert votre propos par un *auto-satisfecit* de votre politique ce qui m'oblige, en tant que rapporteure, à y répondre dès lors que cela touche directement à notre sujet, à savoir l'essor des fonds prédateurs que vous avez, selon moi, favorisé et dont les effets sur l'économie française sont à la fois durables et préoccupants. Je ne partage donc pas le bilan très positif que vous avez présenté.

J'en viens à présent à la banque publique d'investissement. Si autant d'entreprises françaises passent aujourd'hui sous le contrôle de fonds prédateurs, c'est bien parce que les pouvoirs publics n'interviennent pas suffisamment et que ces entreprises n'ont pas d'alternative. BPIFrance, qui devrait constituer le bras financier de l'État pour les soutenir, n'assume pas ce rôle. Son dirigeant, M. Nicolas Dufourcq, en poste depuis 2013, nous a d'ailleurs indiqué en audition que la banque n'investissait pas dans des entreprises atteintes d'une « *maladie auto-immune grave* », au motif que cela ne relevait pas de son mandat. Dès lors, faut-il accepter d'abandonner les entreprises en difficulté au nom de la « destruction créatrice » schumpétérienne, comme cela semble être assumé par le patron de BPIFrance ? Que dit-on à nos concitoyens qui constatent que l'État laisse disparaître ces entreprises ? Certaines pourraient pourtant être redressées, contribuer à la croissance et, pour certaines, revêtent un caractère stratégique pour la production nationale. Ne devrait-ce pas être précisément le rôle de la banque publique d'investissement de les soutenir, plutôt que de financer des fonds d'investissement sur lesquels elle n'exerce aucun contrôle et dont les effets peuvent s'avérer néfastes ?

BPIFrance n'intervient quasiment jamais auprès des entreprises en difficulté puisqu'en dix-sept ans, elle n'y a consacré que 230 M€, tandis que 130 M€ ont été investis dans le projet Ynsect, dont l'issue est aujourd'hui particulièrement préoccupante. Il y a là une incohérence. Tout au long de nos auditions, il nous a été répondu qu'il n'existait pas d'autre solution que de céder ces entreprises à des fonds prédateurs, mais le problème ne tient-il pas précisément au fait que la banque publique d'investissement se comporte comme une banque privée classique, au lieu d'assumer pleinement sa mission publique ? Dans ces conditions, pourquoi ne pas avoir fait évoluer ses missions alors même que ses limites apparaissent clairement ?

M. Bruno Le Maire. Tout simplement parce que le rôle de l'État n'est pas de mobiliser l'argent du contribuable pour soutenir des entreprises susceptibles de faire faillite.

L'exemple d'Ynsect est à cet égard éclairant, puisqu'il s'agit d'un projet ambitieux que nous avons accompagné mais, dès lors que les résultats ne sont pas au rendez-vous, les mêmes s'interrogent sur l'opportunité d'avoir engagé des fonds publics dans une entreprise en difficulté. Or l'argent du contribuable n'a pas vocation à se substituer aux investisseurs privés pour financer des sociétés ayant connu des défaillances ou commis des erreurs stratégiques.

En revanche, lorsqu'il s'agit de préserver un actif stratégique, comme dans le cas d'Atos où nous avons sauvé l'activité de supercalculateurs, l'intervention de l'État se justifie. Pour le reste, il convient d'assurer le respect du droit social, la protection des salariés et la mise en œuvre de plans sociaux adaptés, sans pour autant

engager des financements publics à la place du secteur privé avec l'argent des contribuables français.

La banque publique d'investissement dispose d'une doctrine d'investissement claire, que je considère pertinente : financer l'avenir, soutenir les nouvelles technologies et accompagner le renouvellement du tissu industriel. Cette stratégie industrielle est, selon moi, la bonne, madame la rapporteure, particulièrement au regard des montants en jeu. Compte tenu de ses moyens, qui restent limités à quelques milliards d'euros au regard des besoins globaux de l'économie française, il est essentiel de concentrer les investissements sur des entreprises porteuses de croissance, capables de créer de l'emploi, de générer de la prospérité et d'assurer, à terme, un retour sur investissement pour le contribuable, plutôt que de les engager dans le soutien d'entreprises en difficulté.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous assumez donc que toutes les entreprises en difficulté, dont certaines auraient pu être sauvées et redressées avec un financement de BPIFrance, aient été finalement soit mises en faillite, soit vendues à des fonds prédateurs, alors qu'il aurait souvent suffi de quelques dizaines de millions d'euros ? Et ce, alors que BPIFrance investit, par exemple, 1,7 Md€ dans les fonds d'investissement rien qu'en 2025. Assumez-vous cela ?

M. Bruno Le Maire. Tous les mots que vous employez sont volontairement piégés. Vous parlez de « *fonds prédateurs* » pour être sûre de leur coller une étiquette négative, vous parlez d'investissement de BPIFrance dans des fonds comme si elle faisait de la spéculation.

En réalité, ces fonds d'investissement connaissent bien les PME stratégiques et la *tech*, savent quelle PME va pouvoir se développer, quelle start-up va pouvoir réussir et permettent donc d'orienter au mieux l'investissement de l'argent de BPIFrance, qui est votre argent, madame la rapporteure, et celui des Français. Il me paraît donc sage qu'il existe une doctrine d'investissement et que les Français sachent que l'argent de BPIFrance ne part pas à fonds perdus dans des entreprises qui n'auraient pas marché ou auraient commis des erreurs, mais qu'il finance l'avenir économique de notre pays. Cela me paraît sain et je ne pense pas qu'il soit opportun de changer la stratégie d'investissement de BPIFrance pour aller à la rescousse de toutes les entreprises en difficulté de notre pays.

Celui qui vous tient ce discours s'est battu pendant des années pour sauver les entreprises qui devaient l'être et pour trouver des solutions de financement adaptées. L'exemple d'Ascoval est à cet égard éclairant : qui, à l'époque, était prêt à reprendre le site ? Je m'y suis rendu à trois reprises, j'ai rencontré les ouvriers et les partenaires sociaux, nous avons échangé avec eux, puis nous avons élaboré une solution avec le président de la région, M. Xavier Bertrand, qui a accompli un travail remarquable. Cette usine était vouée à fermer, elle est finalement restée ouverte. Autrement dit, lorsque la situation l'exige, nous savons nous mobiliser pour sauver une entreprise, mais cela ne relève pas pour autant du rôle de BPIFrance.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous invite à ne pas caricaturer mes propos : je n'ai pas parlé de toutes les entreprises en difficulté. Le problème est que BPIFrance n'en soutient quasiment aucune lorsqu'elles sont en difficulté, alors

même qu'elles pourraient être redressées ou reconverties. Cela laisse évidemment le champ libre à ces fonds prédateurs.

D'ailleurs, estimez-vous qu'Apollo, le plus grand fonds mondial, est un fonds prédateur ou un fonds d'investissement classique ? Sachant qu'aujourd'hui, la dette de Kem One est passée de 10 M€ à 700 M€ depuis qu'Apollo a mis la main sur cette entreprise de mille trois cent salariés, leader mondial du PVC, avec des sites dont la chute remettrait en cause plusieurs grandes plateformes de la chimie. Estimez-vous normal qu'Apollo ait mis la main en 2021, pendant que vous étiez ministre de l'économie, sur Kem One, qui allait bien à l'époque ?

M. Bruno Le Maire. Les véritables prédateurs, ce sont les géants de la *tech* : Google, Amazon, Microsoft et d'autres. Vous évoquez des structures de taille modeste alors que je parle, pour ma part, de groupes dont la capitalisation atteint mille à deux mille milliards de dollars, soit l'équivalent du PNB des pays les plus riches de la planète. Cette puissance, ils l'ont précisément acquise grâce à un financement massif par les marchés et par le capital-investissement. Si nous ne sommes pas capables, nous aussi, de faire grandir nos entreprises en les finançant massivement, soit par du capital-investissement, soit par la bourse, soit par le marché pour atteindre la profondeur d'investissement nécessaire, nous serons dévorés par les vrais prédateurs, qui ne sont pas des fonds d'investissement, mais les géants de la *tech*.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je pense qu'il faut remettre les choses à leur place. Vous parlez d'Apollo comme s'il s'agissait d'un « petit poisson », alors qu'il s'agit du plus grand fonds mondial américain, qui gère 840 milliards d'actifs. C'est un géant financier absolu qui a mis la main non seulement sur Kem One, mais aussi sur Grand Frais et bien d'autres entreprises françaises, comme vous le savez.

Vous n'avez pas répondu à ma question : considérez-vous, oui ou non, Apollo comme un fonds prédateur après qu'il a surendetté une entreprise comme Kem One à hauteur de 700 M€ ?

M. Bruno Le Maire. Ma réponse est non, madame la rapporteure.

Le raisonnement que vous tenez est un peu facile. Plaçons-nous dans une situation concrète, celle d'une entreprise en très grande difficulté, comme Ascoval, que j'ai particulièrement suivie. Écartons les approches idéologiques et les termes vagues comme « *fonds prédateurs* », qui suscitent l'inquiétude et tendent à stigmatiser des investisseurs dont nous avons pourtant besoin. Vous vous retrouvez face à des ouvriers disposant d'un outil de production neuf, un four électrique qui ne permet pas encore d'être rentable et qui génère des pertes importantes, sans qu'aucun investisseur ne se manifeste. Dans une telle situation, l'État ne peut pas intervenir seul, car il ne peut pas s'exposer directement en engageant le budget public dans une entreprise déficitaire. En tant que ministre des finances, j'ai toujours refusé de dire aux contribuables que leurs impôts serviraient à soutenir des entreprises qui perdent de l'argent, car le rôle de l'État n'est pas de socialiser les pertes, et c'est sans doute là que se situe notre divergence fondamentale. Dès lors que l'on admet que l'État n'a pas vocation à venir au secours de toutes les entreprises en difficulté en mobilisant des milliards d'euros, il faut bien trouver un

acteur capable de soutenir l'activité et les salariés. Dans le cas d'Ascoval, un seul fonds s'est porté candidat.

De la même manière, pour Apollo, je pourrais citer d'autres situations où, sans son intervention, aucun financement n'aurait été trouvé.

Votre position consiste à considérer que BPIFrance ou l'argent public doivent prendre le relais tandis que la mienne est différente, car l'argent public, c'est celui du contribuable, qui n'a pas à supporter les pertes d'entreprises privées. Le risque doit être assumé par des fonds, qui peuvent gagner ou perdre, mais qui permettent à l'activité de se poursuivre. Si Ascoval a pu continuer à fonctionner, c'est précisément parce que les élus locaux, souvent au-delà des clivages politiques, ont considéré qu'il s'agissait de la seule solution disponible et ont choisi de la retenir. Dans certains cas, ces fonds d'investissement constituent la dernière option avant la fermeture.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Le problème est précisément que vous avez bien souvent laissé comme seule issue le recours à des fonds que je qualifie de « prédateurs ».

Je reviens à l'exemple de Kem One, qui a été cédée à Apollo en 2021 alors qu'elle était rentable, avec une dette limitée à 10 M€ (contre 700 M€ aujourd'hui). Il ne s'agissait donc pas d'une société déficitaire. Vous avez favorisé un système dans lequel une entreprise saine peut être reprise par un fonds d'investissement qui la surendette après avoir proposé un prix très élevé. Cela est rendu possible parce que ces fonds peuvent contracter des dettes considérables et les faire peser ensuite sur les entreprises qu'ils acquièrent. Personne ne pouvait s'aligner sur l'offre d'Apollo et l'absence quasi totale de régulation permet de tels montages. Rien n'empêche dès lors une entreprise comme Kem One de se retrouver fragilisée, avec des niveaux d'endettement qui mettent en danger sa souveraineté et ses mille trois cents emplois.

J'en viens maintenant au cas d'Atos, qui revêt une importance particulière au regard des activités stratégiques qu'il recouvre. Pendant sept ans à la tête du ministère de l'économie, vous avez laissé se dégrader la situation de l'un des groupes les plus sensibles pour notre souveraineté numérique, intervenant dans des domaines critiques tels que la cybersécurité, les supercalculateurs, les systèmes de santé, les services publics et fiscaux, la défense ou encore l'identité numérique. Vous avez laissé l'entreprise se fragiliser, sa dette a fortement augmenté, jusqu'à ce qu'elle passe sous le contrôle de fonds anglo-saxons, créanciers devenus actionnaires à l'issue d'un plan de sauvegarde en 2024.

Dans ce contexte, plusieurs questions se posent. Où était l'« État stratège » lorsque les premières alertes ont été lancées sur la situation du groupe ? Comment expliquez-vous qu'un acteur aussi sensible ait pu se rapprocher d'une quasi-faillite, conduisant à sa reprise par des fonds étrangers et à une perte de contrôle pour la France ? Votre responsabilité politique est directement engagée puisque vous avez laissé s'affaiblir un pilier technologique national, malgré les enjeux évidents pour notre souveraineté et alors même que des parlementaires vous appelaient, dès 2023, à envisager une nationalisation. Que répondez-vous à cela, monsieur le ministre ?

M. Bruno Le Maire. Ce ton accusatoire est tout de même incroyable ! Je rappelle, madame la rapporteure, qu'Atos est une entreprise *privée*. Nous sommes dans une économie de marché : l'État n'est pas propriétaire des entreprises privées et celles-ci sont responsables de leur gestion. L'État ne détient aucune participation dans Atos et s'il y a eu des défaillances, il convient d'entendre ses dirigeants. Dans ce pays, on attend trop souvent de l'État qu'il soit responsable de tout, ce qui explique peut-être certaines de nos difficultés. Si vous n'êtes pas satisfaits de ce qui s'est produit, convoquez les responsables d'Atos... et non un État qui n'en est pas actionnaire.

Il faut, par ailleurs, distinguer les activités. Au sein d'Atos, l'infogérance n'a rien de stratégique et ne justifie pas une intervention publique, car, sinon, l'État devrait intervenir en permanence, avec une efficacité économique pour le moins incertaine. En revanche, certaines activités sont effectivement critiques, notamment celle des supercalculateurs. J'ai suivi ce dossier au jour le jour et lorsque ces activités ont été menacées, j'ai convoqué les dirigeants, je les ai reçus et j'ai pris toutes les mesures nécessaires, allant jusqu'à leur nationalisation. Comment pouvez-vous soutenir que l'État aurait abandonné une activité stratégique pour le pays, alors que nous avons décidé de la nationaliser pour la préserver, qu'elle est aujourd'hui en reprise et que nous avons accordé à Atos un prêt de 50 M€ pour assurer la transition et garantir la continuité de ces activités ? Tout ce qui devait être fait pour empêcher que les activités critiques passent sous le contrôle de fonds étrangers ou d'une puissance étrangère a été engagé, jusqu'à la nationalisation. Pour le reste, s'agissant des activités non stratégiques, si l'entreprise commet des erreurs et se trouve en difficulté, il lui appartient d'en assumer les conséquences, sans que l'État ait à intervenir.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je voudrais rappeler que, si les supercalculateurs ont bien été nationalisés, de nombreux experts estiment que la découpe d'Atos est extrêmement préjudiciable, tant pour cette activité que pour l'ensemble du groupe, qui compte soixante-et-un mille salariés. L'entreprise conserve, par ailleurs, des activités particulièrement sensibles désormais placées sous le contrôle direct de fonds étrangers par le biais d'une holding au Luxembourg. Il me paraît important de rappeler qu'il s'agit notamment du programme Scorpion de l'armée, de la modernisation du système de contrôle du Rafale, des logiciels de la marine nationale ou encore du logiciel de renseignement Artemis. Vous qualifiez l'infogérance d'« activité secondaire », alors même qu'elle recouvre des fonctions essentielles comme la carte Vitale, FranceConnect, le portail des douanes ou encore la plateforme Mon espace santé. Il me semblait nécessaire de souligner que ces activités, que nous considérons comme stratégiques, ne sauraient être réduites à « *un peu d'infogérance* ».

M. Bruno Le Maire. Nous avons de nouveau un désaccord. Je ne parle pas de « découpe », puisque ces activités me paraissaient plutôt agglomérées sans véritable cohérence stratégique, et il me semble pertinent que celles liées aux supercalculateurs soient distinctes.

S'agissant de la gestion de la carte Vitale et, plus largement, de certaines données, je considère également qu'il n'appartient pas à l'État de maîtriser les

logiciels ni de piloter directement le fonctionnement de l'entreprise. En revanche, il doit garantir la sécurité des données et veiller à ce qu'elles ne puissent pas être captées, notamment par des partenaires étrangers. Pour le reste, la gestion des logiciels et des systèmes d'information ne relève pas de sa responsabilité.

Mme Émilie Bonnivard (DR). Vous avez rappelé, à juste titre, que l'on ne peut engager l'argent des Français de manière aveugle dans des entreprises susceptibles de se dégrader.

Dans ce contexte, je souhaite vous interroger sur Atos et sur la situation actuelle. L'État s'apprête à mobiliser 500 M€, alors même que des doutes s'expriment quant à la crédibilité du discours de l'entreprise sur ses perspectives de développement. Selon certains lanceurs d'alerte, le crédit de l'État, sa signature et son autorité seraient ainsi sollicités pour stabiliser une construction financière dont la logique première viserait la sécurisation d'une liquidité de court terme, l'extraction d'actifs et la protection des positions de créanciers devenus actionnaires dominants. Dès lors, comment l'État se positionne-t-il et quelles garanties met-il en place pour ne pas apparaître comme la caution de ces fonds, dont la sincérité sur le dossier Atos est aujourd'hui sérieusement mise en cause ?

M. Bruno Le Maire. Je crains de ne pas pouvoir répondre précisément à votre question, car je n'ai plus accès au dossier.

Pendant sept ans, je me suis attaché à une seule chose lorsque l'État investissait aux côtés de ces fonds : refuser de leur appliquer systématiquement l'étiquette de « prédateur ». Si vous considérez qu'ils le sont tous, alors il faut les bannir. Dans ce cas, en tant que législateurs, adoptez une loi et décidez que les fonds n'ont plus le droit d'investir en France. Bon courage ensuite pour expliquer à toutes les entreprises, privées ou parfois publiques, ainsi qu'à certains établissements, y compris culturels, qu'ils ne pourront plus bénéficier de leur soutien... Allez au bout de votre logique : si ces fonds sont prédateurs, interdisez-les ! Vous verrez alors la réaction des dizaines de milliers d'entreprises françaises qui sont financées par KKR, Apollo ou d'autres fonds d'investissement et qui ont besoin de leurs capitaux. Soyez cohérents ! Pour ma part, je le suis : lorsqu'il existe des comportements de prédation, ils doivent être sanctionnés et des règles existent pour cela. Mais si vous estimez que l'ensemble de ces fonds sont prédateurs, tirez-en toutes les conséquences et interdisez-les.

S'agissant d'Atos, je ne connais plus suffisamment le dossier pour vous apporter des éléments précis. Votre question est néanmoins tout à fait pertinente. Lorsqu'il investit aux côtés d'un fonds, l'État doit s'assurer que cet investissement est judicieux et, surtout, qu'en cas d'échec de l'opération, il soit le dernier créancier sollicité pour le recouvrement des créances. Comme vous le savez, les créanciers sont classés selon un ordre de priorité et en cas de difficulté, l'État doit figurer au dernier rang. En revanche, je ne dispose plus, depuis deux ans, d'une connaissance suffisamment précise du dossier pour me prononcer sur l'opportunité même de cet investissement.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). À l'époque où vous aviez la charge du dossier Atos, quelle était la part des activités d'infogérance qui intéressaient les collectivités et l'État au sens large ?

M. Bruno Le Maire. Dans ce cas, monsieur le député, retirez aussi les logiciels de Microsoft qui sont utilisés par l'État, les logiciels de Google qui équipent des entreprises stratégiques comme Thales ou encore les services d'Amazon auxquels recourent un certain nombre d'entreprises dans notre pays... Oui, il s'agit de logiciels privés qui gèrent des services publics. C'est le cas dans toutes les entreprises françaises et dans beaucoup de services publics français. Par conséquent, si vous voulez tout nationaliser, nationalisez tout ! Mais j'assume totalement que des logiciels sous contrôle privé puissent gérer la carte Vitale (ou d'autres services) et qu'ils doivent pour cela fonctionner, être rentables et obéir à des règles de compétitivité.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Ce n'est pas la question que je vous ai posée. Je vous pose des questions très précises, contentez-vous d'y apporter des réponses précises, monsieur le ministre.

M. Bruno Le Maire. Vous vous adressez à un ancien ministre de l'économie et des finances, qui est aujourd'hui un simple citoyen et qui ne peut pas vous répondre sur la part des activités de service public gérées par l'infogérance d'Atos. J'ai d'autres activités et je ne m'occupe plus de ce sujet.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Je vous demande précisément quelle était, lorsque vous avez pris en charge le dossier Atos, la part de ses activités de services auprès des collectivités, de l'État et de la protection sociale. C'est un élément structurant. Quand on prend en charge un tel dossier, on doit s'intéresser à la part d'argent public qui fait « tourner la machine Atos » et aux services que l'État en reçoit. Sinon, on ne comprend pas les tenants et les aboutissants. Êtes-vous d'accord avec cette approche ?

M. Bruno Le Maire. Non.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Quelles entreprises peuvent fournir un service alternatif, dans le domaine de l'infogérance, aux services fournis par Atos ?

M. Bruno Le Maire. Je l'ignore.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Quelles sont les entreprises auxquelles l'État, le Gouvernement, votre ministère, a pu recourir pour ébaucher des projets alternatifs ou des projets de sauvegarde d'Atos ? Quelles sont les entreprises de conseil auxquelles vous avez eu recours ?

M. Bruno Le Maire. Je ne comprends pas votre question.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). En tant que ministre, avez-vous fait appel à des cabinets de conseil pour vous proposer différents scénarios en vue de participer éventuellement au redressement (ou à la sauvegarde) d'Atos ?

M. Bruno Le Maire. Je vous redis, monsieur le député, qu'Atos est une entreprise privée.

Lorsque nous avons eu à traiter ce dossier, nous avons examiné, avec mes services, les moyens de préserver ses activités stratégiques. Vous pouvez aborder la question sous tous les angles mais, lorsque l'on est ministre de l'économie et des finances, on doit gérer simultanément de nombreux dossiers et établir des priorités. La mienne a été claire : sauver l'activité des supercalculateurs, qui est critique pour la nation. Pour le reste, notamment l'infogérance, je ne considère pas qu'il s'agisse d'une activité stratégique pour le pays. J'ai donc estimé qu'il fallait tout mettre en œuvre pour soutenir l'entreprise et protéger les emplois, tout en assumant que la responsabilité première de l'État, qui n'est pas actionnaire, consistait à garantir que les supercalculateurs demeurent sous souveraineté nationale.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). S'agissant d'une entreprise de soixante mille salariés, vous me dites que personne ne vous a proposé de scénarios différents pour définir un projet de sauvetage. Vous répondez que c'est l'entreprise privée qui décidait. Je ne demande pas qui décidait, je demande qui réfléchissait.

M. Bruno Le Maire. Mais c'est l'entreprise qui réfléchit. Le rôle de l'État n'est pas de se substituer à l'entreprise pour définir la manière dont elle doit préserver ses emplois. Il lui revient de l'accompagner, comme je l'ai fait pour d'autres entreprises représentant des centaines de milliers d'emplois, en veillant à ce qu'un entrepreneur soit présent et à ce que tout soit mis en œuvre pour protéger l'emploi, comme l'illustre l'exemple de Casino. En revanche, il n'appartient pas à l'État de concevoir les solutions à la place de l'entreprise et c'est à elle d'en assumer la responsabilité.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Dans ce cas, si l'entreprise doit trouver des solutions, quelles démarches avez-vous entreprises ? Nous savons qu'un plan a été élaboré dans un premier temps et qu'il y a eu une discussion avec Airbus. Quel a été le rôle du ministère dans cette discussion avec Airbus ?

M. Bruno Le Maire. 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. J'avais compris que la présente commission portait sur les fonds d'investissement. Comme la rapporteure m'a elle-même reproché de m'écarter du champ de cette commission, force est de constater que nous en sortons ici complètement.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Je crois que le président est seul juge du fait que nous sortions ou non du sujet de la commission d'enquête. Mais dans la mesure où la restructuration de la dette d'Atos s'est faite au bénéfice de créanciers qui sont devenus actionnaires, je crois que nous sommes pleinement dans le sujet. Que vous ne soyez pas d'accord est secondaire.

La question que je vous pose est de savoir si vous avez travaillé à l'élaboration d'un scénario pour l'avenir d'Atos avec une autre entreprise, en l'occurrence Airbus. L'information étant dans la presse, vous devez au moins vous souvenir si vous avez pris l'initiative auprès d'Airbus ou si c'est Airbus qui est venu vous trouver. Atos n'est pas un petit dossier, encore une fois, nous parlons de soixante mille salariés. Vous n'avez pas d'avis, vous ne vous souvenez pas ? Avez-

vous pris votre téléphone pour appeler M. Guillaume Faury ? Monsieur Faury vous a-t-il appelé ?

M. Bruno Le Maire. Je peux vous apporter mille fois la même réponse. J'ai prêté serment de dire la vérité en début de séance et j'y suis tenu.

Si vous souhaitez m'interroger sur Atos, le rôle d'Airbus, monsieur Faury ou les dirigeants d'Atos, je suis tout à fait disposé à vous répondre, à condition que cela s'inscrive dans le cadre approprié. Organisez une commission d'enquête dédiée à Atos, faites-moi prêter serment et je répondrai à l'ensemble de vos questions. En revanche, je ne me prêterai pas à des réponses approximatives sur des sujets aussi sensibles dans le cadre d'une commission qui porte sur les fonds d'investissement et des thèmes très distincts du cœur du sujet. Vous pouvez renouveler vos questions, ma position restera la même : si vous souhaitez m'entendre sur Atos, créez une commission d'enquête spécifique et je vous répondrai.

M. le président Emmanuel Mandon. Je précise qu'un questionnaire préalable vous a été adressé. Il comporte bien une question relative au groupe Atos, la dixième, et nous vous avons soumis, par écrit, un certain nombre d'interrogations portant sur des cas concrets, notamment sur plusieurs sociétés concernées.

Mme Anna Pic (SOC). S'il existait bien des questions sur Atos dans le questionnaire préalable, je n'ai guère pu prendre de notes depuis le début de cette audition et j'ai le sentiment que vous n'avez apporté que peu de réponses, préférant livrer un *satisfecit* de votre politique – ce qui peut s'entendre, au demeurant, après plusieurs années passées à des responsabilités où l'on estime avoir fait le nécessaire dans ses fonctions.

Je souhaite néanmoins revenir sur un point. Atos constitue un exemple à partir duquel vous avez défini ce qui relève, selon vous, du « secteur critique ». De notre côté, nous considérons qu'au-delà de cette notion, il existe des secteurs stratégiques relevant de la souveraineté, notion largement remise au centre des débats depuis la crise de la covid-19. Or dans vos réponses, vous invoquez systématiquement le caractère privé de l'entreprise pour écarter l'intervention de l'État.

Ma question porte donc sur votre stratégie en matière de souveraineté et c'est, me semble-t-il, ce que mes collègues cherchaient également à éclaircir. Il n'apparaît pas clairement que vous disposiez d'une doctrine permettant d'apprécier, face à l'intervention de certains fonds, si celle-ci est conforme ou non aux intérêts du pays, la question ne pouvant se limiter au seul retour sur investissement pour les Français.

Je rappelle par ailleurs que la socialisation des pertes s'opère aussi à travers l'assurance chômage. Ce n'est pas simplement parce qu'une entreprise fait faillite ou qu'elle est en difficulté qu'il faudrait essayer de la redresser. La socialisation des pertes, c'est ce que nous vivons tous les jours en France. Ce n'est pas exactement notre conception des choses. Il s'agit plutôt de considérer qu'il y a des secteurs stratégiques qui méritent que BPIFrance et l'État s'y penchent, au-delà même de

l'aspect purement critique. Quand on parle de défense et de service public, ce n'est peut-être pas critique, mais cela relève, à nos yeux, de la souveraineté nationale.

M. Bruno Le Maire. Je vais répondre à cette question, qui me paraît davantage au cœur du sujet, en rappelant ce que j'ai fait pendant sept ans, et je vous remercie de reconnaître qu'il est légitime de défendre son bilan après avoir exercé les fonctions de ministre de l'économie et des finances.

Après avoir évoqué le volet offensif, j'en viens au volet défensif : il est possible de soutenir à la fois la nécessité d'un financement accru par le capital et les fonds d'investissement en France, tout en maintenant des dispositifs solides de protection.

Sur Atos, monsieur le président, j'ai répondu dans le questionnaire en indiquant que nous avons nationalisé les activités critiques de l'entreprise.

S'agissant des autres protections de la souveraineté, nous avons fait plus que ce qui avait été fait auparavant. Je commencerai par rappeler que nous avons multiplié par trois le nombre de dossiers sur lesquels l'État est intervenu pour protéger des activités critiques. Le rachat de Segault, qui fabrique les vannes et les robinets destinés aux sous-marins nucléaires et aux réacteurs nucléaires, est un bon exemple de la manière dont je me suis battu pour défendre les activités critiques et stratégiques du pays.

Je rappelle également que nous avons fait adopter la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite loi « Pacte », et que j'ai demandé que la procédure relative aux investissements étrangers en France, dite procédure « IEF », soit étendue à la cybersécurité, à l'intelligence artificielle, au spatial et à la robotique. J'ai ainsi doté l'État des moyens nécessaires pour protéger plus largement les activités critiques du pays.

En 2020, en réponse à la crise de la covid, j'ai demandé, pour la deuxième fois, que nous étendions cette procédure aux questions de crise sanitaire ainsi qu'aux produits agroalimentaires. À ma demande, nous avons également abaissé le seuil de déclenchement du contrôle dans les sociétés cotées, qui est passé de 25 % à 10 %. Cela signifie que, désormais, lorsqu'une entreprise étrangère augmente sa participation dans une société cotée, le ministre de l'économie peut déclencher la procédure IEF non plus à partir de 25 %, mais dès le seuil de 10 %. C'est un changement majeur et un renforcement considérable de la capacité de l'État à protéger les intérêts stratégiques de la France.

Je rappelle enfin qu'en 2017, lorsque je suis devenu ministre, 137 opérations ont fait l'objet d'un examen IEF, alors que, sept ans plus tard, ce sont 392 dossiers qui ont été examinés. J'estime donc avoir pleinement rempli mon devoir pour protéger les activités critiques du pays, en étendant le champ du contrôle IEF, en multipliant les contrôles et en prenant également des décisions préventives. Le meilleur exemple en est le refus du rachat de Carrefour par Couche-Tard : Carrefour représentant, je le rappelle, des dizaines de milliers d'emplois sur l'ensemble du territoire, je me suis opposé à son acquisition par ce groupe canadien.

On peut me faire de nombreux reproches, mais certainement pas celui de ne pas avoir pris les mesures nécessaires pour mettre en place des procédures de défense de la souveraineté française sur les activités critiques ou menacées.

Mme Anna Pic (SOC). Sur la définition des activités stratégiques, nous n'avons pas eu beaucoup de précisions. Avez-vous été amené à constater, en France, des pratiques de fonds spéculatifs ou d'investissement posant des difficultés particulières, selon une méthodologie qui se reproduirait d'une entreprise à l'autre ? Au regard des témoignages recueillis par cette commission d'enquête, il apparaît que, sans nécessairement recourir au terme de « *prédateur* », certains schémas semblent se répéter. Nous souhaiterions comprendre si vous avez été alerté sur l'existence de tels schémas récurrents impliquant un certain nombre de fonds d'investissement.

M. Bruno Le Maire. Les excès doivent être sanctionnés. Je ne peux pas dire qu'il existerait un comportement systématique des fonds d'investissement qui en ferait des fonds prédateurs : je conteste formellement cette analyse, qui me paraît erronée et risque de placer en très grande difficulté des dizaines de milliers d'entreprises qui bénéficient de ces financements et n'auraient pas d'autres moyens de se financer. Il faut bien sûr regarder ce qui ne va pas – c'est le rôle de la puissance publique – et sanctionner les excès qui peuvent être commis ici ou là... car ils existent, ne soyons pas naïfs ; mais si vous rejetez toute intervention des fonds d'investissement dans notre pays, de nombreuses entreprises ne trouveront plus de solutions de financement.

Mme Anna Pic (SOC). Vous répétez votre réponse, mais elle ne correspond toujours pas à ma question, qui est pourtant simple : avez-vous eu des alertes sur des schémas qui se répétaient ? Nous avons en effet entendu, de manière régulière, dans plusieurs secteurs et bassins industriels, des pratiques similaires se reproduire, face auxquelles la loi ne semble pas aujourd'hui adaptée pour en assurer la régulation. Avez-vous reçu ce type d'alerte ? Avez-vous pu observer l'émergence de tels schémas ? S'agit-il d'une dérive qui ne serait pas nécessairement sanctionnable ? Et quels leviers, selon vous, pourraient être mobilisés pour éviter que ces situations ne se reproduisent ?

Nous avons notamment entendu parler d'entreprises qui n'étaient pas en grande difficulté, parfois simplement confrontées à des tensions passagères ou engagées dans un processus de reprise, et qui, du fait de l'application de ces schémas, récurrents d'une entreprise à l'autre, ont vu l'ensemble de leur activité se dégrader en quelques années. Avez-vous été alerté sur ce type de situations au cours de votre mandat ? Avez-vous pu identifier ce type de mécanisme et chercher à en prévenir les effets ? Il ne s'agit pas de remettre en cause l'investissement, mais de comprendre comment faire en sorte qu'il demeure productif.

M. Bruno Le Maire. Il faut veiller à ce que le fonds d'investissement tienne ses engagements. Dans l'exemple de Greybull et d'Ascoval, des engagements ont été pris et l'État a accompagné l'opération. Si ces engagements ne sont pas tenus, il revient alors à la justice de trancher et de rappeler le fonds d'investissement à ses obligations.

Il faut également veiller, lorsque l'État a investi aux côtés du fonds, à ce qu'il soit, en cas de difficulté de l'entreprise, le dernier créancier appelé. À mes yeux, la justice dispose de tous les instruments nécessaires pour sanctionner un fonds qui ne respecterait pas ses engagements. Je ne suis pas en mesure de dire s'il faudrait aujourd'hui prévoir d'autres instruments, plus fermes, car il me semble que la justice dispose déjà des outils nécessaires.

Mme Émilie Bonnivard (DR). Ma question porte sur la déontologie. Vous avez récemment appelé à faire tomber la « *monarchie technocratique* », en soulignant votre propre choix de quitter définitivement la fonction publique.

Nos travaux conduisent toutefois à identifier un phénomène distinct et probablement plus critique : non pas le retour de responsables politiques dans leur administration, mais le départ de hauts fonctionnaires vers le secteur privé. Leur valeur y tient moins à leur expertise technique qu'à leur connaissance fine des circuits décisionnels de l'État et à leur accès aux décideurs publics, dans des secteurs aussi sensibles que le contrôle des investissements étrangers, la gestion des participations de l'État ou le traitement des restructurations industrielles. Ces mouvements soulèvent des enjeux qui dépassent la seule déontologie pour relever directement de la sécurité économique nationale.

Le dispositif actuel, notamment sous l'égide de la Haute Autorité pour la transparence de la vie publique (HATVP), prévoit des mécanismes de contrôle et des périodes de déport limitées, mais ce délai apparaît difficilement compatible avec les cycles économiques et financiers des opérations concernées, notamment en matière d'investissement étranger. D'autres États disposent de règles qui encadrent de manière particulièrement rigoureuse les mobilités vers des entités étrangères, lorsqu'il existe un risque d'exposition d'informations stratégiques.

Dans ce contexte, le cadre français vous paraît-il adapté aux enjeux contemporains de sécurité économique ? Seriez-vous favorable à un allongement significatif des périodes de déport pour les fonctions les plus exposées, afin de les aligner sur les cycles réels des opérations économiques ? Voire, pour certains postes particulièrement sensibles, à l'instauration d'incompatibilités plus strictes, pouvant aller jusqu'à l'interdiction de rejoindre des acteurs privés intervenant dans les secteurs (ou sur les dossiers) que ces agents ont eu à connaître dans l'exercice de leurs fonctions ?

M. Bruno Le Maire. C'est une question très sensible, qui recouvre en réalité deux sujets différents. Le premier tient à la porosité complète entre la haute fonction publique et la vie politique, qui doit cesser, car elle est à la fois malsaine et injuste. Un haut fonctionnaire qui s'engage en politique devrait démissionner de la haute fonction publique, cela devrait constituer une obligation légale. En Grande-Bretagne, par exemple, un fonctionnaire souhaitant se présenter à une élection doit préalablement démissionner de son poste. On ne peut pas demander aux Français de prendre des risques que l'on ne prend pas pour soi-même. C'est d'ailleurs ce qui m'a conduit, comme vous l'avez rappelé, à démissionner de la haute fonction publique lorsque je suis devenu député.

Le second sujet concerne le lien entre la haute fonction publique et l'entreprise privée. Tous les hauts fonctionnaires sont soumis aux règles de la HATVP, qui sont déjà très strictes. Il est possible d'envisager d'étendre la durée actuelle de trois ans à cinq ou sept ans, ou encore de prévoir des règles plus exigeantes pour les fonctions les plus sensibles. Il faut toutefois en mesurer les conséquences sur le recrutement des hauts fonctionnaires, car il ne s'agit plus ici de questions politiques. En durcissant des règles déjà contraignantes, on risque de détourner de la haute fonction publique un certain nombre de jeunes très qualifiés.

Je ne tranche pas ce débat, mais j'en rappelle les termes. Aujourd'hui, de nombreux hauts fonctionnaires souhaitant rejoindre le secteur privé sont soumis à la HATVP, ce qui est à la fois nécessaire et légitime, mais limite fortement leur capacité à accéder à d'autres fonctions à l'issue de leur parcours dans la fonction publique ou en cabinet. Si ces règles étaient encore durcies, il faudrait être lucide quant à leur première conséquence : une perte d'attractivité de la haute fonction publique pour les meilleurs profils de notre pays.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je souhaite réagir à cette question de porosité entre la haute fonction publique et le secteur privé. En l'occurrence, notre sujet concerne le secteur des fonds d'investissement, dont certains peuvent avoir des activités prédatrices, mais aussi les liens de plus en plus étroits entre les hautes fonctions politiques et ce secteur de la finance.

On observe en effet une porosité croissante et, durant les sept années où vous avez exercé les fonctions de ministre de l'économie, de nombreux « recasages » ont eu lieu au sein de ces fonds, qu'il s'agisse d'anciens ministres ou de hauts fonctionnaires emblématiques du régime Macron. Je pense notamment à Mme Nathalie Kosciusko-Morizet, qui a rejoint le fonds Antin, à M. François Fillon, qui a intégré le fonds Tikehau, ou encore à Mme Florence Parly, partie dans le fonds Jolt. S'agissant des hauts fonctionnaires, M. Bruno Bézard, ancien directeur de l'Agence des participations de l'État (APE), a rejoint un fonds franco-chinois (Cathay Capital), désormais financé massivement par la banque publique d'investissement. Monsieur Xavier Musca, ancien secrétaire général de l'Élysée, a lui aussi rejoint Tikehau, tandis que M. Vincent Mariné, issu de la direction générale du Trésor, est désormais délégué général de France Invest, qui constitue le principal lobby des fonds d'investissement. Je pourrais également citer de nombreux membres de cabinets ministériels, tels que M. Pierre de Bousquet de Florian ou encore M. Basile Todorov, votre collaborateur, désormais chez Ardian. Tout cela n'est qu'un petit échantillon.

Quel regard portez-vous sur toute cette « consanguinité », si je puis dire, entre les élites de l'État et les fonds d'investissement ? D'autres de vos collaborateurs sont-ils partis travailler dans ces fonds ? Monsieur Todorov a-t-il été en contact avec des fonds d'investissement pendant qu'il était dans votre cabinet ministériel ? Disposez-vous de données sur ce sujet ?

M. Bruno Le Maire. Je trouve ces mises en cause personnelles révoltantes, abjectes et bien caractéristiques de La France insoumise ! Vous êtes un parti de

coupeurs de têtes et ces commissions d'enquête nous donnent l'occasion de le constater.

Tous les profils que vous avez cités, sans exception, ont servi loyalement notre pays, en donnant de leur temps et de leur engagement. Tous ces profils, sans exception, ont été soumis au contrôle de la HATVP, qui leur a donné son accord pour prendre les fonctions qu'ils ont prises.

Madame la rapporteure, si vous trouvez que les règles ne sont pas les bonnes, vous êtes législatrice, vous pouvez les changer. Mais vous n'avez pas le droit, car je trouve cela indigne, de mettre en cause des personnalités comme vous venez de le faire dans cette commission d'enquête. C'est La France insoumise dans tout ce qu'elle a de plus détestable.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je n'ai accusé personne, j'ai simplement constaté des faits et un certain nombre de passages de la haute fonction publique et politique vers des fonds d'investissement.

Ces situations se répètent manifestement et je souhaite vous entendre à ce sujet. Je reformule donc ma question : quel regard portez-vous sur cette porosité manifeste ? D'autres collaborateurs ont-ils également rejoint ces fonds d'investissement ? Cette question nous intéresse d'autant plus que vous évoquez vous-même cette porosité et qu'elle s'est manifestée au sein même de votre cabinet. Il est donc légitime que les parlementaires que nous sommes s'y intéressent.

M. Bruno Le Maire. Je pense que ma réaction était suffisamment claire pour ne pas avoir à y ajouter de commentaires supplémentaires.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je note que vous ne souhaitez pas répondre à cette question.

Mme Émilie Bonnivard (DR). La défiance à l'égard du monde politique, que vous ne pouvez pas nier, est en partie nourrie par ce type de comportements. La nature des informations détenues par ces personnes lorsqu'elles exercent au sein d'un cabinet ou aux plus hautes fonctions de l'État, ainsi que le fait qu'elles puissent ensuite valoriser ces connaissances, ces compétences et ces réseaux au sein de fonds d'investissement, soulèvent des questions légitimes.

On ne peut pas simplement balayer ces interrogations d'un revers de main et considérer qu'il n'y a rien à en dire. Je ne partage pas cette approche, alors que, je le précise, je ne suis pas membre de La France insoumise. Il me semble important que vous puissiez nous livrer votre point de vue personnel, comme l'a indiqué notre rapporteure, sur cette porosité et sur la défiance, qu'elle soit fondée ou non, qu'elle peut susciter chez les responsables politiques comme chez nos concitoyens.

M. Bruno Le Maire. Ont-ils commis une faute ? Je pense vous avoir répondu de manière très claire, mais je dois dire que je suis profondément surpris, pour ne pas dire choqué, par le fait que soient cités, au sein d'une commission d'enquête parlementaire, les noms de hauts fonctionnaires qui ont servi la France et respecté les règles. Les responsables, c'est vous, et si ces règles ne vous conviennent pas, il vous appartient de les modifier, vous en avez le pouvoir.

Le terme de porosité, quant à lui, ne signifie rien. Ces personnes, qui disposent d'une expérience et souhaitent poursuivre une autre carrière, le font, par exemple, au sein d'un fonds comme Tikehau, qui est un fonds français contribuant au financement de l'économie nationale. Où est le problème ?

Il existe des règles précises, qui sont fixées, contrôlées et appliquées par une haute autorité indépendante, qui veille à leur respect avec rigueur. Vous évoquez le monde politique, mais il ne s'agit pas de cela : il est question de hauts fonctionnaires qui ont servi le pays. S'agissant des collaborateurs que vous avez cités, je les défends, car il est de mon rôle, en tant qu'ancien ministre, de défendre ceux qui ont travaillé à mes côtés. Si vous considérez qu'aucun haut fonctionnaire ne doit exercer dans une entreprise privée, un fonds d'investissement ou une institution financière, libre à vous, mais, dans ce cas, vous pouvez dire adieu à un grand nombre des meilleurs profils de notre pays.

Souhaitons-nous véritablement voir partir les compétences les plus élevées, au motif que celles et ceux qui ont servi l'État ne pourraient ensuite plus exercer ailleurs ? Si vous faites ce choix, vous en mesurerez les conséquences. Pour ma part, je ne vois pas en quoi il serait problématique que des personnes ayant bien servi le pays rejoignent ensuite un fonds d'investissement, dès lors qu'elles le font sous le contrôle de la HATVP. Sur ce point, nous sommes en désaccord. J'insiste enfin sur le fait que la mise en cause de collaborateurs dans le cadre d'une commission d'enquête ne me paraît pas particulièrement respectable.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Je souhaite tout d'abord m'assurer, monsieur le président, que vous m'autorisez à poser encore quelques questions sur Atos et que vous considérez que c'est bien dans le périmètre de la commission d'enquête.

M. le président Emmanuel Mandon. Cela ne pose aucun problème.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Monsieur le ministre, je vois bien que vous avez décidé de prendre ces questions comme autant d'occasions de faire de la politique, c'est-à-dire de défendre votre conception des choses. C'est bien normal. Pour le reste, sachez que votre indignation feinte n'intimidera personne et ne changera la conviction de personne, si ce n'est de ceux qui sont déjà convaincus.

M. Bruno Le Maire. Elle n'est pas feinte, monsieur le député.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous nous avez affirmé tout à l'heure que vous aviez suivi le dossier Atos quotidiennement. J'ai donc du mal à croire que vous ne vous souveniez pas si vous avez fait appel à des entreprises de conseil pour esquisser un plan de sauvetage ou de reprise d'Atos. Donc, oui ou non, avez-vous eu recours à des entreprises de conseil pour élaborer un montage financier et industriel qui permette de restructurer la dette ?

M. Bruno Le Maire. Je peux vous refaire la même réponse. Il y a effectivement, monsieur le président, des questions qui ont été posées sur Atos dans votre questionnaire et j'y ai répondu sur la nationalisation des activités critiques.

Je peux vous refaire dix fois la même réponse, mais il se trouve que j'ai d'autres activités dans la journée. Je veux bien rester des heures ici à répéter la

même chose, mais j'ai sans doute mieux à faire que de passer du temps à répondre aux mêmes questions sur Atos. Lancez une commission d'enquête sur Atos, monsieur le député, je serai ravi de vous répondre.

Quant à mon indignation, je veux vraiment que vous le sachiez, elle n'était pas feinte, car la mise en cause aussi violente de personnes dans une commission d'enquête, de gens qui n'ont rien demandé à personne... Vraiment, cela m'indigne.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous avez tout à l'heure rappelé que vous étiez sous serment et je me permets d'insister sur ce point, car ce serment est particulièrement exigeant, en ce qu'il vous engage non seulement à dire la vérité, mais toute la vérité.

Dans ces conditions, j'ai de sérieux doutes sur le fait que vous ne vous souveniez pas d'avoir sollicité l'avis d'une banque ou d'un cabinet de conseil pour élaborer un schéma industriel destiné à restructurer la dette d'Atos. Dans cette situation, c'est moi qui m'indigne de vous entendre vous défausser de la sorte, ce qui laisse penser qu'il y aurait matière à la création d'une commission d'enquête spécifique sur Atos.

M. Bruno Le Maire. Convoquez-la, vous en avez tous les droits, et je vous laisse à vos doutes.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). J'en déduis donc que vous ne respectez pas votre serment. Par ailleurs, madame Hélène Bourbouloux est venue, devant notre commission d'enquête, indiquer vous avoir rencontré. Pourriez-vous nous préciser le contenu de cet échange ?

M. Bruno Le Maire. Non. Je serais très heureux de me rappeler mes discussions avec madame Bourbouloux.

J'ai effectivement promis de dire toute la vérité, mais, monsieur le député, je vois bien que vous vous êtes plongé dans votre commission d'enquête et que vous avez préparé vos questions sur Atos. Il se trouve que j'ai d'autres activités. J'ai préparé des réponses aux questions qui pouvaient être posées sur les fonds d'investissement, sur les fonds « *vautours* » ou « *prédateurs* »... appelez-les comme vous voulez.

Je ne m'attendais absolument pas à ce que l'on revienne sur l'intégralité de la procédure sur Atos. Je veux bien vous faire dix mille fois la même réponse, mais vous ne me ferez pas avancer d'un pas de plus sur des propos qui pourraient engager ma responsabilité sur des sujets qui sont latéraux par rapport au cœur de cette commission.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Une dernière question, avant de quitter le sujet d'Atos. Vous nous avez dit que madame Trouvé avait eu des propos de « *coupeuse de têtes* » assez caractéristiques de La France insoumise. Je dirais quant à moi que vous avez une capacité à vous défausser de vos responsabilités et une difficulté à rendre des comptes qui me paraissent assez caractéristiques du monde politique dont vous venez, qui est un mélange de macronisme et de sarkozysme.

Je vais vous poser une question spécifique portant sur les obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa). N'avez-vous jamais été interpellé durant l'exercice de votre responsabilité de ministre sur le sujet des Ocabsa ?

M. Bruno Le Maire. J'étais ministre de l'économie et des finances et non gestionnaire d'actifs.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Le fait que l'Autorité des marchés financiers (AMF) ait émis un avis de vigilance sur ces produits financiers n'est-il pas parvenu à vos oreilles, en sept ans ?

M. Bruno Le Maire. L'AMF émet des avis de vigilance sur beaucoup de sujets, monsieur le député.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Avez-vous été, un jour, saisi du sujet Europlasma ou du cas du fonds financier Alpha Blue Ocean (ABO) ?

M. Bruno Le Maire. Je n'en ai pas le souvenir et, une fois encore, je m'en tiens à mon serment.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Il me semble tout d'abord qu'aucune accusation n'a été formulée. Il est ici question de faits, ainsi que de systèmes et de politiques. Les questions qui ont été posées l'ont été, me semble-t-il, de manière polie et mesurée. Or je constate, à chacune de nos interventions, quel que soit le groupe parlementaire auquel nous appartenons, un ton empreint d'une certaine exaspération. Je vous propose que nous en restions à un échange apaisé.

Je souhaite par ailleurs faire remarquer que le dossier Atos ne constitue en rien un sujet subsidiaire au sein de cette commission d'enquête. Vous aviez d'ailleurs été destinataire d'une série de questions précises à ce sujet, notamment sur votre rôle dans sa restructuration, et vous saviez donc que ce point serait abordé. Il ne s'agit pas d'un élément secondaire, car Atos se trouve aujourd'hui, vous le savez, sous le contrôle de fonds voutours étrangers et vous portez nécessairement une part de responsabilité dans l'évolution qui a conduit à cette situation.

Je viens à présent au cas d'Europlasma, évoqué à l'instant par mon collègue. Vous indiquez ne pas savoir ce qu'est une Ocabsa, alors même que ce terme figurait dans le questionnaire que nous vous avons adressé. Je m'étonne donc qu'après sept années passées à la tête du ministère de l'économie, vous ne le connaissiez pas.

Europlasma est aujourd'hui financé par Alpha Blue Ocean, un fonds d'investissement au comportement pour le moins contestable, qui a d'ailleurs été lourdement sanctionné par l'Autorité des marchés financiers dans une autre affaire et dont les pratiques ont conduit à la ruine de nombreux petits actionnaires ainsi qu'à la déstabilisation de plusieurs entreprises. Durant votre mandat, ce groupe a repris les Forges de Tarbes, mais également Luxfer, Satma Industries et Valdunes. Votre responsabilité est donc directement engagée, notamment parce que vous avez validé la reprise des Forges de Tarbes dans le cadre du contrôle des investissements étrangers, et parce que vous avez, en tant que ministre de l'économie, accordé des aides lors des reprises de Luxfer et de Valdunes.

Mes questions sont précises : comment avez-vous pu autoriser un groupe financé par un fonds véreux à reprendre, en l'espace de trois ans, quatre entreprises industrielles majeures de notre pays ? Comment avez-vous pu accepter que ce fonds réalise des gains de plusieurs millions d'euros au détriment de ces entreprises et de leurs salariés, alors même que son caractère sulfureux était connu de toute la place financière parisienne ? Enfin, assumez-vous que ce fonds puisse intervenir sans entrave dans le financement d'entreprises en difficulté et qui, faute d'alternative, n'ont plus d'autre choix que de s'y tourner ?

M. Bruno Le Maire. La place financière de Paris, madame la rapporteure, ne s'est pas précipitée pour venir au secours de ces entreprises pourtant en grande difficulté.

Il est un peu facile, quelques années plus tard, de réécrire l'histoire en affirmant que, s'agissant de Valdunes ou des Forges de Tarbes, où personne ne souhaitait investir, la solution retenue n'était pas la bonne. Mais quelle était l'alternative ? Fallait-il, une fois encore, considérer que l'État devait intervenir et financer à fonds perdus, comme pour d'autres entreprises, ou fallait-il faire appel à un fonds ?

Je le redis : si le comportement du fonds n'est pas satisfaisant, vous disposez des moyens de la justice pour le contraindre à respecter ses engagements. Mais lorsque l'entreprise est en très grande difficulté, comme c'était le cas des Forges de Tarbes ou de Valdunes, il faut retenir la solution qui existe concrètement et qui est, en pratique, la seule disponible.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'entends votre réponse selon laquelle, en définitive, aucune autre solution ne se présentait pour ces entreprises. Dans ces conditions, vous avez autorisé leur reprise par un fonds que vous savez contesté, Alpha Blue Ocean, dans le cadre du contrôle des investissements étrangers placé sous votre responsabilité. Au-delà de cette autorisation, des aides publiques ont été accordées lors des reprises de Valdunes et de Luxfer par Europlasma, donc indirectement par ce même fonds. Autrement dit, on en vient à socialiser les pertes, comme l'a souligné ma collègue.

M. Bruno Le Maire. Vous êtes un peu contradictoire. D'un côté, vous me reprochez d'avoir un État qui n'intervient pas suffisamment et, de l'autre, lorsqu'il intervient, vous dites qu'il ne devrait pas le faire. Je vous dis simplement que lorsque vous vous retrouvez au pied du mur avec une entreprise qu'il faut sauver, vous prenez l'investisseur qui vous permet de la sauver et vous vous assurez que l'État, quand il vient au secours de cette entreprise, est bien le créancier qui sera appelé en dernier ressort.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Il ne s'agit pas d'aides destinées à permettre à ces entreprises de se redresser ou d'investir pour assurer leur pérennité. En réalité, vous avez mobilisé des fonds publics afin de faciliter leur passage sous le contrôle d'un fonds véreux, en l'occurrence Alpha Blue Ocean. Ces financements apparaissent donc comme des fonds publics perdus. Et alors même que vous insistez régulièrement sur la nécessité d'une utilisation rigoureuse des deniers publics, ceux-

ci ont, en l'occurrence, contribué à favoriser la reprise de ces entreprises par un fonds voyou et prédateur.

Je vous repose donc la question : trouvez-vous normal qu'un fonds comme Alpha Blue Ocean puisse continuer en toute impunité à reprendre des entreprises, comme vous l'avez laissé faire pendant sept ans, et à ruiner plein de petits actionnaires ? D'ailleurs, est-ce le meilleur moyen d'inciter les Français à orienter leur épargne vers nos entreprises que de les ruiner en laissant faire ce type de fonds ?

M. Bruno Le Maire. Il peut advenir que des entreprises traversent de grandes difficultés, madame la rapporteure : parfois, ça finit bien ; parfois, ça ne finit pas bien... C'est la vie des entreprises et c'est la vie économique.

Je rappelle que les deux entreprises dont vous parlez étaient les Forges de Tarbes et Valdunes. Vous pouviez nationaliser ces entreprises et donc nationaliser les pertes. J'ai refusé de le faire. J'ai nationalisé lorsqu'il y avait des perspectives industrielles, économiques et financières satisfaisantes pour l'État, donc pour le contribuable. C'est ce que j'ai fait sur les Chantiers de l'Atlantique et, aujourd'hui, c'est une des fiertés de notre pays et une des entreprises de construction navale les plus performantes de la planète.

En revanche, lorsque l'entreprise n'a pas de débouché immédiat ou qu'elle est véritablement en difficulté, vous faites appel à un fonds. Si vous estimez ensuite qu'un fonds est véritablement « véreux », comme vous le dites, alors il existe des règles, une justice, des lois et il suffit de l'interdire. Comme je le disais préalablement, si vous estimez qu'un certain nombre de fonds n'ont pas leur place dans le pays, vous avez toute latitude, comme législateur, pour les interdire.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Avez-vous reçu des alertes pendant vos sept années en tant que ministre de l'économie sur Alpha Blue Ocean et sur ce type de fonds ?

M. Bruno Le Maire. Je n'ai pas de mémoire spécifique sur Alpha Blue Ocean, mais je suis suffisamment alerté et avisé sur la manière dont fonctionnent un certain nombre d'entreprises.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous affirmez avoir été « suffisamment alerté et informé », tout en indiquant ne pas connaître la nature des produits financiers utilisés. Cette contradiction peut légitimement susciter des doutes quant à la solidité de votre appréciation.

Vous soutenez, par ailleurs, qu'il est « un peu facile » de « réécrire l'histoire » à propos des Forges de Tarbes. Pour ma part, je ne la réécris pas, puisque je suis ce dossier depuis l'époque où j'étais assistant parlementaire, au moment de sa reprise, puis en tant que parlementaire, depuis 2022. Vous affirmez qu'il n'existait pas d'alternative, alors que l'État détient 50 % de KNDS et est le principal client des Forges de Tarbes. Par ailleurs, M. Armin Papperger, dirigeant de Rheinmetall, a récemment déclaré que la production d'obus en Europe, et en particulier en Allemagne, passerait de soixante-dix mille à 1,1 million en cinq ans, soit une multiplication par quinze. Dans ce contexte, affirmer qu'il n'y avait pas de

perspective industrielle pour le développement des Forges de Tarbes me paraît difficilement soutenable.

Dès lors, pourquoi KNDS n'a-t-il pas choisi d'internaliser cette activité, qui relevait autrefois de son périmètre, afin de produire directement les corps creux d'obus ?

M. Bruno Le Maire. Je dois dire que je trouve assez singulier d'entendre un député de La France insoumise donner des leçons en matière d'industrie de défense.

En tant que ministre des finances, j'ai doublé le budget du ministère des armées, alors même que vous avez voté contre cette augmentation. Je constate, une fois encore, que cette commission tend à se transformer en mise en cause personnelle de l'intervenant, ce que je ne peux accepter : être qualifié d'incapable par un député de la République ne me paraît pas conforme à l'esprit d'une commission d'enquête, mais cette attitude est typique de La France insoumise.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Arrêtez votre cinéma et répondez précisément à la question.

M. Bruno Le Maire. Je refuse de répondre à des questions qui sont posées de cette façon-là.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous n'avez pas le choix, monsieur le ministre, vous êtes ici pour rendre des comptes. Vous étiez ministre de l'économie, KNDS est une entreprise majoritairement détenue par des capitaux publics et l'État dispose, à ce titre, de la capacité d'orienter ses décisions. Dans ces conditions, pour quelles raisons l'État n'a-t-il ni demandé ni obtenu l'internalisation (ou le rachat) des Forges de Tarbes par KNDS ? Cette question n'a rien à voir avec le vote, ou non, des lois de programmation militaire.

M. Bruno Le Maire. Cela a tout à voir, puisque si vous voulez une industrie de défense, il vaut mieux qu'elle ait les moyens de se financer. Et si vous voulez qu'elle ait ces moyens, il vaut mieux que le budget augmente, ce que j'ai fait.

Vous parlez de Rheinmetall et de son président, mais je rappelle que l'Allemagne a augmenté de 100 Md€ le financement de son budget de la défense. Ceci explique peut-être cela. Une fois encore, j'ai été convoqué ici à 8 heures 30 du matin, c'est un grand plaisir, pour répondre à la question des fonds d'investissement en France. Et voilà que nous dérivons vers la politique industrielle de notre pays sur KNDS ! Là encore, si vous voulez des réponses sur le rôle d'investisseur de KNDS, sur la fabrication d'obus et sa compétitivité en France, c'est un autre sujet.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Monsieur le ministre, cela n'a rien d'un autre sujet. L'alternative était clairement identifiée : soit l'État, par l'intermédiaire de KNDS, se portait acquéreur des Forges de Tarbes, soit l'on retenait l'offre d'Europlasma, elle-même adossée à un fonds. Nous sommes donc en plein cœur du sujet et vous cherchez des faux-fuyants.

Je vous demande de nous dire pourquoi cette option d'un investissement direct de KNDS dans les Forges de Tarbes n'a pas été retenue. A-t-elle seulement été examinée et, si oui, pour quelles raisons a-t-elle été écartée ?

M. Bruno Le Maire. Interrogez le ministre des armées sur les choix qui ont été faits sur KNDS, cela me paraît plus approprié. J'étais ministre de l'économie et des finances.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Il y a un instant, vous rappeliez qu'en tant que ministre de l'économie et des finances, vous aviez approuvé la loi de programmation militaire, qui concerne directement le financement de l'industrie de défense... et, à présent, vous me renvoyez vers le ministre des armées. Sachez que celui-ci sera, je le crois, également auditionné, mais l'intérêt d'une commission d'enquête est précisément de confronter les points de vue et les souvenirs. C'est pourquoi je souhaite d'abord connaître le vôtre sur ce dossier.

M. Bruno Le Maire. J'ai déjà exposé mon point de vue. En tant que ministre des finances, j'étais responsable du vote du budget et il est donc légitime que je m'exprime sur le doublement du budget du ministère des armées, qui relevait de ma responsabilité.

En revanche, s'agissant de la gestion d'une entreprise dans laquelle l'État détient une participation de 50 % et qui relève du ministère des armées, il convient d'interroger le ministre compétent.

Quant au choix qui a été fait pour les Forges de Tarbes, nous avons identifié un repreneur, en l'occurrence ce fonds d'investissement, mais il appartient désormais au ministre des armées de préciser ce que KNDS aurait pu faire.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous affirmez avoir trouvé un repreneur tout en nous renvoyant vers le ministre des armées. Vous indiquez que KNDS aurait pu agir, mais vous oubliez opportunément que vous exercez une forme de tutelle sur l'APE. En tant que ministre chargé de cette tutelle, vous deviez nécessairement avoir un avis sur la stratégie industrielle de KNDS, sauf à considérer que vous vous êtes systématiquement déporté.

M. Bruno Le Maire. Il n'y avait aucune raison de me déporter sur l'activité militaire, alors que je n'ai aucun intérêt particulier dans cette activité. Nous avons fait un choix, qui est de sauver cette entreprise des Forges de Tarbes en utilisant un fonds d'investissement. J'assume ce choix et je n'ai pas d'autre réponse à vous apporter.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous avez donc participé à ce choix ?

M. Bruno Le Maire. Je n'ai pas dit que je n'avais pas participé à ce choix, monsieur le député.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Il y a quelques instants, j'ai cru vous entendre affirmer que vous n'aviez pas participé à ce choix, et vous nous affirmez désormais l'inverse. Vous auriez donc pris part à cette décision sans connaître la nature du financement d'Eurolasma, puisque vous avez reconnu, il y a quelques

minutes, ne pas savoir ce que sont des Ocabsa. Cette situation laisse tout de même dubitatif quant à la rigueur avec laquelle vous avez exercé votre mission...

M. Bruno Le Maire. Eh bien, restez dubitatif...

Mme Anna Pic (SOC). Monsieur le ministre, cette joute verbale que vous engagez avec nous me paraît peu intéressante.

Je ne crois pas un instant qu'un ministre de l'économie ignore ce que sont des Ocabsa. Pour ma part, j'ai découvert ces mécanismes, il y a quelques mois seulement, et j'en ai néanmoins saisi assez rapidement le fonctionnement.

Par ailleurs, vous avez d'abord indiqué que la stratégie de KNDS ne vous concernait pas, avant de renvoyer vers le ministre des armées, puis d'affirmer finalement que vous aviez participé au choix. Vous nous répétez également, de manière récurrente, que vous ne vous souvenez pas. Je conçois que le temps ait passé, mais vous avez, j'imagine, conservé des souvenirs bien plus anciens. Dès lors, j'en viens à penser que vous avez fait table rase de ces sept années durant lesquelles vous étiez en responsabilité.

Nous revenons ainsi à la question de fond, celle de la stratégie : lorsque vous estimez que le sujet relève du privé, vous vous en écarterez ; lorsqu'il ne relève pas du privé et que l'État dispose d'une participation suffisamment importante pour assumer ses responsabilités, vous en renvoyez la charge à un autre. En définitive, nous ne comprenons pas quelle était votre stratégie.

Dans le contexte actuel, ces forges présentent pourtant un caractère critique. KNDS n'est pas une entreprise ordinaire et l'on pouvait légitimement envisager qu'elle réintègre une ancienne filiale afin de préserver un élément essentiel de notre souveraineté, compte tenu des besoins auxquels nous faisons face. Dès lors, soit les analyses ont été défaillantes, ce que je ne crois pas s'agissant de la fonction publique, soit des choix ont été opérés. Mais, dans ce cas, vous ne nous avez pas exposé la stratégie qui les sous-tendait, ni la manière dont vous avez apprécié l'intervention des différents fonds susceptibles d'agir dans ce dossier.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous avez commencé cette audition en accusant la rapporteure de cette commission parlementaire de mentir et d'être une « *coupeuse de têtes* », alors que j'ai avancé des faits et posé des questions factuelles dans le cadre de la mission de cette commission, qui est notamment de déterminer la part prise par les acteurs publics et privés dans la conduite des activités des fonds prédateurs et les responsabilités qui pourraient en découler.

Vous affirmez qu'il suffirait de légiférer du côté du Parlement, mais vous avez été ministre de l'économie pendant sept ans. J'en reviens donc aux faits. Vous expliquez que les fonds peuvent parfois gagner, parfois perdre. En l'occurrence, nous parlons ici d'Alpha Blue Ocean. Vous affirmez ne pas avoir été alerté (ou ne pas vous en souvenir), mais vous savez pourtant ce qu'est Alpha Blue Ocean, connu pour avoir ruiné des petits actionnaires, pour avoir été sanctionné par l'AMF et dont les pratiques, impliquant notamment des structures situées aux Bahamas et des flux financiers opaques, ne sont pas anodines. C'est bien de cela dont il est question. Dans ce contexte, vous affirmez qu'il revient au législateur d'intervenir, alors même

que, en tant que ministre de l'économie, vous avez autorisé la reprise par Europlasma, donc indirectement par Alpha Blue Ocean, et accordé des aides publiques lors de la reprise de Valdunes.

S'agissant de la reprise d'AscoMetal par Greybull, avez-vous autorisé cette opération dans le cadre du contrôle des investissements étrangers ? Lorsque vous avez consenti au versement de 85 M€ dans le cadre de cette reprise, des conditions ont-elles été fixées ? Comment expliquer que le montage juridique ait été à ce point fragile qu'on en vienne aujourd'hui à s'interroger sur l'usage de cette somme, alors même que Greybull a manifestement pillé l'entreprise sans respecter ses engagements ?

En tant que parlementaires, nous sommes en droit de nous tourner vers l'ancien ministre de l'économie afin de comprendre ce qui s'est produit, durant ces sept années, dans la gestion de ces fonds prédateurs.

M. Bruno Le Maire. Vous avez rappelé le début de la commission, madame la rapporteure, mais ce n'est pas moi qui ai avancé des faits erronés : j'ai réagi à des affirmations qui le sont. Cela s'appelle des mensonges et je tiens à redire calmement et fermement que je ne laisserai personne, ni rapporteur, ni président, ni député, affirmer que nous avons détruit l'emploi industriel. Vous l'avez affirmé et c'est un mensonge. Vous pouvez formuler de nombreux reproches, mais il existe des faits et la vérité compte en politique. L'Insee a établi à 122 300 le nombre d'emplois industriels créés lorsque j'étais ministre de l'économie et des finances. Ce n'est pas moi qui ai soutenu que des emplois industriels avaient été détruits durant cette période, c'est vous. Or avancer des faits inexacts revient à proférer des mensonges et je ne pense pas qu'une commission d'enquête ait vocation à en relayer.

S'agissant de la législation, j'estime que les fonds d'investissement sont nécessaires et que les abus doivent être sanctionnés. J'ai toujours été cohérent avec cette position. La nécessité des fonds d'investissement est une réalité pour l'économie et la France a intérêt à pouvoir s'appuyer sur eux pour certaines opérations. C'est là une divergence de fond entre nous : vous souhaitez les écarter et privilégier une économie largement nationalisée, dans laquelle l'État serait le seul investisseur légitime. Il s'agit d'un désaccord majeur.

S'agissant enfin d'AscoMetal, nous étions face à une entreprise au bord de la défaillance, avec des salariés inquiets, des organisations syndicales demandant légitimement une solution et des élus locaux mobilisés en ce sens. Je ne prétends pas que Greybull soit irréprochable, mais lorsque vous êtes confronté à une telle situation, que vous exercez des responsabilités et que vous avez des salariés en face de vous, il faut construire une solution avec les moyens disponibles. Si l'on refuse de nationaliser toutes les entreprises en difficulté – et je refuserai toujours d'exposer les contribuables français à des entreprises qui sont soit mal gérées, soit privées de débouchés, – il faut alors trouver d'autres solutions.

Dans le cas d'espèce, les conditions fixées ne sont effectivement pas respectées puisque l'investisseur, Greybull, n'effectue pas les versements prévus. Que voulez-vous que l'État fasse ? Qu'il cesse de financer au motif que Greybull ne le fait plus, qu'il se retire et qu'il mette ainsi l'entreprise en très grande difficulté

? Il y a une justice dans notre pays, il y a un État de droit et des conditions à faire respecter et, dans ce cas précis, la justice est là pour rappeler les investisseurs à leurs obligations.

M. le président Emmanuel Mandon. Monsieur le ministre, ce débat permet d'exprimer les nuances nécessaires quant au rôle des fonds d'investissement, que l'on peut d'ailleurs qualifier au regard de faits précis. Vous nous avez exposé votre vision et je vous en remercie, nous avons ainsi pris acte de votre conception du développement économique et de la place de ces fonds. À ce stade, votre sensibilité et vos appréciations ont pu être clairement identifiées.

Pour conclure cette audition, je reviens sur le point qui vous a été soumis concernant les fonds d'investissement et la capacité d'autres pays à mieux les encadrer, car, si la France s'inscrit parfois dans les grandes dynamiques internationales, elle peut également définir ses propres orientations.

M. Bruno Le Maire. En guise de conclusion, je reviens à mon propos introductif pour affirmer que le principal enjeu pour la France, comme pour l'Europe, réside dans l'insuffisance d'accès au capital. Si vous réduisez cet accès, vous privez l'économie française et européenne du levier indispensable pour investir dans ce qui fera la puissance des nations de demain. C'est là que se situe, au fond, notre divergence majeure.

La situation autour des fonds d'investissement tient précisément à notre incapacité à développer d'autres sources de financement, qu'il s'agisse de la capitalisation en matière de retraite, du produit d'épargne retraite que j'ai instauré et qui a réuni onze millions de souscripteurs en contribuant ainsi au financement de notre économie, des fonds issus de l'assurance-vie, trop souvent orientés vers des placements sécurisés, ou encore d'un marché des capitaux qui demeure fragmenté, avec vingt-sept marchés en Europe là où un marché unifié serait nécessaire.

Il faut donc clarifier notre ambition : souhaitons-nous gérer la pénurie ou construire l'avenir de la France et de l'Europe ? Pour ma part, je considère qu'il faut le bâtir en élargissant massivement l'accès au capital pour les entreprises. Si vous vous interrogez, à juste titre, sur le rôle des fonds d'investissement, dont certains sont respectables tandis que d'autres adoptent des comportements critiquables et doivent, le cas échéant, être sanctionnés, c'est aussi parce que nous manquons d'alternatives. L'enjeu essentiel consiste donc à développer ces solutions de financement et alors, peut-être, les fonds aux pratiques contestables n'auront-ils plus accès au financement de l'économie française.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie et vous propose de compléter nos échanges en répondant par écrit aux questions posées par notre rapporteure et en transmettant au secrétariat tout document que vous jugeriez utile à notre commission d'enquête.

*

* *

41. Audition de M. Roland Lescure, ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle, énergétique et numérique (30 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous poursuivons notre journée d'auditions par celle de M. Roland Lescure, ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle, énergétique et numérique, que je salue en notre nom à tous.

Monsieur le ministre, les diverses étapes de votre parcours vous ont permis d'appréhender, de la manière la plus large, les enjeux économiques et sociaux que soulève l'existence des fonds d'investissement dont se préoccupe notre commission d'enquête. Vous ne cachez pas vos convictions personnelles, puisque vous avez récemment déclaré que vous souhaitiez la création de fonds de pension français, dans l'intérêt du financement national de notre économie.

Vous avez exercé d'importantes responsabilités de direction à la Caisse de dépôt et placement du Québec, qui est en réalité un fonds de pension. Puis vous avez, dans le sillage du président Emmanuel Macron, commencé une carrière politique qui vous a conduit à députation, à la présidence de la commission des affaires économiques, à la vice-présidence de notre assemblée, et, en dernier lieu, à la fonction de ministre dans le Gouvernement dirigé par M. Sébastien Lecornu.

Traditionnellement, l'audition du ministre compétent pour les matières qui font l'objet d'une commission d'enquête permet de prendre de la hauteur et d'avoir une vision synthétique des questions abordées. La diversité de vos responsabilités successives est, de ce point de vue, un atout dont je vous remercie par avance de faire bénéficier la commission.

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

(M. Roland Lescure prête serment.)

M. Roland Lescure, ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle, énergétique et numérique. Je vous remercie de me donner l'occasion de retrouver cette salle que je connais bien – comme vous l'avez rappelé, j'ai eu l'honneur de présider la commission des affaires économiques pendant cinq ans, lors de mon premier mandat – pour échanger avec vous sur la manière dont je perçois l'objet de votre commission et répondre à vos questions.

Tout d'abord, je tiens à dire, de manière un peu solennelle, que je ne me place ni en procureur ni en avocat en défense des fonds spéculatifs ou des fonds d'investissement. Ils font partie du paysage mondial, européen et français. Ce qui m'importe, c'est de montrer comment la puissance publique peut gérer cette réalité, à la fois à son avantage et pour en limiter les excès et les défauts.

Vous me poserez sans doute des questions sur des cas particuliers d'investissement.

Je n'aurai peut-être pas toutes les réponses, même si j'essaierai de faire de mon mieux, compte tenu de mes souvenirs. Si des questions complémentaires venaient à être soulevées au cours de cette audition, nous serions évidemment prêts à y répondre par écrit.

Enfin, vous avez fait référence à mon expérience et à ma carrière, passée dans le monde de l'investissement. Je peux partager avec vous la manière dont elles éclairent le débat actuel, mais il faut éviter le mélange des genres et être prudent. J'ai quitté mes fonctions à Montréal il y a plus de dix ans. J'avais démissionné avant même de me lancer dans la campagne d'Emmanuel Macron pour éviter toute perception potentielle de conflit d'intérêts. Il faudra donc bien distinguer ce qui relève de mes responsabilités présentes de ministre de l'économie et des finances de celles, plus anciennes, d'investisseur : j'ai été très heureux de l'être, mais cela fait un certain temps et il y a prescription.

La question centrale qui se pose à l'État régulateur et qui doit, selon moi, guider notre réflexion commune, est la suivante : dans quelles conditions l'activité des fonds de capital-investissement contribue-t-elle au financement productif de long terme de l'économie française et, au contraire, dans quelles conditions porte-t-elle atteinte aux capacités productives, à l'emploi et à la souveraineté économique ?

Pour y voir clair, il faut comprendre le rôle des fonds d'investissement dans le financement des entreprises et, en particulier, dans la réindustrialisation de la France, à laquelle nous travaillons depuis près de dix ans.

La situation industrielle de la France s'améliore. Après des années de capitulation au profit des services, nous avons retrouvé la voie de l'industrialisation. Depuis neuf ans, je me bats, d'abord au sein de la commission des affaires économiques, puis au ministère de l'industrie et désormais en tant que ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle, énergétique et numérique. Je souhaite partager avec vous les résultats obtenus.

Le mouvement de désindustrialisation engagé depuis quarante ans s'est interrompu en 2010. Le nombre d'emplois industriels est reparti à la hausse depuis 2018. Nous avons gagné deux cent mille emplois, alors que l'Allemagne en a perdu deux cent cinquante mille, ne serait-ce que l'année dernière. En outre, notre solde de réouvertures de sites industriels reste positif en 2025, ce qui est un élément important.

Le capitalisme repose, malheureusement, sur des fermetures de sites et de lignes de production et, heureusement, sur des ouvertures d'autres sites et lignes de production. Il y a des innovations et des entreprises qui ne sont plus en phase avec l'air du temps : c'est la vie de l'industrie. Ce qui nous importe est de permettre à notre pays de créer plus d'usines, plus de lignes de production et plus d'emplois qu'il n'en détruit. Nous avons commencé à le faire depuis une dizaine d'années et, depuis six ans, il est le plus attractif d'Europe pour les capitaux étrangers.

Ce travail de longue haleine a un impact direct sur la redynamisation de nos territoires. Le mouvement reste toutefois fragile et doit être consolidé, car notre tissu industriel est soumis à des transformations importantes. Il est exposé à des tensions concurrentielles, notamment en provenance d'Asie, contre lesquelles nous avons pris des mesures de défense commerciale, par exemple sur l'acier et les ferroalliages. Des dizaines d'enquêtes de défense commerciale sont en cours dans la chimie, en particulier sur le silicium.

Nous sommes mobilisés pour réformer les instruments existants, en défendant la préférence européenne qui nous a permis de privilégier des véhicules électriques (ou des pompes à chaleur) fabriqués en France et en Europe et, ainsi, de renforcer notre capacité à réindustrialiser notre territoire. À ces tensions concurrentielles s'ajoute une compétitivité sous pression, en raison de la hausse des coûts de l'énergie et des intrants, que l'actuelle crise au Moyen-Orient aggrave. Nous travaillons donc à réduire notre dépendance énergétique grâce au plan d'électrification.

Le dernier défi à relever est celui d'un tissu industriel qui se régénère, se modernise et se décarbone. L'État accompagne cette évolution par le crédit d'impôt à l'industrie verte, « France 2030 » et la baisse des impôts de production. Depuis 2022, l'industrie française s'est engagée dans une démarche ambitieuse de décarbonation. Pour réduire ses émissions de 30 % d'ici 2030, l'État a mobilisé près de 8 milliards d'euros (Md€), dont 1,2 Md€ provenant de France Relance, 4,5 Md€ de France 2030 et 1,6 Md€ du budget de mon ministère. Cette décarbonation est un vecteur de compétitivité à l'export pour l'industrie française et permet la modernisation de l'appareil productif.

L'objectif stratégique de réindustrialisation est largement partagé au niveau européen : nous ne sommes plus les seuls à dire qu'il faut réindustrialiser. Pour soutenir ce mouvement, nous avons toutefois besoin de capitaux. L'une de mes convictions est qu'ils doivent, pour l'essentiel, venir du secteur privé. Financer les chantiers industriels, c'est la vocation des marchés de capitaux, des banques et des fonds de capital-risque, qui sont les plus à même de soutenir des projets rentables et d'accompagner les entreprises dans leur développement. Ce n'est pas le cœur de métier de l'État, même si la politique publique peut (et doit) accompagner la réindustrialisation, en s'assurant que les entreprises françaises et européennes évoluent dans un environnement sûr et sain. La concurrence fait certes partie du fonctionnement de l'économie moderne, mais elle doit être juste.

Le capital-investissement joue un rôle essentiel dans le financement de l'économie française. Au cours des vingt dernières années, cette dernière a connu, comme l'ensemble des économies avancées, une transformation structurelle. Elle compte moins d'entreprises cotées, au moins en part relative, et davantage de capital est disponible pour les actifs non cotés. Ces fonds financent désormais des milliers d'entreprises, qu'il s'agisse de petites et moyennes entreprises (PME) ou d'entreprises de taille intermédiaire (ETI). Ils apportent souvent des ressources en fonds propres que ni les banques ni les marchés cotés ne peuvent leur fournir. Ils financent l'innovation, la croissance internationale ou la transmission des

entreprises et renforcent notre souveraineté, y compris lorsqu'il s'agit de fonds étrangers.

Il est vrai que tous les fonds de capital-investissement n'ont pas les mêmes intentions. La majorité d'entre eux améliorent les opérations des entreprises, alignent les intérêts des salariés et ceux des actionnaires et visent à créer de l'emploi et de la croissance dans une démarche de long terme. Quelques-uns cherchent malheureusement à restructurer les entreprises par le bas, à couper les coûts et à vendre au plus offrant, mais c'est le travail des tribunaux de commerce, qui sont en première ligne face aux entreprises en difficulté, d'essayer d'identifier des repreneurs qui les accompagneront dans leur restructuration, leur renaissance et leur développement. Ce n'est pas un travail facile.

Certains fonds d'investissement sont bons, d'autres moins. De la même façon, certains investissements sont bons et d'autres moins bons. Les investissements ne réussissent pas à tous les coups. Si c'était le cas, ça se saurait et nous serions tous riches et prospères.

Malheureusement, certaines entreprises ne disposent pas d'un modèle économique viable ou n'en disposent plus du fait des transformations technologiques auxquelles elles font face, ce qui peut conduire à des situations extrêmement difficiles.

Le rôle de l'État, quand il accompagne des entreprises, est de s'assurer que leur modèle économique reste, autant que possible, pérenne. Ainsi, les versements du fonds de développement économique et social (Fdes) et, plus généralement, les versements de fonds publics ne sont effectués qu'à partir du moment où les conditions de maintien des emplois et des investissements sont remplies. Si les engagements ne sont pas tenus, nous devons réagir, éventuellement en attaquant les cocontractants. Lorsque l'investissement ne réussit pas, il nous revient d'accompagner les salariés, ainsi que les territoires, vers d'autres activités en développement.

Pour que les investisseurs continuent d'acheter des parts d'entreprise, il faut qu'ils puissent les revendre, c'est-à-dire que l'entreprise puisse être rachetée ou être cotée en Bourse. Ils ont donc intérêt à ce qu'elle dispose d'un bilan solide et stable et à ce que le climat y soit apaisé.

En matière de financement, nous sommes, comme pour l'énergie ou le numérique, dans une logique de souveraineté. Nous devons reconnaître qu'une partie des capitaux investis en France provient de l'étranger, particulièrement d'Amérique du Nord. Pourtant, ce n'est pas une fatalité. D'autres sources de financement sont disponibles. L'épargne représente 6 600 Md€ en France et 35 000 Md€ en Europe. Le défi que nous avons à relever est de mieux mobiliser cette épargne pour financer notre tissu productif, en créant un écosystème français de gestion d'actifs. Cette épargne est principalement investie dans des actifs sans risque en Europe et dans des fonds aux États-Unis, y compris des fonds de pension ou des fonds spéculatifs, qui utilisent ce capital pour revenir investir dans nos entreprises. Il doit être possible de faire mieux.

La loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite loi « Pacte », a contribué à remettre l'épargne des Français au service de l'économie, en soutenant et en généralisant l'épargne salariale. L'initiative dite « Tibi » a également facilité le financement de l'innovation par les investisseurs institutionnels : elle a permis de mobiliser 6 Md€ dans la première phase, 7 Md€ dans la deuxième et j'ai demandé à M. Philippe Tibi de lancer la troisième. Au-delà des fonds levés auprès d'investisseurs français, l'objectif de cette initiative est de faire émerger des sociétés de gestion professionnelles établies en France, afin de financer l'innovation – y compris l'innovation de rupture. Nous allons en outre l'eupéaniser : le label « Finance Europe » a été lancé en juin 2025, à l'initiative de la France et de six autres États membres, pour financer l'autonomie stratégique de l'Europe.

Le 11 mars dernier, avec mes collègues allemand, italien, néerlandais, polonais et espagnol, j'ai écrit une lettre à la Commission européenne afin d'accélérer l'achèvement de l'Union de l'épargne et des investissements, en insistant sur la titrisation, la supervision commune des banques et l'adoption d'un 28^e régime juridique pour les entreprises. Ces évolutions doivent contribuer à l'avènement d'un marché des capitaux européens plus profond, plus liquide et plus puissant pour mieux financer nos futurs champions.

Les financements européens ne sont pas suffisants pour financer notre économie. Entre 2008 et 2021, quarante des cent quarante-sept licornes européennes se sont relocalisées aux États-Unis.

Par ailleurs, 60 % des acquisitions de start-up européennes sont réalisées par des acteurs non européens. Nous manquons de capitaux pour les financer. Notre marché n'est pas assez profond et souffre de plusieurs lacunes, dont le manque de fonds capables de financer des « tickets » supérieurs à 50 millions d'euros (M€), notamment dans l'innovation de rupture, et le manque d'attractivité de la cotation à la Bourse de Paris. La loi que vous avez votée en juin 2024 constitue une avancée importante, mais elle ne suffit pas. Certains investisseurs publics comme la Caisse des dépôts et consignations jouent toutefois un rôle clé dans la prénotation. Ils sécurisent les opérations d'introduction en Bourse et contribuent à leur succès.

Face à ce besoin de financement, nous ne pouvons pas opposer investisseurs publics et privés, français et internationaux : nous avons besoin de tous ces capitaux. Nous avons renforcé l'attractivité financière de la France, qui, en dix ans, est devenue le premier centre financier d'Europe continentale, avec plus de trois cent mille emplois dans le secteur de la finance, loin devant Francfort et Madrid. De nombreuses sociétés de gestion s'installent à Paris et connaissent ainsi nos entreprises et nos marchés. Je souhaite que cela continue. N'organisons pas nous-mêmes l'attrition des capitaux dont nous avons besoin, en repoussant ces fonds qui partiront ailleurs pour faire bénéficier d'autres pays des emplois, des retombées fiscales et de la croissance. L'ensemble de cet écosystème est strictement contrôlé par l'Autorité des marchés financiers (AMF), sous la supervision de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF).

Pour conclure, j'évoquerai les menaces et les politiques de protection que nous déployons pour y faire face. Nous voulons développer nos capacités de financement et attirer des capitaux, mais sans naïveté. Les menaces sont réelles et variées. Je ne serai pas de ceux qui les minimisent, car nous recevons des informations constantes à ce sujet. Nous avons donc élaboré un cadre juridique qui nous permet, dès qu'un investissement est effectué dans une entreprise stratégique par un investisseur étranger ou qu'un partenariat est noué par un institut de recherche avec un laboratoire étranger, d'exercer un contrôle exigeant.

Notre doctrine de sécurité économique est solide et essentielle. Elle a pour objectif de protéger nos concitoyens et nos entreprises contre des stratégies non coopératives de la part d'États qui chercheraient à nous priver de certains approvisionnements ou à réguler notre accès à certains minerais critiques, par exemple. Il s'agit de protéger nos technologies et nos savoir-faire de tentatives de captation par des puissances étrangères et de protéger nos territoires de comportements prédateurs qui viseraient à capter de l'argent public sans stratégie industrielle crédible. Pour y parvenir, notre doctrine de sécurité économique inclut une boîte à outils variée, s'appuyant sur l'apport des services du ministère de l'économie et des finances et d'autres ministères, ainsi que des services de renseignement.

Les principaux leviers d'action sont, d'une part, la surveillance des risques et, d'autre part, le contrôle des investissements étrangers.

En matière de surveillance des risques, le service à compétence nationale chargé de l'information stratégique et de la sécurité économiques, connu sous l'acronyme de « Sisse », est placé sous mon autorité. Il pilote le travail de l'ensemble des directions des ministères concernés et des services de renseignement en la matière. Il identifie les menaces et répertorie les actifs susceptibles de faire l'objet de tentatives de captation. En 2025, environ 750 alertes ont été recensées, soit trois fois plus qu'il y a cinq ans.

Leur nature peut être très variée mais, dès lors qu'une menace étrangère est détectée, l'alerte est enregistrée, caractérisée, traitée et suivie à la fois par Bercy et en interministériel pour garantir qu'une réponse efficace y soit apportée.

Lorsqu'une opération réalisée par un fonds de capital-investissement étranger présente un risque pour les intérêts nationaux, l'État peut s'appuyer sur le régime dit de « contrôle des investissements étrangers en France » (CIEF). La majorité des cas est traitée en amont. En 2025, 417 opérations ont été soumises à notre contrôle, contre moins de cent en 2014, ce qui témoigne à la fois de la montée en puissance du dispositif et de notre vigilance accrue. Nous avons su utiliser tout le potentiel de cet outil. Généralement, les opérations donnent lieu à un accord, le cas échéant assorti d'engagements. Toutefois, il nous arrive d'opposer un refus, par exemple dans le cas du récent projet d'acquisition des stations au sol d'Eutelsat par le fonds suédois EQT, car aucun engagement ne permettrait de circonscrire le risque créé par l'opération sur les enjeux de sécurité nationale.

La France dispose de l'un des dispositifs de contrôle des investissements étrangers les plus solides, les plus exigeants et les plus matures des pays de l'OCDE,

derrière le Canada, le Japon et l'Australie, comme l'ont mis en exergue vos collègues François Jolivet et Hervé de Lépinau dans un récent rapport d'information.

Nous adaptons ce dispositif à l'évolution de la menace. Depuis le décret initial de mon prédécesseur Arnaud Montebourg en 2014, le champ sectoriel s'est considérablement élargi pour intégrer les biotechnologies, les technologies bas-carbone ou les matières premières critiques, par exemple. Le Premier ministre a récemment confié une mission aux députés Christophe Plassard, Charles Rodwell et Jean-Louis Thiériot pour analyser les politiques de sécurité économique de nos voisins et, le cas échéant, nous en inspirer. Les conclusions de ces travaux sont attendues d'ici au mois de juin et elles permettront, je l'espère, d'envisager de nouvelles améliorations.

À côté de ce régime et distinct de lui, nous avons aussi recours, dans des cas exceptionnels, à des accords économiques. C'est un instrument contractuel innovant de protection des actifs industriels structurants pour un secteur ou pour des intérêts économiques nationaux. Établi en commun par l'État et l'investisseur, l'accord prévoit des engagements très précis de maintien et de développement de l'activité, de localisation du siège social, etc. Plusieurs accords de ce type ont été signés en 2025, dont Opella, Biogaran, ainsi que JD.com et Vesa Equity Investment pour la Fnac. Nous veillons à ce que notre doctrine reste lisible, efficace et adaptable.

En conclusion, nous devons continuer d'améliorer nos outils pour protéger nos actifs stratégiques et rester fermes lorsque certaines pratiques conduisent à la destruction de capacités productives, à des pertes d'emplois et parfois au démantèlement d'actifs stratégiques. Ces pratiques sont inacceptables et l'État a la responsabilité d'agir pour les prévenir et les sanctionner. Cependant, ne perdons pas de vue le nécessaire financement de notre économie. C'est une question de survie de notre appareil industriel, de prospérité de notre pays et de préservation du modèle social auquel nous sommes tous attachés. Plus nous serons capables de réorienter l'épargne européenne vers des investissements européens plutôt que de la voir partir aux États-Unis et revenir par le biais de ces fonds, plus nous serons capables de financer notre propre innovation, nos entreprises et notre croissance. C'est ce à quoi je travaille.

Enfin, même si le sujet dépasse à la fois mes responsabilités actuelles et l'horizon de mon mandat, je suis convaincu que nous n'échapperons pas au débat sur les fonds de pension. Ils sont l'une des clés pour constituer une épargne française et européenne de long terme capable d'assurer à la fois le financement de notre système de retraite et celui de nos entreprises, avec comme seul objectif de renforcer notre puissance et notre indépendance industrielles.

Je me tiens à la disposition de la commission pour répondre à l'ensemble de ses questions.

M. le président Emmanuel Mandon. Vous nous avez expliqué vos positions et rappelé les dispositifs qui sont à la main de l'État. La nécessité de mobiliser d'importantes ressources financières pour investir dans le développement

de l'économie française n'est pas contestée par notre commission. Il reste néanmoins à définir les vecteurs de ce financement.

D'une part, nous avons entendu les représentants des banques déplorer que les contraintes prudentielles actuelles et futures freinent significativement leur capacité à prendre part à cet effort. D'autre part et s'il faut se garder de procès injustes vis-à-vis des fonds d'investissement et d'une systématisation qui serait stérile, certaines pratiques contestables nous ont été présentées et ne sont donc pas une illusion. De même, si nous avons entendu des personnes qui semblaient avoir une vision saine et dynamique du rôle qu'elles pouvaient jouer dans le financement de l'économie, la question de la confiance dans ces fonds reste néanmoins posée.

Quelle serait, selon vous, la répartition optimale des efforts d'investissement entre les banques et les fonds d'investissement ? Quel rôle l'État pourrait-il jouer dans la conclusion d'éventuels arbitrages ? Une modification de certaines règles, prudentielles ou autres, vous semble-t-elle à la fois possible et opportune ?

M. Roland Lescure, ministre. La question de la répartition des efforts d'investissement est essentielle. En France et en Europe, comme d'ailleurs dans le reste du monde, les banques sont très présentes par leur politique de crédit. Elles prêtent beaucoup d'argent aux entreprises, ce qui n'est pas tout à fait la même chose que d'intervenir dans leur capital en détenant des actions : l'approche est différente du point de vue de l'alignement des intérêts et de la capacité des entreprises à se développer, y compris par des acquisitions.

Cette situation s'explique par des raisons culturelles et prudentielles. Le régulateur peine à trouver le bon équilibre entre l'incitation au risque – c'est bien le travail des banques et des investisseurs que de prendre des risques pour accompagner des entreprises qui sont, elles-mêmes, des activités risquées – et la préservation des parties prenantes. Quand il s'agit des banques, les parties prenantes sont les soixante-cinq millions de Français qui possèdent des comptes dans ces institutions. Aux États-Unis, avant la grande crise financière de 2008, un déséquilibre s'était créé au détriment des déposants. Un risque trop important avait été pris dans l'immobilier, avec les fameux fonds de titrisation dont nous avons constaté les travers et les dégâts.

Après cet épisode, un mouvement de re-régulation s'est opéré. A-t-il été trop loin ? C'est une question que nous nous posons. Les États-Unis sont plutôt en train de revenir en arrière sur l'application des réglementations dites « Bâle III » et « Solvency II » pour les banques et les assureurs, respectivement, peut-être de manière trop importante.

À l'inverse, l'Europe les applique strictement, les rendant peut-être exagérément contraignantes. Tout cela fait partie des réflexions que nous menons.

En France et en Europe, les banques et les assureurs sont les deux grands investisseurs institutionnels capables de financer l'économie réelle, puisque nous n'avons pas de fonds de pension. Or derrière chaque banquier et chaque assureur, il y a des clients, qui sont des Français comme vous et moi. Derrière les fonds

d'investissement, notamment les fonds de capital-investissement ou de capital-risque, il y a des investisseurs dits « éclairés ». Ils peuvent gérer de l'argent pour compte de tiers, dans une logique où ils maîtrisent (ou en tout cas comprennent) les risques qu'ils prennent. Si un fonds d'investissement perd de l'argent dans un investissement, c'est « tant pis » pour lui. Si une banque perd de l'argent en mettant en danger les dépôts qui lui sont confiés, on ne peut évidemment pas dire que c'est « tant pis » pour les déposants... C'est la raison pour laquelle les réglementations sont différentes et les contraintes prudentielles non identiques.

Un cadre juridique particulier s'applique aux fonds d'investissement. Leurs gestionnaires sont régulés par l'AMF et de nouvelles obligations permettant de cibler les fonds eux-mêmes ont été mises en place 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 ». Cette directive définit un cadre général pour les gestionnaires d'actifs et propose une approche cohérente en matière de surveillance, qui permet de protéger les investisseurs en obligeant les gestionnaires à gérer efficacement les risques, de garantir une transparence adéquate de leurs activités et de faciliter l'intégration des fonds d'investissement alternatifs sur le marché européen, avec un agrément unique. Cette directive a été révisée (directive [UE] 2024/927 du Parlement européen et du Conseil du 13 mars 2024 modifiant les directives 2011/61/UE et 2009/65/CE en ce qui concerne les modalités de délégation, la gestion du risque de liquidité, les déclarations à des fins de surveillance, la fourniture de services de dépositaire et de conservation ainsi que l'octroi de prêts par les fonds d'investissement alternatifs) et sa transposition en France est prévue dans cadre du projet de loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne (Ddadue) que vous aurez l'occasion de discuter au cours des semaines et des mois qui viennent.

S'agissant de la répartition entre les sources de financement, 43 % des entreprises françaises mobilisent le financement bancaire pour investir, soit le double de la moyenne européenne et quatre fois le niveau américain (qui est de 11 %.) Ce sont donc largement les prêts bancaires qui financent nos entreprises et cette approche n'est pas aussi durable, pas aussi puissante, et elle n'assure pas le même alignement des intérêts que ce qui existe ailleurs dans le monde, en Europe et plus encore aux États-Unis.

M. le président Emmanuel Mandon. Les fonds d'investissement donnent l'impression d'une grande complexité et d'une obscurité qui fragilise la confiance. Or elle est indispensable à la fois pour les investisseurs institutionnels et pour les épargnants ordinaires. Quelles mesures vous paraîtraient nécessaires pour renforcer la transparence dans la gestion des fonds d'investissement ?

M. Roland Lescure, ministre. Il faut se méfier des impressions : ces fonds, en tout cas en France et en Europe, sont suivis de près par les autorités de régulation et notamment l'Autorité des marchés financiers. Plusieurs directives encadrent leur activité.

En France, nous utilisons une typologie binaire pour distinguer les fonds d'investissement. D'un côté, les organismes de placement collectif en valeurs

immobilières (OPCVM) sont des fonds d'investissement très encadrés au niveau européen, qui sont destinés aux particuliers pour des investissements dans des valeurs cotées (ou parfois non cotées). De l'autre, les fonds d'investissement alternatifs couvrent un périmètre extrêmement large, puisqu'il s'agit de tous les fonds qui ne sont pas des OPCVM. Cette catégorie se caractérise par une grande variété de fonds, avec des profils d'investissement très différents.

Le cadre juridique qui s'applique aux fonds d'investissement est un cadre de supervision microprudentielle, effectuée par l'Autorité des marchés financiers. Elle suit chaque fonds d'investissement, délivre des agréments et analyse attentivement la manière dont les fonds gèrent leurs risques et ceux de leurs clients. L'AMF est compétente pour fournir un agrément à tous les gestionnaires d'actifs basés en France et superviser les fonds enregistrés en France. Cette supervision s'exerce d'abord à des fins de protection des épargnants et de stabilité financière. En revanche, l'AMF n'est évidemment pas compétente pour se prononcer sur l'opportunité d'une opération réalisée par un fonds d'investissement.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous remercie d'avoir pris le temps de répondre à notre invitation. Nous en sommes à quatre mois d'auditions dans le cadre de cette commission d'enquête. Aucune mission parlementaire n'avait, jusqu'à présent, été menée à propos des fonds d'investissement et, particulièrement, ce que nous appelons les « fonds prédateurs ». Il me semble qu'il n'y a pas eu non plus de rapport gouvernemental à ce sujet.

Nous ne remettons pas en cause la création de start-up dans la *tech*, etc. Le problème, c'est que tout un pan de notre économie s'effondre. Lorsqu'elles passent dans les mains de fonds aux pratiques prédatrices, souvent étrangers, qui recherchent 10 % à 15 % de rendement, nos entreprises voient une grande partie de leur valeur ponctionnée.

Or nous apprenons de nouveaux rachats et des démantèlements chaque semaine. C'était le cas de Polytechnyl, il y a quelques jours. Depuis l'arrivée au pouvoir d'Emmanuel Macron en 2017, je peux notamment citer Kem One, Valdunes, la Fonderie de Bretagne, NovAsco, Erasteel, Valti, les Forges de Tarbes, Valorem, Logiplast, Ingenico, Netceed, les magasins Lapeyre, Office Dépôt, les maisons de retraite Colisée ou les laboratoires de biologie médicale Cerba. Nous avons entendu des représentants de professions libérales que la concentration des cabinets dans les mains de certains fonds inquiète. Je pourrais également parler des crèches, etc.

Dans la plupart des cas que j'ai cités, les entreprises ont dû faire face à de graves difficultés, voire se sont retrouvées en faillite. Ces fonds bénéficient d'avantages fiscaux certains et, par rapport aux banques, d'une quasi-absence de régulation. Le président de la Fédération bancaire française nous a d'ailleurs interpellés à ce sujet en tant que législateur – et je vous interpelle à mon tour, monsieur le ministre, en demandant d'appliquer à ces fonds les mêmes régulations que celles des banques.

Depuis dix ans, les gouvernements successifs ont fait le choix non seulement d'autoriser, mais d'accompagner et de favoriser ces fonds

d'investissement. L'exemple de Kem One est un cas d'école. Cette entreprise de 1 300 salariés est en grande difficulté après avoir été reprise par le plus grand fonds mondial, l'américain Apollo. L'opération a pris la forme d'un *Leveraged Buy-Out* (LBO), c'est-à-dire d'un rachat avec effet de levier, qui a fait passer sa dette de 10 M€ à 700 M€.

Or ces pratiques ne sont pas régulées. D'ailleurs, la Banque centrale européenne elle-même recommande – pour les banques et non pour les fonds, malheureusement – de réguler ces effets de levier et toutes ces pratiques. Nous y reviendrons également en évoquant les fonds de retournement et les fonds vautours. À chaque fois, la valeur des entreprises est massivement captée et des dettes leur sont imposées. Les fonds proposent parfois des prix exorbitants, sur lesquels personne ne peut s'aligner, pour les reprendre, car ils utilisent une dette qu'ils leur font ensuite supporter et qu'ils ne paient donc pas eux-mêmes.

Pour revenir à l'objet de cette commission d'enquête, nous considérons que ces fonds d'investissement, ces fonds de retournement et ces gestionnaires de fortune que sont les *family offices* ont une attitude prédatrice. Envisagez-vous de prendre des mesures pour limiter les pratiques délétères de ces fonds qui fragilisent parfois dramatiquement nos entreprises ? Rejoignez-vous le président de la Fédération bancaire française, qui considère que leur activité devrait être aussi régulée que celle des banques dans notre pays ?

M. Roland Lescure, ministre. Vous avez évoqué de nombreux sujets et j'essayerai de faire une réponse « en entonnoir ».

Par rapport à 2017, la France compte aujourd'hui trois cents sites industriels supplémentaires. Évidemment, ce solde positif de trois cents usines masque toutes celles qui ont disparu. Je regrette leur fermeture, mais, qu'on soit pour ou qu'on soit contre, c'est la vie du capitalisme. Avec ou sans fonds d'investissement, ce mouvement aurait eu lieu.

Certains secteurs doivent faire face à une concurrence internationale extrêmement forte, alors que d'autres sont en plein essor. Des entreprises vont bien, tandis que d'autres vont mal. Parmi celles qui vont bien, certaines ont des fonds d'investissement dans leur capital, d'autres non ; et inversement.

Bien que ce soit apparemment votre thèse, je me garderai, pour ma part, de qualifier l'ensemble des fonds d'investissement de « fonds prédateurs ». Des fonds entrent au capital d'entreprises toutes les semaines sans que nous en entendions parler. Il est logique que votre commission s'intéresse davantage aux trains qui sont en retard qu'aux trains qui arrivent à l'heure. Néanmoins, des dizaines et des dizaines de trains arrivent à l'heure, fonds d'investissement ou pas.

Vous avez mentionné les *family offices*. De quoi s'agit-il ? Ce sont de grands entrepreneurs français et européens qui ont très bien réussi grâce à des entreprises qu'ils ont créées et développées et qui décident d'investir leur argent dans le capital productif, y compris dans des entreprises françaises et européennes. Nous pouvons les en remercier. Nous avons besoin de davantage de capitalistes français qui réussissent et qui, en retour, décident d'investir dans les capitalismes français et

européen. Aujourd'hui, le malheur du capitalisme français et européen est que le capital qui y est créé part ensuite s'investir ailleurs dans le monde.

Je suis extrêmement prudent à propos des généralisations. Comme je l'ai dit dans mon introduction, certains fonds ont des pratiques délétères et il faut les combattre. Lorsqu'ils ont des pratiques illégales, ce qui est plus rare, nous les poursuivons.

Vous avez cité plusieurs exemples. Je ne les ai pas tous notés, mais il me semble que certaines entreprises n'ont pas été rachetées par des fonds et que, si d'autres l'ont été, les opérations se sont plutôt bien déroulées.

Donner l'impression que tous les fonds qui rachètent des entreprises sont dans une logique de prédation conduisant à leur disparition est exagéré. Nous y reviendrons probablement en abordant des cas concrets.

Vous avez évoqué les LBO, qui sont effectivement le cadre traditionnel de réalisation des opérations de capital-investissement dans les entreprises privées. Ils en représentent environ les deux tiers, soit 17 Md€ sur un total de 26 Md€ en 2024. Depuis 2015, 4 700 entreprises françaises ont fait l'objet d'un LBO : bien heureusement, toutes n'ont pas été victimes d'opérations de prédation et n'ont pas fait faillite.

Les LBO ont-ils un traitement fiscal avantageux ? Une opération avec effet de levier implique un prêt, des intérêts et une charge financière. Pour toutes les entreprises, qu'un fonds d'investissement soit à leur capital ou non, les charges financières sont déductibles de l'assiette de l'impôt sur les sociétés. Cette déductibilité est toutefois plafonnée : les charges financières ne sont déductibles qu'à hauteur de 30 % maximum du bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, Ebitda) fiscal de l'entreprise ou de 3 M€, selon le montant le plus élevé. Les avantages fiscaux existent donc, mais avec un plafond, et des règles anti-abus encadrent le traitement fiscal des opérations de LBO, qui font l'objet d'une surveillance rapprochée de la part de l'administration fiscale.

S'agissant de la régulation, je n'ai pas pu suivre l'audition du président de la Fédération bancaire française en direct. Je m'étonne néanmoins de ce qu'il vous a dit, car ce ne sont pas du tout les mêmes métiers, les mêmes risques et les mêmes clients. Les banques sont régulées de manière plus forte que les fonds d'investissement, dont les clients sont des investisseurs institutionnels éclairés, qui prennent des risques de manière consciente. Quand vous ouvrez un compte chèque dans une banque française, vous ne souhaitez pas que l'argent que vous y mettez soit utilisé dans des stratégies d'investissement risquées. Comme ce capital est garanti par les mécanismes de garantie des dépôts bancaires, la puissance publique ne le souhaite pas non plus.

Il faut réguler les fonds et ils le sont. Faut-il qu'ils le soient davantage ? Vous ferez peut-être des propositions à ce sujet à l'issue de cette commission d'enquête et je serais très heureux d'en prendre connaissance. Cependant, ce n'est pas du tout la même chose que les banques. Les risques sont identifiés et suivis par

l'Autorité des marchés financiers. Les sociétés de gestion doivent rendre compte de leurs processus de gestion de risques. Les questions de levier ou d'interconnexion avec les acteurs financiers sont prises en compte. Le risque systémique peut être suivi au niveau de la Banque de France et de la Banque centrale européenne. Malgré tout, les passifs restent très différents : soixante-cinq millions de Français d'un côté, des investisseurs institutionnels de l'autre. Forcément, ces situations différentes conduisent à des régulations différentes.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. N'entrons pas dans un débat politique que nous avons déjà eu maintes fois. Nous ne sommes pas d'accord sur le constat de la réindustrialisation et de la désindustrialisation. En 2025, les destructions d'usines sont plus nombreuses que les créations. Ce sont les chiffres de l'Insee. Surtout, des secteurs s'effondrent, dont ceux de la métallurgie et de la chimie, où les fonds d'investissement interviennent en prétextant que rien d'autre ne pourrait les sauver.

L'investissement par le biais de LBO concerne aussi des secteurs très rentables, comme ceux des maisons de retraite ou des laboratoires d'analyse médicale. Des entreprises sont mises en difficulté, dont Colisée et Cerba.

Les cliniques vétérinaires sont un autre secteur rentable à être touché. Des représentants de ces métiers nous ont expliqué, lors des auditions, que ce phénomène avait des conséquences sur les tarifs pratiqués. En effet, sur quelle variable voulez-vous jouer pour obtenir un taux de rentabilité de 15 % ? Dans les marchés captifs, la hausse des tarifs devient incontournable.

Tous les fonds d'investissement attendent des taux de rentabilité extrêmement élevés, de l'ordre de 10 % à 15 %. Toutes les personnes que nous avons auditionnées, y compris les dirigeants de fonds, nous l'ont confirmé.

S'agissant de la régulation, vous faites la distinction entre les banques et les fonds d'investissement. Seriez-vous favorable à des plafonds sur les leviers de dette par rapport à l'Ebitda, par exemple ? Je suis très technique, mais nous assistons à des cas de surendettement massif par des LBO, y compris pour des entreprises d'une certaine taille comme Kem One ou d'autres. Les fonds les acquièrent en leur faisant supporter une dette excessive. Certains leviers sont démesurés. Des experts de la finance nous l'ont expliqué en audition.

Par ailleurs, ne pensez-vous pas qu'il faudrait réguler davantage les avantages fiscaux sur les *management fees*, les *carried interests* et toutes les autres pratiques qui mettent en difficulté les entreprises ?

M. Roland Lescure, ministre. Votre intervention aborde, une nouvelle fois, de nombreux sujets. Je ne veux pas poursuivre la polémique, mais les chiffres de la réindustrialisation ne sont pas produits par l'Insee, mais par la direction générale des entreprises (DGE). C'est un baromètre que j'ai lancé quand je suis arrivé au ministère de l'industrie. Même en 2025, les ouvertures de lignes de production restent un peu supérieures aux fermetures. C'est insuffisant, mais le bilan reste positif.

La question de l'intervention du capitalisme et des fonds d'investissement privés dans certains secteurs particuliers peut se poser. C'est le cas du grand âge et de la manière dont nous voulons gérer l'autonomie des personnes âgées en France. Le sujet sera éventuellement abordé à l'occasion de la prochaine campagne présidentielle et je suis assez ouvert au débat : pour certains biens communs et biens collectifs, l'excessive marchandisation peut être un problème.

Sans être un spécialiste des cliniques vétérinaires, je ne suis pas sûr que ce soit le cas, les concernant. C'est un domaine dans lequel la compétition peut jouer. Si certains investisseurs veulent investir ce marché et proposer des prix inférieurs à ceux pratiqués par d'autres, ils doivent pouvoir le faire librement et créer ainsi les conditions de la concurrence. Nos animaux chéris seront toujours aussi bien traités, mais à des prix moindres.

Nous ne serons pas d'accord, mais je considère que, dans de très nombreux secteurs d'activité, la concurrence a ses vertus. Les fonds d'investissement n'en sont d'ailleurs pas nécessairement à l'origine. Ils ne sont porteurs ni de tous les travers du monde ni de toutes les qualités. Ils font partie des acteurs qui permettent de financer l'économie réelle. Ils le font parfois bien, parfois moins bien.

En tout cas, ils font partie du monde dans lequel nous vivons.

En revanche, il faut faire attention à ne pas donner l'impression, comme vous le faites, que tous les maux de l'industrie française sont liés à des fonds d'investissement. J'ai traité plusieurs cas dans lesquels il n'y aurait plus eu d'entreprises du tout sans les fonds d'investissement : elles seraient mortes.

Pour certaines entreprises en difficulté, les repreneurs ne se bousculent pas au portillon... Il faut faire avec ce que l'on a, ce qui ne signifie pas qu'il faut faire n'importe quoi. Le rôle des tribunaux de commerce est de s'assurer que la reprise soit durable. Dans la métallurgie et la chimie, deux secteurs que vous avez mentionnés, la concurrence est extrêmement forte ; des zones, notamment en Asie, disposent de surcapacités. Dans ce cas-là, le problème n'est pas la présence ou non d'un fonds d'investissement. Nous évoquerons probablement Kem One : son principal malheur n'est pas Apollo, mais les conditions de la concurrence dans le domaine de la chimie et l'incapacité de l'Europe à mettre en place des mécanismes de protection qui permettent de s'assurer que la concurrence est juste.

En ce qui concerne le levier, le dispositif que vous évoquez existe déjà : la directive AIFM autorise le superviseur national – il faut que ce soit fait de manière indépendante – à plafonner le levier au niveau du fonds, selon le risque. Aujourd'hui, cette mesure n'est pas mise en œuvre par l'AMF, parce qu'elle considère qu'il n'y a pas de risque de stabilité financière : c'est son droit, elle est indépendante. Quand un fonds utilise un levier excessif mettant en péril la stabilité financière de la place, le rôle du superviseur est toutefois de s'assurer qu'un plafonnement est possible.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. L'AMF se place du point de vue de l'investisseur. Or je vous parle du point de vue de l'entreprise et de la régulation. C'est un sujet qui relève de la loi et qui concerne le ministère de l'économie.

Je repose donc ma question. Ne seriez-vous pas favorable à un plafonnement du poids de la dette qui est imposée aux entreprises lors d'un LBO ? Depuis la création de cette commission, de nombreux experts de la finance nous ont alertés sur les conséquences de ce phénomène. Des entreprises comme Kem One, Colisée ou Cerba se trouvent en difficulté à cause d'effets de levier démesurés.

Par ailleurs, trouvez-vous normaux et pensez-vous qu'il faille conserver les avantages fiscaux liés aux *management packages* et au *carried interest*, dans la mesure où ils incitent à extraire le plus rapidement possible du *cash* des entreprises au profit des fonds ?

M. Roland Lescure, ministre. S'assurer que le levier n'est pas excessif pour protéger les investisseurs est souhaitable. Toutefois, il est difficile d'imaginer un cadre unique, pouvant s'appliquer à des entreprises et des secteurs très différents. Si vous avez des idées en ce sens, je suis prêt à les examiner. Comment limiter le levier financier de manière uniforme pour une entreprise de technologie, de marketing, de distribution alimentaire, d'autoroute ou une clinique vétérinaire ? Vous pouvez être face à une entreprise très spéculative de l'intelligence artificielle qui partirait de zéro, par exemple. Toutes ces situations n'ont rien à voir et la capacité à générer du résultat grâce à du levier financier est également très variable. J'étudierai les recommandations de la commission, mais un cadre unique n'est pas forcément la solution.

Je n'avais pas répondu à votre question à propos des *management packages* et des *carried interests*. Des fortunes sont-elles faites dans le placement privé ? La réponse est oui. Ces fortunes, essentiellement aux États-Unis, dépassent-elles l'entendement et vont-elles trop loin ? La réponse est également oui. Ces sujets peuvent être traités par la fiscalité. Nous ne le ferons pas au niveau français, car je suis convaincu que si nous le faisons, nous perdrons des investisseurs que nous sommes contents d'accueillir. Néanmoins, la question des rémunérations excessives dans le secteur de la finance se pose et doit être abordée. Je n'ai rien contre.

La manière dont ces mécanismes sont organisés vise néanmoins à aligner les intérêts des investisseurs, du management et de l'entreprise. La plupart des fonds – même s'il existe des exceptions, comme je l'ai indiqué dans mon introduction – investissent, certes, pour faire de l'argent... mais pour faire de l'argent en développant les entreprises. Quand EQT a investi dans la Saur, d'autres dans le développement de Verkor, Apollo dans Vallourec, CD&R dans Spi, Ardian dans Lagarrigue ou Eurazeo dans Aroma-Zone, l'objectif est de les développer, non de les détruire. Certains comportements peuvent être erratiques, des erreurs peuvent être commises, des entreprises peuvent disparaître parce que l'investisseur a mal fait son travail ou parce qu'elles sont dans des secteurs extrêmement concurrentiels. Néanmoins, les qualifier tous de « fonds prédateurs », comme vous le faites, me semble exagéré, surtout que vous appliquez également ce qualificatif aux *family offices*, dans lesquels les investisseurs sont directement concernés puisqu'ils investissent leur propre argent.

Mme Émilie Bonnivard (DR). Ma question concerne la sensibilité des investissements étrangers en France (IEF). Les décisions que vous prenez, à ce titre,

engagent directement la souveraineté économique de l'État. Elles ne sont pas de simples actes administratifs, puisqu'elles conditionnent l'entrée ou la sortie d'acteurs étrangers dans des secteurs pouvant relever de la sécurité publique, de l'ordre public ou de la défense nationale.

Dans ce contexte, notre commission d'enquête a eu à connaître de la cession de LMB Aerospace par le fonds Tikehau. Elle soulève une difficulté majeure au regard de la publicité des décisions de l'État, qui dépasse ce seul dossier et fragilise l'équilibre du dispositif des IEF.

La chronologie des faits nourrit la défiance que nous avons à l'égard de cette opération. Évoquée publiquement dès février ou mars 2025, elle était suivie attentivement par l'opinion publique et le Parlement et le Gouvernement avait émis un avis négatif. Or la finalisation de l'opération n'a donné lieu à aucune communication officielle de votre ministère. Elle n'a été portée à la connaissance du public que par la presse, qui a révélé la publication d'un communiqué par l'acquéreur étranger, le 26 décembre, aux États-Unis. Il faudra attendre le 30 janvier 2026 pour que vous annonciez officiellement avoir autorisé cette acquisition. Elle était à l'évidence problématique, puisque le délai d'instruction réglementaire de soixante-quinze jours prévus pour les IEF a été largement dépassé : là, nous sommes quasiment sur une année. Comme l'expliquez-vous ? Par ailleurs, pourquoi l'émission d'une action de préférence, qui est au cœur des mécanismes de protection de l'État, n'a-t-elle été mentionnée que postérieurement à la réalisation de l'opération ? Quand a-t-elle été décidée ?

M. Roland Lescure, ministre. Nous ne communiquons pas de manière systématique sur les conditions liées aux investissements passés par la procédure des IEF, qu'ils soient refusés, acceptés sous conditions ou acceptés sans conditions.

Ce point avait été relevé comme l'un des enjeux majeurs de la capacité du Parlement à contrôler l'action du Gouvernement, ce qui nous avait conduits, dans le cadre de la loi Pacte, à mettre en place des dispositifs permettant d'accroître ce contrôle. Un rapport annuel est désormais envoyé aux présidents des commissions des affaires économiques des deux Chambres, qui peuvent, sous le sceau de la confidentialité, interroger le Gouvernement sur toutes les opérations.

Nous avons ainsi accru le contrôle du Parlement, tout en respectant le secret des affaires et la capacité des entreprises à opérer. Communiquer sur toutes les opérations serait compliqué, car toutes ne vont pas au bout, notamment en raison des conditions que nous souhaitons imposer – nous y reviendrons peut-être en évoquant des exemples comme Opella et Biogaran. Parfois, des acteurs se retirent. Nous devons garder suffisamment d'agilité et de flexibilité pour traiter des situations très différentes les unes des autres et préserver nos capacités de manœuvre, sans mettre en danger les entreprises, en particulier les entreprises françaises qui font l'objet de l'opération d'acquisition.

S'agissant de LMB, j'ai découvert ce dossier, qui datait déjà d'un certain temps, lorsque j'ai été nommé en octobre 2025. Il avait fait l'objet d'une instruction extrêmement fouillée de la part de l'État – et quand je dis l'« État », ce n'est pas seulement le ministre des finances qui opère : dans les secteurs comme celui de la

défense, sont au minimum associés la direction générale de l'armement (DGA) et le ministère des armées. La décision a été prise de manière coordonnée au niveau interministériel, en considérant que cette entreprise n'avait pas fait l'objet d'offres d'acquisition par des investisseurs français ou européen, qu'elle n'était pas critique pour les principaux fournisseurs français de notre base industrielle et technologique de défense (BITD) et qu'elle réalisait plus de 50 % de son chiffre d'affaires à l'étranger.

L'autorisation de cette opération était néanmoins assortie de conditions fortes, notamment sur la livraison des contrats en cours avec les grandes entreprises françaises de la BITD. Nous avons toutefois pris en compte l'existence de concurrents en France. Par conséquent, la disparition de cette entreprise ne mettait pas en danger l'activité et les clients en question. Nous avons en outre décidé de prendre une action de préférence, ce qui est assez rare, de manière à nous assurer qu'en cas de vente future de cette entreprise, l'État conserverait un droit de regard sur l'identité de l'acquéreur.

Je considère que nous avons bien fait notre travail. L'instruction de ce dossier a mis un certain temps, je le reconnais. La volatilité des gouvernements n'a pas aidé à ce qu'elle soit efficace et rapide, mais le résultat obtenu me semble satisfaisant. L'acquisition date du 19 décembre 2025 : aurions-nous pu communiquer autrement qu'un 26 décembre ? Je pense qu'il fallait que l'opération soit réalisée avant la fin de l'année.

Je veux bien que nous réfléchissions à nouveau aux modalités de contrôle du Parlement sur l'action du Gouvernement dans ce domaine. Pour beaucoup d'entre eux, les secteurs concernés peuvent néanmoins être couverts par le secret-défense. Il faut donc être assez prudent.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Je vous remercie, monsieur le ministre, pour la qualité de vos réponses. Une fois n'est pas coutume...

Savez-vous ce que sont les obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa) ?

M. Roland Lescure, ministre. Il s'agit de produits financiers hybrides, associant dette obligataire et droit d'accès au capital.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Connaissez-vous la position de l'AMF sur les Ocabsa ?

M. Roland Lescure, ministre. Non. Ces obligations convertibles en actions sont des titres complexes.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Effectivement, ce n'est pas simple, mais votre prédécesseur Bruno Le Maire ne les connaissait même pas. Si j'avais le pouvoir et la légitimité pour distribuer des bons points, ce qui n'est pas le cas, je vous en donnerais un.

Eurolasma envisage de financer la reprise des Forges de Tarbes, de Luxfer, de Valdunes ou de la Fonderie de Bretagne par des Ocabsa. Y voyez-vous un risque ?

M. Roland Lescure, ministre. 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. Malheureusement, à l'époque, je n'avais pas le choix : nous avons cherché des repreneurs et, si vous êtes bien renseignés, vous savez que j'ai travaillé en étroite collaboration avec les partenaires sociaux. J'ai toujours essayé de le faire quand j'étais à l'Industrie.

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 Europlasma ? Non, mais nous n'avions pas d'autre choix. Nous avions un repreneur qui comprend et aime l'industrie, qui était extrêmement motivé et qui avait un plan d'affaires de qualité. Son mode de financement n'était pas optimal, mais nous avons décidé d'accompagner cette reprise – non pas de l'autoriser, ce qui était la responsabilité du tribunal – avec des prêts du Fdes.

Comme je l'ai rappelé en introduction, les prêts de l'État ne sont débloqués qu'au fur et à mesure que l'investisseur déploie son plan d'affaires. Pour le moment, nous avons dû déboursier 4 M€ pour Valdunes, le total prévu étant de 15 M€.

Je ne veux surtout pas donner de leçons dans ce domaine, ni à mon prédécesseur ni à mes successeurs, puisque vous allez recevoir M. Marc Ferracci.

Ces moments ne sont pas faciles. Je me souviens des rendez-vous que j'ai eus avec les salariés de Valdunes lorsque l'investisseur chinois a décidé de mettre la clé sous la porte. Je ne me suis jamais engagé à obtenir des résultats, j'ai toujours été extrêmement clair avec eux sur le fait que nous n'y arriverions peut-être pas : je pense qu'ils m'ont respecté pour cela. Mon devoir était de mettre en place une obligation de moyens et de m'assurer que les trois conditions que j'ai mentionnées étaient au maximum respectées, c'est-à-dire un plan d'affaires crédible, un investisseur de qualité et le plus solide possible, et la prise en compte des enjeux locaux grâce à l'adhésion des partenaires que sont les élus et les syndicats.

Avons-nous réussi la reprise de Valdunes ? Je n'en sais rien encore. Je continue à espérer qu'une entreprise qui fabrique des roues de TGV va continuer à exister à Trith-Saint-Léger et à Dunkerque. Je garde espoir, même si ce n'est pas facile. Vous avez raison, la manière dont l'opération a été financée n'est pas celle dont j'aurais rêvé.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Je comprends très bien votre réponse s'agissant de Valdunes. Mais l'histoire récente d'Europlasma en fait-elle un acteur crédible ?

M. Roland Lescure, ministre. Rien ne me conduit à penser l'inverse, même si je trouve que ça ne va pas assez vite s'agissant de Valdunes. C'est un dossier que je connais bien. Je connais moins celui de la Fonderie de Bretagne, reprise en 2025. Vous pourrez l'évoquer avec mon successeur.

Pour Valdunes, Europlasma avait un plan d'affaires crédible. Il avait d'ailleurs rencontré les salariés qui, à l'époque, étaient également convaincus que le projet avait de l'avenir. Je ne vais pas vous dire que je suis parfaitement rassuré, mais rien ne me permet de considérer que le repreneur n'est pas crédible.

Un audit a été demandé par mon collègue Sébastien Martin, ministre de l'industrie, au conseil général de l'économie. Quand il est arrivé, il s'est sans doute posé les mêmes questions que vous. D'après ce que je sais, les travaux qui ont été menés estiment que des informations supplémentaires sur les investissements sont nécessaires avant de déboursier un euro supplémentaire. Nous en avons tenu compte, puisque nous avons retenu le versement du Fdes.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Au moment de la reprise de Valdunes, l'État avait déjà une petite expérience d'Europlasma. Il savait que les dossiers n'avançaient pas vite. Les Forges Gerzat et les Forges de Tarbes ont été reprises sur la base de projets qui ne se sont jamais concrétisés. Pour les Forges de Tarbes, il s'agissait de diversifier les activités en produisant des torches à plasma, ce qui n'a pas été le cas depuis 2021. La guerre en Ukraine a servi de prétexte pour annoncer un changement de cap, qui n'a pas été mis en œuvre depuis quatre ans. Pourtant, dans l'intervalle, Alpha Blue Ocean (ABO) a bien émis des Ocabsa, pris le contrôle de l'entreprise et ruiné beaucoup de petits porteurs. Nous nous interrogeons donc sur cette espèce d'attentisme de l'État vis-à-vis d'Europlasma et de son financeur ABO.

M. Roland Lescure, ministre. Je n'ai pas suivi ce dossier après avoir quitté le ministère de l'industrie, mais, de mémoire, quand nous avons accompagné la reprise de Valdunes par Europlasma, nous n'avions reçu aucune alerte relative aux Forges de Tarbes. Cette opération a été autorisée par le ministère des armées, car elle relève totalement de la BITD. Je n'étais pas ministre de l'économie à l'époque, mais je pense que ce n'est pas ce ministère qui a traité le dossier : si vous recevez la DGA, vous pourrez l'interroger à ce sujet.

Je n'ai, en tout cas, reçu aucune alerte de la part de la DGA à propos des Forges de Tarbes et d'un quelconque danger ou décalage du projet. Cette entreprise fabrique des corps d'obus. La reprise date de 2021 et, à ma connaissance, il n'y a pas eu de difficultés particulières. Cela ne présage pas de l'avenir, mais, à l'époque, la CGT, qui était le syndicat majoritaire, et les élus locaux soutenaient aussi cette opération. Ce n'était pas la solution à tout, mais néanmoins une condition importante, en tout cas pour moi.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Ces réponses seront importantes pour la suite de la commission d'enquête.

Je connais mal le dossier Valdunes et j'entends toutes les difficultés que vous avez pu rencontrer. En revanche, j'ai personnellement saisi différents ministres de la situation des Forges de Tarbes et de nombreuses alertes ont été formulées, avant 2024, auprès de M. Sébastien Lecornu et du ministère de l'industrie, en l'occurrence de M. Marc Ferracci.

Elles soulignaient le manque de sérieux et de crédibilité d'Europlasma et les désastres qu'il sème sur son chemin, puisque des dizaines de petits porteurs ont été ruinés.

Notre rapporteure a alerté l'AMF après des soupçons de manipulation de cours. Le schéma de financement d'Europlasma est assez bien établi, avec des annonces permettant de faire remonter les cours avant les émissions d'Ocabsa, puis un effondrement des cours, etc.

Ces pratiques sont inquiétantes du point de vue de la capacité à assurer une production stratégique et à l'amplifier, puisque nous sommes dans une période où les objectifs de production de munitions sont à la hausse. Malheureusement, l'outil productif n'a pas du tout évolué. Le patron de Rheinmetall, M. Armin Papperger, a annoncé une multiplication par quinze des capacités de production d'obus en Allemagne, qui passeraient de soixante-dix mille à 1,1 million de pièces. La France n'a peut-être pas besoin d'une augmentation de même ampleur. Néanmoins, les besoins existent et nous pouvons nous interroger sur le manque de pilotage de l'État dans ce domaine.

M. Roland Lescure, ministre. Le pilotage des besoins de l'État en matière de munitions n'est pas complètement dans mon champ de compétences. Néanmoins, nous travaillons, avec la ministre des armées et sous l'égide du Premier ministre, à la mise en place du dispositif France Munitions, qui permettrait de financer plus efficacement l'augmentation des besoins à laquelle nous devons faire face. Le ministère des finances peut jouer un rôle structurant dans ce domaine.

S'agissant des Ocabsa, je préférerais trouver une solution alternative. Avec ces produits, le risque est que l'intermédiaire financier qui les a souscrits veuille revendre rapidement les actions obtenues, exerçant ainsi une pression baissière sur le cours de l'action accompagnée d'une dilution significative des actionnaires historiques.

L'AMF a alerté sur les risques associés à ces financements hybrides. Elle est indépendante, mais, si elle doit se saisir de sujets particuliers, elle le fera. Des sanctions importantes ont déjà été prises en France après une utilisation des Ocabsa que l'AMF considérait comme exagérée ; elles ont été prononcées en 2023 et 2024. Dans ce domaine, c'est à l'Autorité des marchés financiers de faire son travail ; cela ne relève en aucun cas du ministère des finances.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). L'AMF a justement prononcé une sanction contre Alpha Blue Ocean, qui est le financeur d'Europlasma. Ce n'est pas de nature à rendre ce dernier très crédible. Je suis néanmoins en train de vérifier la date, qui est peut-être postérieure. Je ne veux pas vous mettre particulièrement en cause.

Le Royaume-Uni a décidé d'interdire les Ocabsa. Pourriez-vous également l'envisager ?

M. Roland Lescure, ministre. J'ai envisagé de présenter devant l'Assemblée nationale un projet de loi concernant les marchés financiers et leur éventuelle simplification. Compte tenu de la situation politique actuelle, je me suis

dit que ce n'était sans doute pas une bonne idée, que cela créerait beaucoup de débats pour déboucher sur peu de résultats.

Néanmoins, le sujet pourrait être étudié.

En prenant mes fonctions, j'ai demandé à mes équipes de réfléchir à des dispositions permettant de relever les défis que j'ai évoqués en introduction et de trouver des solutions pour financer notre secteur industriel sans faire appel à des capitaux qui viennent de l'étranger.

Compte tenu du contexte politique, il me semble toutefois difficile de faire aboutir un tel texte.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Sous l'angle de la simplification, vous pourriez effectivement avoir du mal à trouver une majorité. Vous y arriveriez peut-être sous celui de la régulation.

M. Roland Lescure, ministre. L'Assemblée nationale est aujourd'hui ce qu'elle est, avec onze groupes parlementaires dont les positions sur ce type de sujet sont fondamentalement différentes.

Je ne suis pas sûr qu'un ministre qui présenterait un projet de loi soit capable de le faire adopter. En tout cas, des exemples récents ont montré que ce n'était pas facile. Nous sommes à un an d'une élection présidentielle et, possiblement, d'élections législatives dans la foulée.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Merci de vos réponses. Vos propos contrastent avec l'audition qui a précédé et, à titre personnel, je me réjouis que nous puissions acter nos désaccords en toute courtoisie.

La nationalisation de Bull et la restructuration de la dette d'Atos ont déjà été largement évoquées devant cette commission d'enquête, mais j'aimerais évoquer les perspectives de développement de Bull désormais séparé du reste des activités d'Atos. La vente, c'est-à-dire le rachat par l'État, de Bull a représenté 400 M€, ce qui correspond opportunément au montant qu'Atos doit verser chaque année à ses créanciers devenus actionnaires. Quel est votre point de vue à ce sujet ?

M. Roland Lescure, ministre. La sanction prononcée par l'AMF contre ABO (SAN-2024-11) date du 11 décembre 2024.

Concernant Atos, je préfère ne parler que de ce que je connais. Or la restructuration d'Atos et le découpage des activités suivant les pointillés auxquels vous avez fait référence ont, à l'époque, été décidés à un autre étage de Bercy.

Le dispositif déployé répond-il positivement à mes trois questions ? Je le pense. Les activités stratégiques liées au développement de nos centrales nucléaires ont été absorbées par une entreprise française qui offre toutes les garanties. Ce sont des activités presque « existentielles », qui ne pouvaient en aucun cas partir ailleurs. D'autres activités stratégiques ont également été relocalisées dans la société Bull ; je suis convaincu qu'elles ont de l'avenir. Nous ne sommes pas en train de financer les créanciers d'une autre entreprise et de les aider à rentrer dans leurs frais, nous investissons dans une entreprise qui a des perspectives de développement. J'espère

que nous aurons l'occasion d'échanger très vite avec vous sur la base du plan d'affaires et des investissements prévus.

Pour certaines activités plus traditionnelles, nous avons fixé des conditions liées à leur évolution et conclu une « convention de protection », conduisant à l'émission d'une action de préférence.

Enfin, nous avons considéré que des activités qui sont également réalisées par d'autres entreprises, comme l'infogérance, ne méritaient pas que l'État ait une stratégie particulière à leur égard.

La stratégie suivie par le passé n'a probablement pas été idéale, sinon nous n'en serions pas arrivés à cette situation. Néanmoins, sans avoir été directement impliqué dans la restructuration, j'ai eu l'impression, en revenant à Bercy, que le travail qui avait été fait assurait la pérennité de l'entreprise et, je l'espère, sa croissance.

J'ai rencontré le nouveau management d'Atos. Je suis assez confiant dans la capacité de l'entreprise à se développer et pas seulement, pour répondre aux questions initiales de votre rapporteure, « nourrir des fonds prédateurs ». Le quotidien de ces fonds de dette décotée (*distressed debt*) est d'acheter des actifs « à la casse », en espérant qu'ils se redressent. Néanmoins, pour qu'ils se redressent, il faut qu'un management y travaille... J'ai l'impression que nous sommes dans une phase de développement qui nous conduira, d'ici à quelques années, à nous féliciter de tout ce qui a été fait pour cette entreprise.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'ai compris que les Ocabsa utilisées par Alpha Blue Ocean soulevaient quelques questions et que nous pourrions nous diriger vers une proposition de loi les interdisant. En tout cas, elles ont causé la ruine de nombreux petits actionnaires et, surtout, Europlasma a quasiment condamné des centaines de salariés à perdre leur emploi.

Vous dites que le PDG d'Europlasma aime l'industrie. Permettez-moi de douter de son engagement dans ce domaine, car c'est un pur financier ! En outre, Europlasma a été volontairement placé entre les mains de ce fonds véreux qu'est Alpha Blue Ocean. En tant que rapporteure, j'ai d'ailleurs fait un signalement à son encontre auprès de l'Autorité des marchés financiers pour suspicion de manipulation de cours.

Au moment de sa reprise en mars 2024, vous avez dit que Valdunes était sauvée. Le pensez-vous toujours ? Plusieurs centaines d'emplois sont en jeu. Pouvez-vous nous garantir que l'entreprise ne va pas s'effondrer dans les dix-huit prochains mois ? Pouvez-vous prendre cet engagement devant la représentation nationale ?

Les services de l'État vous ont-ils alerté sur un risque de « cavalerie financière » de la part d'Europlasma et d'Alpha Blue Ocean ?

Il y a trois semaines, Europlasma a annoncé, de façon surprise, la vente de toutes ses activités de défense, dont les corps creux d'obus des Forges de Tarbes, à un investisseur français dont l'identité est inconnue. Le PDG d'Europlasma et son acolyte, M. Laurent Collet-Billon, affirment que la DGA a connaissance de cette

information. Il nous a même été dit que « tout le monde » serait au courant. En tant que ministre de l'économie, connaissez-vous ce repreneur ? Cette affaire est-elle sérieuse ?

J'ai fait un signalement à l'AMF pour une suspicion de manipulation de cours, parce qu'Alpha Blue Ocean a gagné des millions d'euros par dilution d'actions dans les heures qui ont suivi l'annonce et que de petits actionnaires ont encore été floués.

M. Roland Lescure, ministre. Nous avons sauvé des emplois à Valdunes, cent quatre-vingt sur un peu plus de trois cents. Nous n'avons pas fait cette opération pour détruire des emplois, mais pour en préserver.

Nous étions alignés avec le président de la région, qui est membre du parti Les Républicains, la patronne de la CGT, qui ne peut pas être taxée d'être favorable au Gouvernement, et des élus locaux de toutes les obédiences. J'aurais préféré un montage financier plus solide, voire un actionnaire plus solide, mais nous n'avons pas d'autre choix à l'époque.

Nous avons eu des débats avec la secrétaire générale de la CGT à propos de la nationalisation de Valdunes : j'étais contre ; elle était pour ; vous étiez peut-être pour à l'époque. Nous pouvons avoir des débats stratégiques sur la manière d'intervenir dans une entreprise. En tout cas, nous avons sauvé des emplois, peut-être pas autant que nous aurions voulu, mais nous n'en avons pas détruit.

Valdunes va-t-elle s'effondrer dans les dix-huit prochains mois ? Je suis incapable de le dire — je pense d'ailleurs que vous aussi... Il n'y a que peu d'entreprises dont je pourrais vous assurer, après avoir juré de dire la vérité, qu'elles ne s'effondreront pas dans les dix-huit mois qui viennent... Je ne peux évidemment pas répondre à votre question et prendre un engagement. En revanche, je peux dire que la situation de Valdunes reste extrêmement risquée. Il faut être prudent et la situation est suivie de très près par le ministère de l'industrie.

Ai-je été alerté sur un risque de cavalerie financière ? À ma connaissance, en tout cas, non. Nous le vérifierons si vous voulez. Si j'ai été destinataire d'une note dont je n'ai pas le souvenir, nous vous tiendrons au courant.

Je ne suis pas informé de l'acquisition potentielle des activités de défense, qui font apparemment l'objet de certains articles de presse. J'en serais informé, comme le ministère des armées, si le projet était sérieux et qu'il faisait l'objet d'une offre ferme et de discussions. Puisqu'il s'agit d'activités stratégiques qui nous concernent au premier plan, nous connaissons l'identité du repreneur. Comme j'ignore le sérieux de la proposition et le stade d'avancement du processus, je ne peux pas vous dire s'il est normal ou non que je ne sois pas au courant.

Je rappelle néanmoins qu'il y a des dizaines de milliers d'opérations potentielles en France, tous les ans, dont je ne suis pas au courant. C'est normal, car des réflexions et des propositions sur l'avenir stratégique de telle ou telle entreprise émergent tous les jours.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. M. Jérôme Garnache-Creuillot, PDG d'Europolasma, a refusé de nous dire qui était au courant. Il a refusé de le dire à Bercy.

M. Roland Lescure, ministre. Cela ne me choque pas si l'opération en est encore à un stade exploratoire. Il y a des dizaines d'opérations à un stade préliminaire dont je n'ai pas connaissance. De toute façon, c'est une entreprise cotée, donc elle devra communiquer si le projet devient sérieux.

Il y a beaucoup d'opérations mentionnées dans la presse, parfois bien plus importantes que celle dont nous parlons, dont je ne suis pas au courant, surtout lorsqu'il s'agit d'entreprises cotées. Pour des raisons que vous comprenez, certaines informations doivent rester confidentielles.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Atos est la première entreprise numérique de France. Elle conserve des activités très sensibles, puisque toutes n'ont pas été nationalisées dans Bull avec les supercalculateurs.

Or, fin 2024, le plan de sauvegarde a donné les clés aux créanciers et donc à des fonds vautours étrangers. À l'époque, vous étiez ministre de l'industrie et je comprends que les discussions ont eu lieu à un autre niveau. C'est dommage, car cet « autre niveau », que nous avons auditionné tout à l'heure, n'a pas souhaité répondre à nos questions précises.

Des activités très sensibles restent au sein d'Atos, comme les systèmes de missions critiques (*Mission Critical Systems*, MCS) qui englobent le programme Scorpion de l'armée, le programme Rafale et, je crois, le logiciel Artemis pour le renseignement. Ces activités militaires sont donc aux mains de fonds vautours étrangers, comme les activités de cybersécurité et les services numériques nécessaires au fonctionnement des services publics français, dont la carte Vitale, Mon espace santé, FranceConnect, etc.

Les représentants du personnel d'Atos, auditionnés il y a deux semaines, ont expliqué que la direction de l'entreprise aurait, sous l'influence des fonds vautours, suspendu en début d'année le regroupement au sein d'une même filiale de toutes ces activités sensibles. Ce regroupement, qui aurait permis de les protéger et de ne pas les laisser aux mains de ces fonds et d'une holding luxembourgeoise, aurait dû être effectif au 1^{er} janvier. Apparemment, la demande aurait été faite par la direction générale de l'armement, en raison des liens avec nos systèmes de commandement et de communication.

Confirmez-vous cette pression des fonds vautours étrangers ? Que comptez-vous faire concernant ces activités sensibles qui sont entre leurs mains, puisqu'ils détiennent la première entreprise stratégique et numérique française qu'est Atos ?

M. Roland Lescure, ministre. Je vais répondre à votre question en essayant de distinguer les différentes activités stratégiques d'Atos et d'expliquer la manière dont elles sont gérées aujourd'hui. La manière dont vous présentez les choses donne l'impression que les fonds en question sont là pour récupérer des secrets stratégiques de la France ; c'est malheureusement plus simple que cela : 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. Le sujet est sérieux et donner l'impression que ces actionnaires cherchent à mettre la main sur des secrets, c'est méconnaître la gouvernance des entreprises (ils sont actionnaires et non responsables opérationnels) et, probablement, leur faire un peu trop d'honneur.

Qu'est-ce qu'Atos ? La partie Bull a été acquise par l'État grâce à une opération de l'Agence des participations de l'État (APE). Elle a été finalisée le 31 mars, pour une valeur d'entreprise pouvant aller jusqu'à 404 M€. Les activités concernées sont 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). Tout ça n'était pas négociable et a été nationalisé.

Worldgrid, filiale d'Atos qui conçoit notamment les systèmes de commande du parc nucléaire civil français, n'était pas négociable non plus. Elle a été cédée, le 5 novembre 2024 et avant même la restructuration financière du groupe, à la société Alten, dont la majorité des droits de vote est détenue par son fondateur, le Français Simon Azoulay.

Pour ce qui est des activités de cybersécurité et de systèmes de missions critiques (MCS), Atos s'est engagé à lancer, à terme, un processus de cession, qui sera suivi avec attention par l'État dans le cadre de la procédure des IEF.

Dans l'intervalle, je vous confirme que l'État assure un contrôle et une vigilance renforcés sur ces actifs, sur leur santé et sur leur développement souverain. Une opération de *carve-out* sera réalisée, mais, en attendant, l'État a un droit de regard sur ces activités et aura un droit de regard important sur leur cession.

J'ai bien conscience de ne pas répondre complètement à votre question, mais je ne suis pas sûr de pouvoir le faire plus précisément.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je suis d'accord sur le fait que ces fonds cherchent avant tout à faire de l'argent, mais ils peuvent incidemment mettre en danger des activités stratégiques. Lors de leur audition par notre commission d'enquête, sous serment, des représentants des salariés nous ont affirmé que des dirigeants leur avaient dit que ces fonds étrangers bloquaient le regroupement des activités sensibles dans Avantix, qui visait à mieux les protéger. C'était apparemment une demande de la direction générale de l'armement. Nous l'interrogerons à ce sujet, la semaine prochaine, mais vous devez certainement être au courant,

Le regroupement des activités aurait dû être effectif au 1^{er} janvier, mais il ne l'est pas, semble-t-il sous la pression des fonds. Si c'est le cas et qu'ils agissent de concert, la question du contrôle des investissements étrangers se pose. Trouvez-vous normal que ce dernier n'ait pas été effectué au moment du plan de sauvegarde d'Atos, parce qu'aucun des fonds ne représentait, à lui seul, 10 % de l'actionnariat ? Il y a manifestement un trou dans la raquette.

M. Roland Lescure, ministre. Aujourd'hui, la structure du capital est telle qu'aucun investisseur n'en détient plus de 10 %. Si nous devions contrôler *ex ante* les IEF pour toutes les entreprises cotées de France, les services seraient débordés. Ce serait une mauvaise utilisation de ce processus. Nous serons d'accord pour ne pas être d'accord à ce sujet.

Après la conclusion de l'accord d'acquisition des activités « *Advanced Computing* », Atos a dû clarifier ses structures juridiques pour séparer ce qui revenait à l'État et ce qui demeurerait au sein de l'entreprise. Parmi les activités conservées, un tri a ensuite été effectué en fonction de leur caractère sensible, au sens de la convention signée par l'État et de l'action de préférence. Le tri a été fait par Atos, mais selon les règles fixées par l'État. Les actifs sensibles restant chez Atos et protégés par la convention ont été transférés dans Avantix pour permettre la poursuite de leur protection. Ils pourront éventuellement faire l'objet d'une cession, dans le respect de la procédure des IEF. Je pense que la DGA n'a pas formulé de demande particulière, mais vous lui demanderez de le confirmer. Le regroupement découle des conditions de la transaction concernant le périmètre « *Advanced Computing* ».

Je ne sais pas à quelles opérations vous faites référence, ce qui ne me permet pas de vous répondre plus précisément. Néanmoins, j'ai compris qu'il y avait eu un débat autour des activités d'infogérance : elles ne sont pas stratégiques, des centaines d'entreprises en font, en France et dans le monde. Par conséquent, elles n'entrent probablement pas dans le champ de la convention.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). L'action de préférence concerne-t-elle exclusivement la filiale Avantix ou également d'autres filiales ?

M. Roland Lescure, ministre. Je ne sais pas. Je vous répondrai par écrit, parce que je n'ai pas suffisamment d'informations pour le faire ici de manière précise.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Je vous remercie de nous apporter cette information, qui est décisive. Les autres activités vont rejoindre d'autres filiales et contribuer à leur valorisation, parce qu'elles sont très importantes. Qu'elles soient ou non considérées comme stratégiques, elles donnent lieu à des contrats majeurs avec l'État. Notre rapporteure évoquait le projet Scorpion pour l'armée de terre : un tel projet contribue énormément à la valorisation de la filiale qui le met en œuvre.

Si ces activités ne bénéficient pas de la protection de l'État par l'intermédiaire de cette action de préférence, les actionnaires et les créanciers peuvent se réjouir de disposer d'une rente. Dans une logique industrielle, de tels contrats avec l'État leur donnent des perspectives. Cette situation ne pose d'ailleurs pas de problème. Néanmoins, puisque ces activités contribuent à la valorisation de l'entreprise et que cette dernière pourrait être revendue, l'intérêt est encore plus grand pour les actionnaires et les créanciers. Il y aura, *a priori*, un contrôle du ministère en cas de cession, mais il est tout de même important de connaître le périmètre couvert par le « parapluie » que constitue l'action de préférence.

M. Roland Lescure, ministre. Nous répondrons de manière précise à votre question. Le fait qu'une entreprise ait des contrats avec l'État fait effectivement partie de sa valeur : c'est la vie des entreprises qui travaillent avec l'État, elles sont des centaines dont la valeur dépend en partie de tels contrats. Que les actionnaires l'aient intégré dans leur stratégie au moment où ils ont racheté la dette me paraît normal. Dans des activités qui ne sont pas stratégiques comme l'infogérance, je ne comprends pas en quoi cette histoire, qui est celle de l'entreprise avec ses clients et ses contrats privés et publics, devrait conduire l'État à être particulièrement méfiant, au point de disposer d'une action de préférence. Au contraire, vous risquez de mélanger les genres : si l'État veut aller travailler avec quelqu'un d'autre qu'Atos, il doit pouvoir le faire librement. Il ne doit pas se sentir contraint de garder un contrat pour ne pas fragiliser l'activité de l'entreprise. Selon moi, il est mieux que tout cela soit séparé.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Les activités sensibles que sont les activités MCS, c'est-à-dire le programme Scorpion, la modernisation du système de contrôle du Rafale, les logiciels pour la marine nationale ou le logiciel de renseignement Artemis, sont-elles regroupées dans Avantix ?

S'agissant des fonds, chacun détenait certes moins de 10 % du capital parce que l'actionnariat était dilué, mais les représentants des salariés nous disent qu'ils agissent désormais de concert. Si ces informations sont justes, les fonds vautours étrangers ont bien plus de 10 % et peuvent agir sur l'entreprise. C'est extrêmement important pour vous, en tant que ministre de l'économie. Le rôle de notre commission d'enquête est aussi d'aider à comprendre ces mécanismes.

M. Roland Lescure, ministre. Je n'ai aucune information qui me laisserait penser que les actionnaires actuels agissent de concert. Vous avez recueilli un témoignage devant la commission d'enquête. Vous en aurez d'autres et vous vous ferez votre avis.

Ce que je peux vous dire, c'est que les activités des produits de cybersécurité et de MCS ont vocation à être cédées par Atos. Cette opération sera soumise au contrôle de l'État au titre de son droit de regard sur les actifs stratégiques. Dans l'intervalle, les droits de l'État lui assurent un contrôle et une vigilance renforcés sur ces actifs, leur santé et leur développement souverain.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pour nous qui avons beaucoup travaillé ce dossier, c'est une information nouvelle : ces activités MCS sont très importantes, ce sont des activités militaires sensibles qui restent, pour le moment, dans Atos. À notre connaissance, elles ne sont pas regroupées dans la filiale Avantix, contrairement à ce qu'avait demandé la direction générale de l'armement. Donc, vous nous dites qu'il est prévu qu'Atos les cède à un investisseur.

J'en viens au dossier Polytechnyl. Vous deviez vous douter que nous en parlerions. Ce nouveau désastre industriel, qui est au cœur des préoccupations de notre commission d'enquête, s'est produit il y a quelques jours. Cette usine de la région lyonnaise, leader mondial dans le domaine de la chimie et, plus particulièrement, des polyamides, est tombée dans les mains du fonds d'investissement étranger Lone Star. Dans la foulée de son acquisition, il a arrêté la

production, mettant près de cinq cents salariés sur le carreau – il n'en reste, au mieux, que quelques dizaines – pour ne conserver que les brevets, la marque et les savoir-faire. C'est un pillage technologique. Lone Star va réaliser des millions d'euros de profit, d'autant plus que la vente a été sous-valorisée à 10 M€ au lieu de 17 M€ d'après les experts. Nous avons appris, dans la presse spécialisée et grâce à plusieurs journalistes d'investigation, que tout cela était l'œuvre de son principal concurrent, l'allemand BASF. De telles pratiques vous semblent-elles acceptables ?

M. Roland Lescure, ministre. Cet exemple montre que nous abordons les choses de manière complètement différente.

Une entreprise est en liquidation judiciaire, elle passe au tribunal du commerce et aucun repreneur ne se présente. Il n'y a qu'un fonds. Je ne sais pas si c'est un fonds « vautour », mais c'est un fonds d'investissement très connu, présent aux États-Unis et en France, où il détient un certain nombre de participations. Il a pignon sur rue, ce n'est pas un adepte des Ocabsa chères au député Aurélien Saintoul et ces gens connaissent leur métier, qui est de gagner de l'argent. Ils ont proposé de reprendre les activités de recherche et de développement (R&D) et de propriété intellectuelle pour une certaine somme et le tribunal a, en toute indépendance, décidé d'accéder à leur demande.

Ce n'est pas Lone Star qui met les salariés à la rue. Je regrette évidemment que les activités industrielles de Polytechnyl soient fermées, mais le secteur est très concurrentiel et il y a des enjeux de rentabilité.

En revanche, l'application du droit de la concurrence européen doit nous interroger. À l'occasion de l'acquisition de je-ne-sais-plus quelle entreprise, les autorités européennes de la concurrence ont demandé à BASF de se départir de certaines de ses activités. C'est l'un des sujets sur lesquels nous devons travailler dans l'année qui vient, dans la perspective des échéances électorales : qu'est-ce que donc ce droit de la concurrence européen, qui conduit à dépecer des entreprises européennes exposées à une concurrence mondiale et dans laquelle leurs rivaux ne s'appliquent pas de telles règles ? Je ne veux pas mettre ces questions sous le tapis.

Là, nous avons une entreprise en difficulté devant le tribunal des activités économiques de Lyon et le choix était Lone Star ou rien. Qu'auriez-vous choisi ? Lone Star n'était pas repreneur des activités industrielles. Le tribunal aurait pu considérer que le prix n'était pas assez cher et qu'il valait mieux fermer les activités de recherche et de développement de Polytechnyl, mais je me méfie d'une histoire qui consisterait à dire qu'un fonds qui vient sauver une partie des emplois est responsable de la disparition des autres.

Cette acquisition est soumise à autorisation dans le cadre du régime des IEF. Les conditions sont confidentielles et, étant en audition publique, je ne vous les communiquerai pas ici. En tant que rapporteure de la présente commission d'enquête, vous pouvez venir les consulter au ministère, comme vous avez consulté d'autres documents. Le travail va se poursuivre pendant la liquidation, y compris pour trouver d'autres repreneurs potentiels pour les activités industrielles. Des discussions se poursuivent notamment avec un acteur chinois. En attendant, soixante-douze emplois sont sauvés à Saint-Fons. C'est mieux que rien, même si

des dizaines de salariés touchés par les licenciements se retrouvent dans une situation difficile : je le regrette sincèrement.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous m'y invitez et j'effectuerai probablement ce contrôle sur pièces et sur place.

Vous avez dit qu'il n'y avait pas d'autre option. Mais l'intersyndicale avait préparé un plan de retournement comportant plusieurs scénarios. Elle a sollicité votre ministère pour obtenir son soutien. Pourquoi n'a-t-il pas donné suite ?

M. Roland Lescure, ministre. Il nous a semblé que ce plan ne respectait pas les trois conditions dont je parlais précédemment. Il supposait une nationalisation temporaire et l'injection de 10 M€ à 15 M€ pour prolonger la période d'observation, sur la base d'un plan d'affaires qui ne nous paraissait pas durable.

Vous avez évoqué une « intersyndicale », mais tous les syndicats n'étaient pas d'accord : l'Unsa et la CFE-CGC soutenaient ce plan de reprise, les autres, non. Ils ont été reçus et le dossier a été étudié sérieusement par le ministère. Toutefois, nous avons considéré que les engagements qui étaient demandés à l'État étaient trop risqués au vu de la situation de l'entreprise. J'ai souvent eu ce débat avec des représentants de salariés qui considèrent que la nationalisation temporaire (ou définitive) d'organisations industrielles est une solution. Le débat est légitime, mais je ne pense pas que l'État soit capable de gérer de manière efficace des organisations industrielles, sauf dans des activités très stratégiques comme celles qui sont aux mains de l'APE. Donc, nous n'avons effectivement pas pu retenir cette proposition.

En ce qui concerne Atos, malgré la surprise du député Aurélien Saintoul et de la rapporteure, les informations que j'ai données à propos de la cybersécurité et des systèmes de missions critiques étaient déjà publiques. L'Agence des participations de l'État vient de me le confirmer et je suis heureux d'avoir pu partager avec vous une information importante.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Ni la presse spécialisée, ni les députés qui sont le plus au fait du dossier, ne semblaient au courant. Vos services, que nous avons auditionnés à huis clos, ne nous ont pas non plus donné cette information, en tout cas pas aussi clairement. Mon collègue Aurélien Saintoul, qui était présent, le confirme. Je n'étais pas la seule à être surprise. Je vous remercie de la clarification que vous avez apportée.

Le dossier Polytechnyl s'intègre dans une discussion que j'aimerais avoir avec vous. À chaque fois, vous nous expliquez qu'il n'y avait pas d'autres solutions. Or nous parlons du leader mondial des polyamides. C'est un fournisseur-clé pour les équipementiers automobiles, il a des brevets et un savoir-faire mondialement reconnus. En tant que parlementaires, nous ne pouvons pas nous satisfaire d'une réponse consistant à dire que la seule option était de fermer toute la production et de mettre en danger le reste de la plateforme chimique. Nous sommes face à un cas d'école. La puissance publique devrait jouer un rôle, par l'intermédiaire de BPIFrance.

Nous avons auditionné le patron de la banque publique d'investissement, qui nous a parlé d'une « *conception plastique de l'économie, avec des entités qui vivent et d'autres qui meurent* ». Il assume parfaitement la « destruction créatrice » et considère que BPIFrance n'est pas là pour aider les entreprises en difficulté, même si elles peuvent être reconverties ou redressées. Il est pourtant possible de le faire, heureusement. Faire disparaître les entreprises en difficulté pour en recréer de nouvelles détruit des savoir-faire, accroît le chômage et pèse sur les finances publiques. Ces destructions industrielles massives ont un coût.

BPIFrance n'aide presque jamais les entreprises en difficulté. En dix-sept ans, elle n'a consacré que 230 pauvres millions d'euros aux entreprises en difficulté, alors qu'elle en a investi 130 rien que dans le projet Ynsect, développé par une start-up très discutable. Je ne le comprends pas. BPIFrance investit 5 Md€ par an, dont 1,7 Md€ dans les fonds d'investissement, et elle ne pourrait pas mettre quelques dizaines de millions d'euros pour sauver le leader mondial des polyamides ? Le champ des missions de la banque publique d'investissement ne pose-t-il pas problème ?

M. Roland Lescure, ministre. Le directeur général de BPIFrance a son vocabulaire et j'ai le mien mais, sur le fond, je suis d'accord avec lui : ce n'est pas de l'argent « magique », c'est de l'argent public qui doit être investi de manière à assurer la pérennité et la préservation d'un capital qui nous appartient à toutes et tous. Ce n'est pas une assurance « tous risques » pour l'industrie française en difficulté.

BPIFrance est déjà intervenue dans des entreprises en difficulté, j'en ai connu quelques exemples quand j'étais au ministère de l'industrie. Un certain nombre de dossiers sont étudiés, mais la banque publique d'investissement doit utiliser au mieux le capital de ses investisseurs, c'est-à-dire de nous toutes et tous.

En effet, BPIFrance intervient peu dans des entreprises en difficulté ou en retournement et privilégie une logique de valorisation à terme du capital, dans des start-up mais aussi dans des entreprises matures. Ce travail est bien fait, ses résultats sont de qualité. C'est un investisseur public de long terme, qui n'a pas vocation à faire du retournement d'entreprise. D'autres acteurs publics le font : le comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri) et la mission interministérielle aux restructurations d'entreprises (Mire), qui sont sous mon autorité, accompagnent ces entreprises fragiles. Nous avons évoqué des cas qui se sont mal déroulés, d'autres se déroulent mieux. C'est leur travail.

BPIFrance pourrait-elle faire plus ou faire mieux ? J'ai été, pendant dix ans, le numéro deux d'un grand fonds de pension public québécois, qui gérât notamment les retraites des Québécoises et des Québécois et investissait directement dans le capital d'entreprises dans le monde entier. Nous avions tout de même un « biais » local très fort, puisque 20 % des avoirs étaient investis au Québec. Il nous arrivait d'aider des entreprises locales en difficulté.

Notre actif était de quatre cent milliards de dollars et quelques millions de dollars étaient consacrés au développement du tissu local et, parfois, à accompagner des entreprises en difficulté, toujours en s'assurant du respect des trois conditions

que j'ai déjà citées, c'est-à-dire un *business plan* crédible, des partenaires de qualité – car nous étions des investisseurs minoritaires, comme BPIFrance – et une bonne relation avec les parties prenantes locales. Cela fonctionnait plutôt bien et c'était un fonds de pension public.

En France, nous n'avons pas de fonds de pension public. Nous n'avons pas, ou très peu, ce capital public de long terme qui permettrait d'avoir la « force de frappe » suffisante pour investir de manière durable dans le capitalisme français. Qu'avons-nous ? Nous avons BPIFrance, quelques grands assureurs et banquiers – qui interviennent, mais qui sont peut-être tenus par des contraintes de solvabilité un peu trop dures – et les *family offices* que vous avez décriés. Je tiens au contraire à les saluer : de grands capitalistes français accompagnent le développement d'entreprises françaises dans le cadre de leur *family offices*... et heureusement qu'ils sont là. C'est tout ce que nous avons.

Le fonds souverain norvégien représente des milliers de milliards de dollars. Les fonds de pension américains, ce sont également des milliers de milliards de dollars. Les fonds de pension canadiens, qui sont, pour la plupart, publics et qui ont donc des modèles d'affaires très différents des fonds de pension américains, ce sont aussi plusieurs milliers de milliards de dollars canadiens. Nous n'avons pas cela en Europe. La question doit se poser de faire autrement : si nous n'avons pas de capital de long terme européen, il viendra d'ailleurs et ce n'est pas toujours optimal, je suis prêt à le reconnaître.

BPIFrance pourrait très bien jouer ce rôle. Nous pourrions élargir sa mission pour qu'elle devienne la société de gestion d'actifs de ce fonds de pension public. Je l'avais proposé dans un ouvrage assez confidentiel que j'ai écrit, il y a quelques années (*Nos totems et nos tabous, dépassons-les !*, 2021).

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Le cas qui nous a amenés à constituer cette commission d'enquête illustre à la fois les problèmes liés à l'essor des fonds d'investissement et des fonds prédateurs et vos responsabilités dans ce domaine.

Greybull a acquis NovAsco, anciennement Ascometal. Vous étiez ministre de l'industrie à l'époque et vous avez soutenu la reprise de cette grande entreprise de sidérurgie par ce fonds, qui était pourtant connu pour ses pratiques prédatrices, puisqu'il avait déjà coulé Monarch Airlines ou British Steel au Royaume-Uni. Pourquoi avez-vous cautionné cette opération, en apportant 85 M€ d'aides publiques, alors que cette aciérie s'était modernisée avec des fours électriques ?

M. Roland Lescure, ministre. C'est un dossier difficile, qui m'a beaucoup affecté quand la situation a commencé à mal tourner.

Je voudrais rappeler les circonstances dans lesquelles tout cela s'est déroulé, car ce qui s'est passé à Fos-sur-Mer est néanmoins un aspect positif de cette histoire. Ascometal avait cinq sites industriels, qui ont été répartis entre trois repreneurs différents. Métal Blanc en a repris un à Dunes, dans la région de Dunkerque. Celui de Fos-sur-Mer a été repris par un grand industriel italien et son puissant *family office* : il a investi dans l'entreprise et sauvé des centaines d'emplois et, grâce à lui, des centaines d'emplois supplémentaires vont pouvoir être créés. Enfin, les sites

d'Hagondange, de Custines et du Marais ont été repris par Greybull avec l'aide de l'État.

Il faut rappeler que nous étions dans le cadre d'un processus judiciaire, ce n'était pas du gré à gré. Malheureusement, nous avons accompagné un fonds qui a repris une entreprise sans respecter les engagements qu'il avait pris, ce qui a conduit le ministre de l'industrie à déclencher, en notre nom à tous, une action en responsabilité civile devant le tribunal des activités économiques de Paris, le 11 janvier.

Je ne suis pas heureux de ce qui s'est passé à Hagondange, à Custines et au Marais. Je le regrette sincèrement et mes regrets vont d'abord aux premiers concernés, qui sont les salariés. C'est douloureux, mais malheureusement ça arrive. J'espère que cette procédure en justice permettra d'aller jusqu'au bout et de montrer les responsabilités des uns et des autres et, en particulier, celles du fonds en question. À l'époque, il y avait différentes options de reprise, mais pas Hagondange, Custines et le Marais.

Je suis extrêmement heureux de ce qui s'est passé à Fos-sur-Mer. Je reste positif pour le site de Dunes. En revanche, je suis triste pour ce qui est arrivé aux salariés d'Hagondange, de Custines et du Marais. Je répète que l'État ira jusqu'au bout de cette procédure, parce que le fonds n'a pas respecté ses engagements.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour toutes vos réponses, qui ont permis d'éclairer la réflexion de notre commission d'enquête. Vous pourrez compléter nos échanges, le cas échéant, en répondant par écrit aux questions et en nous adressant tout document que vous jugerez utile.

*

* *

42. Audition de M. Marc Ferracci, député, ancien ministre chargé de l'industrie et de l'énergie (30 avril 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous terminons notre journée d'auditions par celle de notre collègue Marc Ferracci, que je salue en notre nom à tous. Cher collègue, vous êtes un spécialiste reconnu de l'économie de l'emploi et du marché du travail. Vous êtes professeur à l'université Paris Panthéon-Assas et à l'Institut d'études politiques de Paris.

Mais c'est en votre qualité de ministre chargé de l'industrie et de l'énergie, entre septembre 2024 et octobre 2025, que vous êtes appelé à témoigner aujourd'hui. À ce poste, vous avez pu assister à la montée en puissance des fonds d'investissement, qu'ils soient français ou étrangers, dans le financement de notre économie. Vous avez pu observer leur intervention dans plusieurs dossiers industriels majeurs. Vous êtes donc en mesure de porter un regard sur ces fonds, leurs exigences financières, leurs pratiques parfois contestables et, peut-être, le besoin d'une meilleure régulation.

Alors que notre commission d'enquête approche du terme de son cycle d'auditions, pouvoir échanger avec vous sur l'ensemble de ces questions nous est

apparu important pour la qualité de nos travaux et celle de notre réflexion. Avant de vous céder la parole, je vous rappelle que l'article 6 de l'ordonnance du 17 novembre 1958 relative au fonctionnement des assemblées parlementaires impose aux personnes auditionnées dans le cadre de travaux d'enquête de prêter le serment de dire la vérité, toute la vérité, rien que la vérité.

(M. Marc Ferracci prête serment.)

M. Marc Ferracci, député, ancien ministre chargé de l'industrie et de l'énergie. Je vous remercie de me donner la possibilité de m'exprimer devant votre commission.

J'ai eu la chance, pendant près d'un an, d'être ministre de l'industrie et de l'énergie de notre pays et j'ai pu observer l'activité d'un certain nombre d'acteurs sur lesquels vous allez débattre. J'ai constaté à la fois des pratiques vertueuses et des situations qui le sont moins, ce qui rend d'autant plus pertinent le travail conduit par votre commission. J'ai également pu prendre connaissance du contenu des auditions qui ont été réalisées jusqu'à présent. Ces travaux me paraissent particulièrement utiles pour éclairer nos concitoyens et formuler, le cas échéant, des pistes de régulation.

Vous m'avez invité à dresser quelques constats sur la situation de notre industrie. Je vais m'y atteler, tout en rappelant que la question du financement, plus particulièrement celle du rôle des fonds d'investissement, doit être replacée dans une analyse plus globale.

Nous avons, depuis quelques années, inversé la courbe de la désindustrialisation. Depuis 2017, environ cent trente mille emplois industriels nets ont été créés. Toutefois, la situation récente est moins favorable : en 2025, des destructions nettes d'emplois ont été constatées qui, sans remettre en cause les gains accumulés, traduisent un ralentissement. Ce ralentissement est également visible dans les dynamiques d'ouverture et d'extension de sites, qui ont fortement diminué, passant de quatre-vingt-huit en 2024 à dix-neuf en 2025. Certaines filières industrielles sont particulièrement touchées par ces difficultés, notamment la chimie, la sidérurgie ou encore l'automobile et l'ensemble de sa chaîne de sous-traitance.

Il convient cependant de ne pas attribuer ces difficultés à une seule cause ou à un seul type d'acteurs que seraient les fonds d'investissement. L'analyse doit demeurer globale et nuancée. Nous faisons face à des défis considérables, à commencer par celui de la compétitivité. Des progrès ont été accomplis grâce à la baisse des impôts de production, la réduction du coût du travail ou encore de premières avancées sur la maîtrise progressive des coûts de l'énergie (notamment à travers la feuille de route confiée à EDF). Néanmoins, face à des concurrents puissants et souvent massivement subventionnés, notamment en Chine, il nous faut poursuivre les efforts et traiter l'ensemble des facteurs de compétitivité.

Je voudrais désormais vous livrer un certain nombre de convictions sur ces enjeux, notamment celui du financement. À ce titre, ma première conviction est la suivante : la réindustrialisation ne pourra pas reposer uniquement sur des

financements publics. Elle suppose la mobilisation de l'épargne privée et du capital privé, notamment sous forme de fonds propres. Or le financement des entreprises en France demeure largement fondé sur le crédit bancaire, bien davantage que dans d'autres économies – ce qui souligne le rôle central des fonds d'investissement, qui représentaient 26 milliards d'euros (Md€) en 2025.

Ces derniers interviennent à différents stades de la vie de l'entreprise : l'amorçage, la croissance, mais aussi la transmission et la reprise. Dans le cadre de mes travaux universitaires, j'ai eu l'occasion de travailler sur les entreprises en difficulté et, en particulier, sur les procédures collectives. Sur ce point, je souhaite insister sur une caractéristique du cadre français : malgré les évolutions récentes, notamment l'ordonnance du 15 septembre 2021 et la transposition de la directive du 20 juin 2019 dite « Restructuration et insolvabilité », notre droit des entreprises en difficulté apparaît encore relativement moins protecteur des créanciers que celui de certains pays comparables. Le taux de recouvrement des créances en France est inférieur d'environ dix points à celui des pays voisins, soit 75 % contre 85 %.

Ce constat n'est pas anecdotique. Il influe sur les décisions d'investissement et sur la disposition des acteurs à financer des entreprises, en particulier lorsqu'elles sont en difficulté. Il est donc essentiel de prendre en compte ces paramètres pour comprendre les comportements des investisseurs et leurs éventuelles réticences.

En conséquence, nous avons besoin de réfléchir, non seulement aux entreprises qui se dirigent vers une liquidation, mais aussi aux conditions permettant à des acteurs économiques, en particulier dans le *private equity*, d'injecter de l'argent dans des entreprises qui sont déjà en difficulté. Les statistiques que je viens de mentionner peuvent rendre les créanciers ou les financeurs réticents à investir.

Enfin, la dernière conviction que je souhaite vous livrer sur cette question du financement tient à la très grande diversité des acteurs. Vous avez pu le constater dans le cadre de vos travaux : il est particulièrement difficile de traiter le capital-investissement de manière uniforme, avec les mêmes mots. Le titre même de votre commission peut laisser supposer des pratiques homogènes, ce qui ne correspond pas à la réalité. Les notions de « prédation » ou de « spéculation » n'ont d'ailleurs pas d'existence en droit français ni en droit européen et je ne les reprendrai pas à mon compte.

Si certaines pratiques douteuses peuvent exister, la grande majorité des acteurs ont pour objectif le développement à long terme des entreprises.

Sur les près de 4 700 entreprises françaises ayant connu une opération de capital-transmission depuis 2015, la majorité a suivi des trajectoires de création de valeur. C'est un élément essentiel à garder à l'esprit lorsque l'on analyse le fonctionnement du marché du capital.

Par ailleurs, il convient de distinguer les conséquences visibles de celles qui le sont moins. Lorsqu'une opération de reprise échoue, les victimes sont visibles : les salariés, les territoires, les élus locaux. Cette réalité peut légitimement conduire à envisager un renforcement des normes et des régulations. Cependant, il existe également des victimes invisibles : les salariés d'entreprises en difficulté, au soutien

desquelles aucun investisseur ne souhaite s'engager par crainte de ne pas être correctement protégé en cas de défaillance. Dans ces situations, les entreprises ne trouvent pas les financements nécessaires, elles cessent leur activité et les emplois disparaissent. Ces conséquences, moins visibles, doivent également être prises en compte.

C'est pourquoi il est impératif de trouver un équilibre entre, d'une part, le besoin de régulation, parfois de sanction, et, d'autre part, l'attractivité. Il est nécessaire d'encadrer les pratiques, notamment lorsque certaines opérations n'ont pas respecté les engagements pris, comme cela a été évoqué au cours de vos auditions. Des marges de progrès existent, notamment en matière de régulation des opérations de capital-investissement (entre autres, dans la dimension de reprise), de transparence des opérations, de suivi dans la durée des engagements des acquéreurs et de contrôle de certaines opérations sensibles. De fait, dans certains cas, il est patent que les acquéreurs n'ont pas respecté leurs engagements.

Certains travaux en cours, confiés à nos collègues Christophe Plassard, Charles Rodwell et Jean-Louis Thiériot, sur le contrôle des investissements étrangers contribuent également à nourrir cette réflexion.

Toutefois, toute nouvelle régulation doit être envisagée avec prudence, en tenant compte de ses effets d'entrée, c'est-à-dire de son impact sur la capacité et la volonté des investisseurs à engager des capitaux dans les entreprises. Une régulation excessive pourrait freiner l'investissement et compromettre les dynamiques de création d'emplois.

S'agissant enfin de l'impact des opérations de type *Leveraged Buy-Out* (LBO) sur l'économie et sur l'emploi, la question demeure complexe. Une analyse rigoureuse supposerait de raisonner à partir d'un contre-factuel, c'est-à-dire de comparer la situation avec et sans LBO – ce qui est, par nature, difficile. Les travaux disponibles en France sont encore limités. Néanmoins, certaines recherches suggèrent que les impacts sur l'emploi peuvent varier, notamment en fonction de la nationalité des acquéreurs : les impacts sont parfois plus favorables lorsque ceux-ci sont domestiques.

Ces éléments doivent être appréhendés avec prudence, non comme des conclusions définitives, mais comme des contributions à un débat qui doit se poursuivre sur des bases documentées et académiques. Madame la rapporteure, je sais que vous êtes sensible à une telle démarche.

M. le président Emmanuel Mandon. Une question n'a cessé de sous-tendre nos travaux depuis quatre mois : celle de la répartition du financement de l'économie entre le secteur bancaire et les fonds d'investissement. Les banques nous indiquent que leur participation est bridée par les règles prudentielles qui leur sont imposées. Partagez-vous ce sentiment ?

M. Marc Ferracci. J'ai effectivement reçu ce témoignage de la part d'un certain nombre d'industriels et d'acteurs bancaires que j'ai eu l'occasion de rencontrer dans mes fonctions de ministre. J'ai aussi le souvenir que le président de la Fédération bancaire française, M. Slawomir Krupa, qui exerce également des

responsabilités au niveau européen, avait émis, il y a quelques mois, une critique des règles d'insolvabilité lors d'une interview au journal *Les Échos* (23 octobre 2024).

De fait, les règles sont plus contraignantes en Europe qu'aux États-Unis. Faut-il aller plus loin et modifier la réglementation ? Je ne m'engagerai pas sur ce sujet, n'étant pas un spécialiste de la réglementation bancaire.

M. le président Emmanuel Mandon. Estimez-vous que les fonds d'investissement, par la souplesse de leur fonctionnement, sont mieux adaptés que le secteur bancaire pour soutenir des investissements qui accroissent la compétitivité des entreprises ? Le caractère international de ces fonds ne risque-t-il pas de poser un problème de souveraineté économique, particulièrement dans les secteurs stratégiques ?

M. Marc Ferracci. Ce sujet est absolument central. Les différents gouvernements qui se sont succédé avant l'élection d'Emmanuel Macron à la présidence de la République ont également pris en compte, de manière croissante, cette problématique. Un chiffre que vous connaissez permet de l'illustrer : le nombre annuel des contrôles des investissements étrangers en France (IEF), qui était d'environ cent en 2014, s'élève aujourd'hui à quatre cents par an. Près de la moitié de ces contrôles donnent lieu soit à des réserves, soit à des interdictions.

Cette évolution peut traduire une prise en compte plus importante de la question de la souveraineté, mais elle peut aussi s'expliquer par une augmentation des opérations à contrôler, ce qui invite à la prudence dans l'analyse des valeurs absolues.

Néanmoins, la sensibilité à ces enjeux est indéniable. Le premier dossier dont j'ai eu connaissance en tant que ministre de l'industrie, celui de la vente du Doliprane par Opella à un fonds américain, illustre cette réalité. Cette sensibilité ne concerne pas uniquement les parlementaires : elle est largement partagée, car nous avons pris conscience de nos vulnérabilités dans de nombreux secteurs stratégiques (pharmacie, énergie, numérique, etc.).

Dans ce contexte, le contrôle des investissements étrangers par la procédure IEF constitue un outil essentiel. Il s'agit d'un instrument opérationnel, dont l'efficacité a été démontrée, même s'il peut continuer à évoluer. Mais il est efficace et il a permis de sécuriser un certain nombre d'opérations dans les dernières années.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. Monsieur le ministre, puisque c'est à ce titre que nous vous auditionnons, vous me permettrez d'abord d'aborder des cas concrets. Ils nous permettront de discuter plus globalement des LBO ou des fonds que nous appelons « prédateurs ».

Il ne s'agit pas de remettre en cause l'essence même des fonds d'investissement, mais de questionner les conditions dans lesquelles ils se sont fortement développés ces dernières années. En effet, un certain nombre d'acteurs, qu'il s'agisse de fonds de retournement ou de *family offices*, ont pu adopter des pratiques prédatrices. Les travaux menés dans le cadre de cette commission ont mis

en évidence l'existence de telles pratiques dans une proportion non négligeable de cas.

Aujourd'hui, il est estimé qu'entre 10 % et 15 % des entreprises sont concernées par des opérations relevant de ces logiques. Par ailleurs, l'argument selon lequel il s'agirait d'investissements de long terme mérite d'être nuancé : la durée moyenne de détention des actifs par ces fonds se situe généralement entre trois et cinq ans. À cela s'ajoute un objectif de rentabilité élevé, souvent compris entre 10 % et 15 %, qui influe nécessairement sur les stratégies mises en œuvre.

Un autre élément majeur réside dans le faible niveau de régulation dont ces acteurs bénéficient, notamment en comparaison avec le secteur bancaire. Le président de la Fédération bancaire française appelle ainsi à une plus forte régulation de ces fonds, qui sont nettement moins régulés que le secteur bancaire. Dans le cas des opérations de LBO, l'utilisation d'un endettement démesuré peut fragiliser les entreprises concernées. Des voix, issues notamment du monde académique, plaident pour l'instauration de mécanismes d'encadrement, tels que le plafonnement de certains ratios financiers.

Enfin, il convient de souligner le manque de données disponibles pour évaluer de manière précise les effets de ces opérations de LBO. Les travaux académiques existants, bien que limités, tendent à montrer que ces fonds de LBO, utilisant des leviers de dette excessifs, mettent en très grande difficulté un certain nombre d'entreprises. J'évoquerai des cas particuliers ultérieurement.

M. Marc Ferracci. Quelle définition donnez-vous de ce terme de « prédation » ? Je vous entends évoquer la question des taux de rentabilité. Un taux de rentabilité au-delà d'un certain seuil ou une certaine durée de détention suffisent-ils à qualifier une telle prédation ?

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'entends parfaitement que vous demandiez de délimiter l'objet de la commission d'enquête. Le champ d'analyse doit être large : il s'agit des fonds d'investissement, des fonds de retournement, des *family offices* et des sociétés de gestion d'actifs. Ensuite, il convient d'identifier ce que l'on entend par « activités prédatrices ». Une durée de détention courte ou la recherche d'un taux de rentabilité très élevé ne définissent pas, en elles-mêmes, une prédation, mais elles peuvent en favoriser les conditions.

L'activité de prédation consiste à entrer au capital d'une entreprise et à la placer dans une situation de fragilité accrue par rapport à son état initial. Cela concerne notamment des entreprises qui étaient auparavant en situation stable comme Colisée ou Cerba, mais aussi des entreprises déjà en difficulté, visées par certains fonds spécialisés. Dans ces derniers cas, les fonds vautours utilisent des techniques telles que la remontée de frais de conseil ou de gestion excessifs par des fonds comme Greybull ou Mutares ou la cession d'actifs qui peuvent aggraver la situation, ce qui appelle une analyse attentive de ces mécanismes et de leurs effets.

M. Marc Ferracci. S'agissant de la régulation, il est indispensable de bien distinguer deux enjeux. Il peut exister un besoin moindre de régulation s'agissant des critères de solvabilité bancaire, mais un besoin potentiellement plus important

concernant les fonds d'investissement, au regard des critères que vous avez évoqués. Ces critères méritent d'être discutés, mais je retiens surtout de votre approche que ce qui pose problème réside dans la captation d'actifs par certains fonds, au risque de mettre en difficulté la pérennité même de l'entreprise. Sur ce point, nous pouvons tous convenir qu'il s'agit effectivement d'un problème objectif.

S'agissant de la question de l'effet de levier, j'ai eu l'occasion d'échanger avec plusieurs acteurs et certains de mes prédécesseurs sur l'idée d'introduire un critère de régulation spécifique, une piste à laquelle j'avais d'ailleurs spontanément réfléchi. En m'y intéressant davantage, je constate toutefois qu'une telle approche soulèverait des questions complexes.

Elle renvoie notamment à l'hétérogénéité des entreprises et à la diversité de leurs structures financières : un niveau d'endettement élevé peut être soutenable pour une entreprise disposant de fortes perspectives de croissance et d'une capacité de remboursement solide, alors qu'il devient problématique pour une entreprise évoluant sur un marché mature, avec des marges plus contraintes. Dès lors, la difficulté consiste à concevoir une régulation qui tienne compte de ces spécificités.

L'expérience montre que l'introduction de critères uniques pour traiter de situations très diverses conduit rapidement à des dispositifs excessivement complexes, de véritables « usines à gaz ». Cela ne signifie pas qu'il faille renoncer à toute réflexion en la matière, mais qu'il convient d'aborder cette question avec prudence, en ayant pleinement conscience de la diversité des réalités.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je souhaite en premier lieu aborder le dossier Europlasma, que nous avons particulièrement étudié au sein de cette commission.

En 2025, vous aviez salué comme une « excellente nouvelle » la validation par le tribunal de commerce de Rennes de l'offre d'Europlasma sur la Fonderie de Bretagne. Or, comme vous le savez, Europlasma est aux mains d'un fonds véreux, Alpha Blue Ocean (ABO), qui utilise le mécanisme des obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa). Europlasma récupère un certain nombre d'industries essentielles, comme les Forges de Tarbes, qui produisent des obus corps creux, la Fonderie de Bretagne ou Valdunes.

Vous vous êtes rendu sur le site de la Fonderie de Bretagne avec le président-directeur général d'Europlasma. Pourtant, déjà à l'époque, Europlasma et Alpha Blue Ocean jouissaient d'une réputation assez sulfureuse. On savait qu'ils avaient escroqué un certain nombre de petits chefs d'entreprise et ruiné de petits actionnaires. Comment avez-vous pu vous féliciter ou soutenir la reprise, par un fonds véreux comme celui-ci, d'entreprises industrielles majeures comme la Fonderie de Bretagne ?

M. Marc Ferracci. Peut-être convient-il de remettre en perspective ce dossier, qui est effectivement l'un de ceux que j'ai eu à connaître – sans toutefois en avoir suivi l'intégralité depuis son origine, puisque la procédure était déjà engagée lorsque j'en ai eu la responsabilité.

Si je me suis réjoui de l'issue trouvée, c'est d'abord parce que je n'étais pas le seul à le faire. À mes côtés se trouvaient des élus locaux et des parlementaires, notamment notre collègue Jean-Michel Jacques, président de la commission de la défense, très impliqué sur ce dossier et qui a largement contribué à la recherche d'une solution industrielle.

Il y avait également les organisations syndicales, avec lesquelles j'ai échangé, comme je le fais systématiquement lors de mes déplacements sur site. Elles m'ont fait part à la fois de leurs espoirs et de leurs préoccupations quant à la pérennité de l'entreprise, car chacun sait qu'une reprise n'est jamais acquise d'avance.

Je me suis aussi réjoui parce que les alternatives étaient extrêmement limitées : sur ce dossier précis, Europlasma était le seul repreneur en lice.

Je me suis enfin réjoui parce que j'avais consacré, en tant que ministre, beaucoup de temps à tenter de trouver une solution avec l'ensemble des parties concernées – à savoir les élus locaux, bien sûr, mais aussi Renault, acteur central de ce dossier. La Fonderie de Bretagne était auparavant une filiale de Renault et ce dernier en est resté le client principal, représentant encore récemment 90 % à 95 % de ses débouchés. L'un des enjeux majeurs de cette reprise (et la raison pour laquelle elle a été particulièrement complexe) résidait dans la nécessité de convaincre Renault de demeurer client, tout en accompagnant progressivement la reconversion du site vers un nouveau projet industriel orienté vers la défense, plus précisément la production de corps d'obus.

Il a donc fallu trouver une voie de passage équilibrée. Les discussions n'ont pas uniquement concerné les services du ministère de l'industrie et Europlasma : Renault y a pris toute sa part et a validé la solution retenue. À l'époque où j'exerçais mes fonctions, aucune option pérenne n'existait dans laquelle Renault se serait retiré sans conséquences majeures.

Il me paraît important de rappeler ces éléments de contexte, car le débat tend parfois à réduire les difficultés industrielles au seul rôle des fonds d'investissement, alors que les enjeux sont beaucoup plus larges. Or les éléments de contexte sont, selon moi, nettement plus importants : la place de l'entreprise dans sa chaîne de valeur, la pertinence de son marché et la gestion de ses ressources humaines constituent autant de facteurs déterminants.

S'agissant de la Fonderie de Bretagne, l'État a décidé d'accompagner la reprise en abondant le « tour de table », à hauteur de 7 millions d'euros (M€), sous forme de prêt, en accordant une vigilance constante quant aux contreparties exigées, notamment la réalisation effective des investissements annoncés.

L'entreprise a, par la suite, rencontré des difficultés supplémentaires, aggravées par un incendie survenu en début d'année, entraînant un arrêt de la production. Cela n'a évidemment pas facilité la situation.

La doctrine de l'État a consisté à soutenir la seule solution alors possible, Europlasma étant l'unique repreneur. Il est légitime d'avoir des doutes et des réserves sur ce repreneur et ses pratiques, mais je rappelle que son projet consistait

à reprendre environ deux cent cinquante salariés sur deux cent quatre-vingt-dix, avec le soutien des élus locaux. Mais la question centrale demeure : quelle était l'alternative ? À l'instant où la décision a été prise, je n'en disposais pas.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Je comprends que la situation d'un ministre est délicate, lorsqu'il est confronté à un tel dossier.

En compagnie de mon collègue Éric Coquerel, président de la commission des finances, et de représentants syndicaux, notamment des Forges de Tarbes, j'ai rencontré le directeur adjoint de votre cabinet, le 12 mai 2025, moins de deux semaines après la validation par le tribunal de commerce de Rennes de la reprise de la Fonderie de Bretagne par Europlasma. A cette occasion, j'ai lancé une alerte, comme j'avais pu le faire précédemment, auprès du ministre des armées.

Je comprends la difficulté dans laquelle vous vous êtes trouvé. Néanmoins, on ne parle pas ici simplement d'un acteur « peu crédible », mais d'un acteur qui a ruiné des petits porteurs, car il pratique une stratégie de cavalerie budgétaire de réachat systématique de nouvelles entreprises avec la trésorerie de celles qu'il a achetées auparavant. Pourquoi n'avez-vous pas signalé vous-même, en tant que ministre, les malversations réellement commises par ABO et la direction d'Europlasma ?

M. Marc Ferracci. Je rappelle tout d'abord que même si l'État s'y est associé à travers des éléments de tour de table, la décision a été prise par le tribunal de commerce qui, lui-même, ne méconnaît pas l'identité et l'historique des repreneurs et leurs pratiques en matière de financement.

S'agissant de la régulation, il convient de distinguer clairement les champs d'intervention. La mobilisation d'Ocabsa, qui constitue la modalité de financement d'Europlasma et du fonds ABO, relève d'un cadre de régulation précis et il existe une autorité compétente pour encadrer ces pratiques, à savoir l'Autorité des marchés financiers (AMF). Tel n'étant pas le rôle du Gouvernement, il ne m'appartient pas de me substituer à une autorité indépendante sur ce sujet.

Vous avez évoqué la question des petits porteurs. La défense de ces petits porteurs constitue précisément l'un des critères d'intervention de l'Autorité des marchés financiers : autrement dit, le cadre juridique et institutionnel prévoit déjà des mécanismes de régulation adaptés à ce type de situation.

Cela ne signifie pas, pour autant, que ces pratiques ne posent pas de difficultés. La question des Ocabsa constitue effectivement un sujet et l'AMF elle-même l'a reconnu en prononçant des sanctions à l'encontre de certains acteurs, dont ABO. Cela démontre que, même si l'on pourrait souhaiter une régulation plus offensive, des instruments existent déjà pour intervenir. Il serait inexact d'affirmer que les pouvoirs publics seraient restés inactifs, dès lors que cela ne correspond pas à la réalité des outils et des institutions qui sont censés réguler ces pratiques.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). J'entends que l'AMF a sa fonction et qu'elle est une autorité indépendante. Néanmoins, notre rapporteure a considéré qu'il était possible, légitime et parfaitement légal de produire un signalement à

l'AMF. Or ce genre de signalement aurait probablement dû émaner de Bercy bien plus tôt sur ce dossier, au moins depuis 2021.

M. Marc Ferracci. Lorsque l'on est en train d'essayer de sauver une entreprise et de finaliser un tour de table dans lequel un acteur comme Europlasma joue un rôle central et déterminant, s'agit-il du bon moment pour effectuer un signalement auprès de l'Autorité des marchés financiers ? La question mérite d'être posée avec lucidité... L'auriez-vous fait, à ma place ? Une telle initiative, menée en plein cœur d'une négociation, aurait eu pour effet immédiat de fragiliser, voire de compromettre totalement, l'opération de reprise.

Je comprends bien que votre interrogation porte davantage sur l'action de Bercy et des ministres successifs. Il serait néanmoins inapproprié de juger ces décisions sans tenir compte de la complexité extrême de ces dossiers, dont les équilibres évoluent constamment. Il y a deux ans, lorsque j'ai repris le dossier, la priorité consistait à essayer de trouver un « point d'atterrissage » dans lequel Renault jouait un rôle plus éminent. Ensuite, les conditions ont changé et d'autres éléments sont intervenus dans la négociation.

Dès lors, il faut se poser la question de l'objectif poursuivi. Soit il s'agit de sauver une entreprise et, dans ce cas, de créer les conditions permettant cette sauvegarde ; soit l'on privilégie une logique de contestation de certaines pratiques, ce qui peut être légitime mais relève d'un autre calendrier. Le temps de la régulation n'est pas nécessairement celui de l'intervention, au plus fort des négociations sur un dossier.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). J'entends ce raisonnement. Néanmoins, lors du rendez-vous avec votre directeur adjoint de cabinet, la demande des syndicats concernant les Forges de Tarbes, qui n'étaient plus dans le temps de la reprise, portait sur la nomination d'un commissaire du Gouvernement pour le suivi.

Cette décision avait été prise en 2020 ou 2021, notamment par madame Florence Parly. J'ai compris que cela ne relevait peut-être pas de votre responsabilité directe, mais plutôt de celle du ministre des armées. Cependant, ce sujet a-t-il fait l'objet d'échanges avec votre collègue ? Pourquoi n'a-t-il jamais été envisagé de nommer à nouveau un commissaire du Gouvernement afin de s'assurer que le projet stratégique de montée en puissance de la filière Obus se traduise dans les faits ?

M. Marc Ferracci. Sur cet autre dossier, je tiens à préciser que je n'étais pas décisionnaire sur le projet de reprise lui-même. Comme vous le savez, les tribunaux prennent des décisions en matière de reprise d'entreprise. Le sujet que vous évoquez s'inscrit en réalité dans une problématique beaucoup plus large, celle du pilotage stratégique de la remontée en charge de notre industrie de défense.

L'enjeu est particulièrement sensible et complexe et il relève, au premier chef, de l'organisation des compétences entre ministères. Dans notre architecture institutionnelle, les industries de défense dépendent prioritairement du ministère des armées et, plus précisément, de la direction générale de l'armement (DGA).

Pour répondre très directement à votre question : je n'ai pas été saisi, à titre personnel, de l'hypothèse de la nomination d'un commissaire du Gouvernement et je n'ai pas eu d'échange avec mon homologue sur ce point précis.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Dois-je en déduire que les capacités en métallurgie, dès lors qu'elles intéressent la défense nationale, échappent à la compétence du ministère chargé de l'industrie ?

M. Marc Ferracci. Je n'ai certes pas dit qu'il n'existait aucun lien entre l'industrie de l'armement et l'industrie. En tant que ministre de l'industrie, j'étais ainsi chargé de ce qu'il est convenu d'appeler les « biens duaux », c'est-à-dire des biens aux finalités à la fois civile et militaire. C'est d'ailleurs ce qui explique l'implication de mes prédécesseurs, notamment M. Roland Lescure, dans certains dossiers, en raison des synergies existant entre ces secteurs.

Cependant, en l'occurrence, je n'ai pas été saisi de l'hypothèse que vous avez évoquée dans le cadre des discussions avec mon homologue. Cela ne signifie pas, pour autant, que nous ne suivions pas le dossier : vous en avez d'ailleurs discuté avec mon cabinet.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous avez souligné combien il est difficile de proposer (ou de trouver) une solution lorsque la crise est déjà là, lorsque l'entreprise est au bord du gouffre.

Le ministre des armées avait alors évoqué la possibilité de mandater l'ancien délégué général pour l'armement, M. Laurent Collet-Billon, afin de rédiger un rapport sur l'avenir de la filière munitionnaire. La presse s'en était fait l'écho et beaucoup ont pensé que ce rapport existait. Avez-vous eu vent de cette commande et de ses suites ?

M. Marc Ferracci. Non.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). De notre côté, nous avons appris, au cours de cette commission d'enquête, que ce rapport n'avait, en réalité, jamais vu le jour, faute de lettre de mission. Pourtant, pendant des mois, l'ensemble des acteurs ayant suivi le dossier Europlasma a cru à son existence.

Cela interroge sur les raisons pour lesquelles un besoin de cadrage stratégique a été exprimé, puis manifestement abandonné. Y a-t-il eu une véritable réflexion prospective entre le ministère des armées et le ministère de l'industrie sur l'avenir de cette filière et, le cas échéant, pourquoi n'a-t-elle pas été formalisée, y compris avec le haut-commissaire à la stratégie et au plan ?

M. Marc Ferracci. Je ne sais pas dans quelles conditions ces réflexions ont eu lieu concernant cette mission. Il faudrait poser cette question à l'ancien ministre des armées, désormais Premier ministre, et, plus généralement, à la DGA.

Ma mission ne portait pas sur les filières industrielles de défense, comme celle des munitions. Elle consistait à trouver d'éventuelles passerelles entre des acteurs économiques qui n'appartiennent pas à l'industrie de défense (par exemple, un équipementier automobile ou une fonderie) et les besoins de l'industrie de défense.

En revanche, un travail prospectif sur une filière figurant au cœur de l'industrie de défense et qui ne déborde pas sur les autres industries n'était pas de mon ressort.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Au titre de cette fonction où vous décrivez l'interface entre l'industrie civile et les besoins du monde de la défense, diriez-vous que la fermeture de grands sites de sidérurgie, comme ceux d'Arcelor, représente un risque pour l'industrie de défense ?

M. Marc Ferracci. J'ai consacré plus de temps à la sidérurgie, en particulier au dossier Arcelor, qu'à tout autre secteur d'activité, en raison même de son caractère structurant pour l'ensemble de l'économie productive. Il s'agit en effet d'une industrie située en amont, qui irrigue de nombreuses autres filières. Lorsque l'on observe la situation dans d'autres pays, notamment en Allemagne, on constate des fermetures massives de sites, comme en témoigne la suppression de onze mille emplois chez ThyssenKrupp.

En France, je considère que l'action conduite a permis d'éviter des évolutions comparables. Grâce aux politiques engagées en matière de décarbonation, à la maîtrise des coûts de l'énergie et au soutien global à l'industrie sidérurgique, y compris au niveau européen, des résultats significatifs ont été obtenus. À titre personnel, je me suis mobilisé pour obtenir des quotas sur les importations d'acier en provenance d'Asie.

Sans ces décisions, sans les investissements et les financements associés, des projets structurants comme celui du four électrique, annoncé récemment, sur le site d'Arcelor dans le Nord n'auraient pas vu le jour.

Certes des restructurations ont eu lieu et des emplois ont été supprimés (environ six cent postes répartis sur différents sites). Toutefois, les grands sites industriels n'ont pas connu les fermetures observées ailleurs.

Je pense que tout le monde peut reconnaître que notre action y est pour quelque chose. Il me semble honnête de considérer qu'il existe un lien entre les combats européens remportés, les investissements financés dans la décarbonation et la décision d'Arcelor de maintenir, voire renforcer, le site de Dunkerque.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Je ne disconviens pas de ce point. Ma question était néanmoins tout autre : les événements récents dans le domaine de la sidérurgie, dont la réduction de certaines capacités de production, représentent-ils un risque pour notre souveraineté dans le domaine de l'industrie de défense ?

M. Marc Ferracci. Pas à ma connaissance. Les acteurs civils et ceux du monde de la défense avec lesquels je discute n'ont pas manifesté d'inquiétude sur le volet de la production et la fourniture d'acier.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je souhaite recentrer la discussion sur l'objet de notre commission, à savoir les fonds dits « prédateurs ».

S'agissant d'Europlasma et de la reprise de la Fonderie de Bretagne, vous rappelez que les élus locaux, les représentants syndicaux et plusieurs parlementaires n'y étaient pas opposés. Toutefois, vous soulignez à juste titre que, en tant que

ministre de l'industrie doté de capacités d'investigation et de contrôle, vous pouviez disposer d'une vision plus approfondie de la situation.

Dans ce contexte, un audit de la situation financière d'Europlasma a-t-il été réalisé au moment de la reprise de la Fonderie de Bretagne, au printemps 2025 ? Par ailleurs, votre cabinet a-t-il été destinataire d'alertes concernant les pratiques ou les difficultés déjà observées dans d'autres sites, notamment aux Forges de Tarbes et à Valdunes ? Avez-vous entendu les alertes lancées par des représentants de salariés, notamment aux Forges de Tarbes, puisque les investissements promis ne se matérialisaient pas ?

M. Marc Ferracci. Europlasma était bien connu de mes services, de la direction générale des entreprises (DGE), de la mission interministérielle aux restructurations d'entreprises (Mire), du comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri) et, plus largement, de l'ensemble des administrations concernées. Les outils et les pratiques de financement mobilisés, notamment les Ocabsa, étaient identifiés, mais ils n'étaient pas illégaux. Les alternatives, pour leur part, étaient inexistantes.

Dès lors, je m'interroge sur les critères et les démarches d'investigation supplémentaires que j'aurais dû diligenter au-delà de ce que faisaient déjà mes services, qui échangeaient avec l'ensemble des acteurs et demandaient des comptes sur le projet d'investissement et ses conditions de financement. Dans le contexte de la négociation d'un tour de table, l'objectif consiste à convaincre les parties prenantes. Il existe un temps pour l'investigation, mais ce temps est celui de l'analyse à froid ; or, en l'espèce, il s'agissait d'une situation urgente.

Je m'en suis donc tenu aux informations déjà très riches remontées par mes services, qui n'étaient pas iréniques sur ce dossier mais qui confirmaient l'absence d'alternative crédible.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quels éléments vous permettaient-ils de dire que cette reprise constituait une excellente nouvelle ? Avec du recul, ne formulez-vous pas de regrets ?

M. Marc Ferracci. Madame la rapporteure, le site menaçait de fermer, emportant avec lui deux-cent quatre-vingt-dix emplois ; un repreneur, malgré les préventions existantes sur ses pratiques et son historique, a présenté un projet soutenu par les élus et les organisations syndicales, permettant de préserver deux cent cinquante emplois ; je m'en suis donc effectivement réjoui.

Je tiens cependant à préciser que je n'ai jamais considéré que la situation était définitivement réglée, je n'ai jamais affirmé que l'entreprise était sauvée de manière certaine. Par expérience, même avant mes fonctions ministérielles, je sais qu'un projet de reprise, en particulier lorsqu'il s'inscrit dans une logique de reconversion, comporte toujours une part de risque importante.

Aujourd'hui, ces risques se matérialisent et les difficultés rencontrées le confirment. Je pense néanmoins que la Fonderie de Bretagne a un avenir et j'espère qu'il se concrétisera, au-delà des difficultés du moment.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'entends bien que, sur les dossiers tels que Greybull pour NovAsco ou Alpha Blue Ocean pour la Fonderie de Bretagne, la réponse que vous apportez est celle de l'absence d'alternative crédible. Il s'agit pourtant de fonds prédateurs, dont nous connaissons les pratiques.

La question qui se pose est donc la suivante : peut-on se satisfaire durablement d'une telle configuration ? Est-il acceptable que, face à des entreprises au bord de l'effondrement, seules demeurent des offres issues d'acteurs dont les méthodes suscitent des réserves majeures ? Cela révèle, de manière plus large, une difficulté structurelle dans notre dispositif de financement et d'accompagnement des entreprises en difficulté.

Dans ce contexte, il devient légitime de s'interroger sur le rôle que pourrait jouer un acteur public, en particulier la banque publique d'investissement. Ne devrait-elle pas intervenir davantage dans ce type de situation, afin d'offrir des alternatives crédibles et d'éviter que des entreprises stratégiques ne se retrouvent dépendantes de solutions contestées ?

Mais peut-on se satisfaire que les seules solutions pour la Fonderie de Bretagne et NovAsco soient, respectivement, ABO ou Greybull ? N'y a-t-il pas là un immense problème ? Ne croyez-vous pas que ce type de dossier devrait être traité par une banque publique, BPIFrance en l'occurrence ?

M. Marc Ferracci. Je suis d'accord avec vous sur le constat : l'absence d'alternative est évidemment regrettable, alors que nous savons bien qui sont ces acteurs. Parfois, les projets de reprise fonctionnent ; parfois, ils échouent. Par conséquent, notre responsabilité collective consiste à réfléchir à des alternatives.

Ces alternatives doivent-elles être systématiquement publiques ? Je ne le pense pas. Cela ne signifie nullement que BPIFrance n'a pas vocation à intervenir et elle le fait, d'ailleurs, dans un certain nombre de dossiers.

Mais la question demeure : le financement des entreprises en phase de rebond doit-il relever principalement de financements publics ? J'ai tendance à penser qu'une telle perspective poserait problème, y compris d'un point de vue philosophique, pour celles et ceux qui défendent l'intervention publique. Considérer que l'État doit intervenir prioritairement sur les entreprises en difficulté revient à accepter que ces entreprises, par définition, portent les risques les plus élevés, avec des pertes possibles et parfois des faillites. Réserver les entreprises qui se portent bien aux acteurs privés et confier celles qui vont mal aux acteurs publics ne me semble pas constituer une gestion satisfaisante des deniers publics.

On évoquait naguère le concept de « capitalisme d'État », une notion forgée par certains intellectuels du Parti communiste à la fin des années soixante-dix. Elle se résumait à une formule : « le capitalisme privatise les bénéfices et nationalise les pertes ». Essayons d'adopter une approche différente : permettre aux acteurs privés d'intervenir dans ces dossiers et d'assumer les risques inhérents aux reprises, tout en régulant leurs pratiques.

Sur ce point, je vous rejoins : il faut faire émerger des acteurs responsables... mais aussi proposer des possibilités de financement qui ne soient

pas uniquement publiques, même si BPIFrance peut jouer son rôle. Cela suppose aussi d'élargir notre réflexion à des questions plus structurelles concernant l'intégration européenne des marchés de capitaux, la place des retraites par capitalisation et celle des fonds de pension. Dans d'autres pays, ces outils contribuent largement au financement des investissements industriels. Ce débat doit être mené de manière sereine et fondée sur des faits, sans considérer, par principe, que l'État doit systématiquement intervenir.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vos propos sont intéressants, car ils témoignent d'une vision plus ouverte que celle exprimée, par exemple, lors de l'audition du directeur général de BPIFrance.

Vous dites que BPIFrance ne doit pas se concentrer exclusivement sur les entreprises en difficulté, tout en reconnaissant que certaines d'entre elles peuvent être viables et mériter un accompagnement. Cela soulève cependant une difficulté majeure. BPIFrance déploie environ 5 Md€ d'investissements en fonds propres chaque année, mais, sur une période de dix-sept ans, seulement 230 M€ ont été consacrés à des entreprises en difficulté. Cela signifie qu'en pratique, elle n'intervient quasiment pas sur ce segment.

Dès lors, une question se pose : considère-t-on implicitement que toute entreprise en difficulté est un « canard boiteux » ne justifiant pas d'investissements ? Par ailleurs, vous évoquez le recours à des solutions privées, notamment par le biais de fonds de pension. Ce débat mérite d'être mené, mais il ne doit pas occulter l'existence d'une épargne nationale importante, notamment au sein de la Caisse des dépôts et consignations, ainsi que le rôle potentiel de BPIFrance, qui dispose de fonds propres. La constitution d'un pôle public bancaire capable d'intervenir en capital ou en prêt constitue une piste.

Or, aujourd'hui, ces outils restent insuffisamment mobilisés, ce qui conduit à laisser disparaître des entreprises qui auraient pu être redressées. Aujourd'hui, des pans entiers de notre industrie, comme la sidérurgie ou la chimie, s'effondrent. Que fait-on de cela ?

M. Marc Ferracci. Il est erroné de dire que l'acier est en train de s'effondrer : venez visiter le site d'Arcelor à Dunkerque et vous constaterez que ce n'est pas la réalité. Il ne faut pas diffuser l'idée que tout s'effondre, car cela ne correspond pas aux faits.

Ne me faites pas dire ce que je n'ai pas dit sur BPIFrance. Mon propos est clair : l'argent public n'a pas vocation à financer systématiquement les entreprises en difficulté et, sur ce point, je suis persuadé d'être aligné avec la doctrine d'investissement de cette institution.

S'agissant enfin de l'investissement privé, l'allocation du capital n'est pas déterminée par le véhicule financier ou l'existence d'un pôle public d'investissement. À ce sujet, j'observe que vous êtes favorable à un transfert des ressources de la Caisse des dépôts (c'est-à-dire le livret A) qui financent aujourd'hui le logement social vers le financement de l'industrie. Cela mérite débat.

En réalité, l'allocation de l'épargne privée est guidée par les perspectives de rendement. Les investisseurs se fondent sur la compétitivité, le coût du travail, l'environnement réglementaire et le positionnement de marché. Lorsque les perspectives d'une entreprise sont bonnes, ils investissent ou prêtent. Rien n'a changé depuis Marx sur ce plan.

Je souhaite que le débat public s'écarte des solutions toutes faites, consistant à dire qu'il n'y a qu'à prendre l'argent là où il est, dans les « poches » de BPIFrance, celles de la Caisse des dépôts et je-ne-sais-où. Le cœur du problème n'est pas là : il concerne la rentabilité des investissements et les réformes structurelles, pour renforcer la compétitivité de nos entreprises et leur capacité à grandir.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Il s'agit d'un débat de fond. En l'occurrence, l'allocation du capital doit-elle se faire en fonction du rendement ou en fonction des besoins ? Il y a là un profond désaccord politique entre nous. Cependant, je note une différence de tonalité entre vos propos et ceux du directeur de BPIFrance : vous dites que BPIFrance n'a pas « systématiquement » à soutenir les entreprises en difficulté, alors que, pour sa part, il indique que BPIFrance n'a « jamais » à soutenir les entreprises en difficulté ; il s'agit là d'une grande différence, si je peux me permettre.

M. Marc Ferracci. Vous avez vous-même fourni des chiffres qui disent le contraire. BPIFrance soutient de manière très marginale, mais elle le fait, ce qui est tout à fait compatible avec mes propos.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Encore une fois, BPIFrance investit environ 5 Md€ en fonds propres chaque année, mais, sur une période de dix-sept ans, seulement 230 M€, une somme ridicule, ont été consacrés à des entreprises en difficulté. Selon son directeur, la vocation de BPIFrance n'est pas d'aider des entreprises en difficulté, quelles qu'elles soient.

M. Marc Ferracci. Dans la mesure où notre audition fera l'objet d'un compte rendu, il me semble essentiel de ne laisser planer aucune ambiguïté.

J'ai rappelé que l'approche consistant à privatiser les bénéfiques et à nationaliser les pertes ne constitue pas une bonne orientation. Je m'inscris pleinement dans cette analyse : je considère qu'un acteur public a vocation à faire fructifier l'argent qu'il gère.

Cela répond à un objectif économique et social, car les entreprises en bonne santé (ou présentant un fort potentiel de croissance) sont à l'origine de nombreuses créations d'emplois. Plusieurs travaux académiques, comme ceux de MM. Philippe Aghion et Antonin Bergeaud le démontrent : les entreprises jeunes et en expansion contribuent davantage à la dynamique de l'emploi que les entreprises plus matures.

La doctrine d'investissement consistant à soutenir prioritairement ces acteurs ne relève donc pas uniquement d'une logique financière, elle participe également à l'intérêt général en renforçant la création d'emplois et la vitalité économique de notre pays. Une doctrine orientée sur un ciblage de ces acteurs-là n'est pas simplement une doctrine d'investissement pour faire fructifier le capital de BPIFrance : elle fait du bien à la nation.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous parliez de « socialisation des pertes ». Une commission d'enquête parlementaire a chiffré à 211 Md€ les aides publiques dont on ne sait plus vraiment quels sont leurs objectifs, ni leurs cibles. Nous nous interrogeons sur un certain nombre d'aides sans conditions, ni contreparties, de même que sur certaines privatisations d'entreprises extrêmement rentables pour l'État, comme La Française des jeux.

S'agissant de NovAsco, vous étiez en charge des dossiers industriels entre septembre 2024 et octobre 2025, période durant laquelle l'État a soutenu la reprise d'Ascometal par le fonds Greybull, acteur déjà connu pour avoir coulé plusieurs entreprises au Royaume-Uni (dont Monarch Airlines et British Steel). Vous rappelez qu'un soutien public de 85 M€ a été engagé, mais les conditions de cet investissement doivent être questionnées à la lumière de la faillite ultérieure de l'entreprise.

Comment une telle dégradation a-t-elle pu intervenir ? Existait-il des alternatives à ce choix, compte tenu du profil du repreneur et de son historique ? Cette interrogation sur les critères d'intervention publique et sur l'évaluation des risques mérite effectivement un éclaircissement approfondi.

Comment avez-vous pu laisser se dégrader à ce point-là la situation de NovAsco ? N'y avait-il pas moyen d'agir autrement ? Était-on obligé d'en arriver là, avec ce fonds, alors que tout le monde savait quelle serait l'issue, compte tenu des précédents ?

M. Marc Ferracci. Je souhaite, au préalable, réagir sur la question des 211 Md€ d'aides publiques aux entreprises. J'ai été nommé membre d'un groupe de réflexion, aux côtés notamment de MM. Éric Coquerel et Fabien Gay, chargé de travailler sur la définition du périmètre des aides aux entreprises. À cette occasion, j'ai eu l'opportunité d'exprimer clairement ma position : ce chiffre de 211 Md€ n'a aucun sens économique ni budgétaire. Intégrer des taux réduits de TVA dans le calcul des aides aux entreprises relève d'une confusion méthodologique et je l'ai d'ailleurs dit directement au sénateur Fabien Gay. Cessons de jeter en pâture un chiffre dépourvu tout sens économique et budgétaire...

J'en viens maintenant au dossier NovAsco et au fonds Greybull. La décision de reprise et, en particulier, la décision relative à la subvention de 85 M€ n'ont pas été prises sous mon ministère. En revanche, j'ai suivi ce dossier de très près. J'ai été alerté sur les difficultés et en particulier sur le fait que les apports de Greybull, tels qu'ils étaient prévus dans le tour de table initial et conditionnaient le versement de fonds publics, ne se réalisaient pas conformément aux engagements pris.

Face à cette situation, j'ai demandé à mes services d'expertiser la possibilité d'une action juridique au civil. Cette expertise est arrivée après mon départ du ministère, mais mon successeur s'en est saisi et je m'en félicite. Une action a ainsi été engagée, début janvier, sur la base du non-respect des engagements de Greybull ; elle démontre la continuité de l'action de l'État et un suivi réel du dossier par les administrations concernées.

Vous me demandez ensuite s'il était possible de faire autrement. Avant NovAsco, il faut rappeler l'épisode Ascometal. Comme je l'ai déjà dit, s'il existe des victimes visibles – j'ai évidemment une pensée pour les salariés de NovAsco et leurs familles, – il existe aussi des victimes moins visibles – c'est-à-dire lorsque des investissements ne se réalisent pas et que des opportunités industrielles sont manquées. Dans le cas d'Ascometal, il y a eu une issue douloureuse avec NovAsco, mais aussi une réussite, celle de Marcegaglia, qui a repris le site de Fos et y engagé un projet industriel ambitieux (un laminoir de huit cent mètres entièrement décarboné) et créateur d'emplois.

Cet exemple illustre une réalité : certains combats sont perdus, d'autres sont gagnés. Je n'ai jamais prétendu pouvoir gagner tous les combats, j'ai simplement pris l'engagement de me battre sur chaque dossier. Y avait-il moyen de faire autrement sur le dossier NovAsco ? Mais, encore une fois, quelles étaient les alternatives ?

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous repose la question très précisément : une somme de 85 M€ a été débloquée, alors même que Greybull ne respectait pas ses engagements. Comment se fait-il qu'aucune vérification ni aucun processus de sanction automatique n'aient été entrepris ? Je ne le comprends pas.

M. Marc Ferracci. Ces 85 M€ étaient nécessaires au fonctionnement de l'entreprise et ils ont été dépensés, en l'état de mes informations à l'époque, pour l'entreprise et dans l'entreprise. Au moment où j'étais aux responsabilités, aucun signal n'indiquait des remontées de fonds vers une holding ou un acteur financier, au détriment de l'entreprise elle-même.

La question centrale porte donc sur le respect du calendrier des investissements par NovAsco. Ce calendrier n'a pas été respecté. Fallait-il, pour autant, renoncer à engager les 85 M€ ? L'alternative était alors une dégradation irréversible de la situation de l'entreprise.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Puisque vous évoquez la question des remontées vers des holdings, je souhaite aborder le cas de Mutares, ce fonds de retournement qui a repris un certain nombre d'entreprises telles que Pixmania, Artmadis, GrosBill, Eupec, BSL, La Meusienne, Trefilunion, Valti, TeamTex, puis Lapeyre. Il s'agit là d'un « *serial killer* » d'entreprises, notoirement connu.

Mutares pratique notamment la remontée de frais de gestion, celle de frais de conseil exorbitants ou encore la cession d'actifs. Le patron de Mutares France nous a dit ceci, devant la commission d'enquête : « *Par ailleurs, nous avons rencontré une fois le directeur de cabinet adjoint du ministre de l'industrie, M. Ferracci, en octobre 2024. Il s'agissait de faire le tour complet des participations que nous avons acquises* ». Pourquoi le directeur adjoint de votre cabinet a-t-il souhaité rencontrer monsieur Calisti ? Quelle a été la teneur de ces discussions ? Finalement, jugez-vous normal qu'on laisse faire ainsi en toute impunité de tels acteurs de la finance ? Que faudrait-il faire ?

M. Marc Ferracci. Il est évident que, dans les situations que vous évoquez, nous sommes confrontés à des logiques de captation des ressources de l'entreprise,

susceptibles d'assombrir ses perspectives et d'entraîner des conséquences lourdes sur l'emploi. Ceci est, par nature, inacceptable.

Un certain nombre d'acteurs sont maintenant bien identifiés, tels Europlasma ou Mutares, dont j'ai été instruit assez tôt dans mes fonctions de certaines de leurs pratiques. La plupart des dossiers sur lesquels ces fonds se positionnent sont des dossiers de procédure collective. Pour celles-ci, le garde-fou est représenté par le tribunal de commerce, qui constitue le premier filtre. La question de l'appréciation par l'État, le Gouvernement, le ministre éventuellement, de la qualité d'un fonds ne se pose que si l'État est acteur d'un tour de table, comme dans le dossier de la Fonderie de Bretagne.

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.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je vous remercie, monsieur le ministre, pour l'intérêt que vous portez à cette commission d'enquête. Il est vrai que nous avons laissé prospérer un fonds de retournement comme Mutares, mais aussi d'autres fonds vautours, qui ont repris successivement des entreprises en grande difficulté.

Sur le dossier Mutares, un problème majeur demeure. Aujourd'hui, Lapeyre et ses mille cinq cent salariés sont menacés, sans compter les milliers d'emplois déjà supprimés du fait des reprises précédentes. À chaque étape, chacun se défausse de sa responsabilité : le président du tribunal de commerce, le mandataire judiciaire, les dirigeants industriels, Bercy... Pour votre part, vous évoquez le rôle de la justice commerciale. Or cette chaîne de déresponsabilisation ne peut plus durer. Il faut agir et s'interroger sur le rôle du législateur et du Gouvernement face à ces situations.

M. Marc Ferracci. Permettez-moi de partager un retour d'expérience. Sur ce type de dossiers, la pression politique locale, parfois relayée à l'échelle nationale lorsque les situations sont médiatisées, crée une forme d'obligation morale d'explorer toutes les solutions possibles, même lorsque celles-ci présentent des défauts et feront peut-être surgir des difficultés ultérieures.

Une question de fond se pose alors : pourquoi certains dossiers ne voient-ils intervenir que des acteurs suscitant des réserves ? Une première explication réside dans l'absence d'alternatives crédibles, révélant un marché du *private equity* insuffisamment développé. Une seconde tient au choix délibéré de ne pas abandonner des entreprises à leur sort, même lorsque les solutions disponibles sont imparfaites.

Les difficultés relevées conduisent à s'interroger sur des évolutions plus structurelles, notamment quant au droit des procédures collectives ou au renforcement de l'accompagnement et de la protection des salariés, qui doivent rester au cœur des préoccupations. Aujourd'hui, la question de l'anticipation et du

dialogue social est essentielle. Se pose également l'enjeu du rebond individuel, lorsque les salariés (et leurs familles avec eux) sont confrontés au drame du licenciement.

Je n'apporte pas de réponses, je souligne simplement que le cœur du sujet ne concerne pas uniquement des fonds aux pratiques non vertueuses.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Les représentants de salariés auditionnés nous ont parfois indiqué qu'ils auraient préféré ne pas avoir été repris par Mutares. Ils expliquent qu'un plan social en bonne et due forme, accompagné d'indemnités de licenciement, aurait été préférable et, de surcroît, représenté un coût moindre pour le contribuable. À l'usine Bosch de Mondeville, par exemple, les salariés se sont mobilisés pour éviter une reprise par Mutares et ils ont préféré opter pour un plan de licenciement.

Cette position s'explique par la réputation de ces fonds de retournement, qui bénéficient par ailleurs des mécanismes publics. Certains grands groupes, tels que Saint-Gobain, sont également accusés de recourir à ces fonds, afin d'éviter des plans sociaux visibles et de préserver leur image.

Vous parliez de la nécessité de disposer en France d'outils et de véhicules financiers permettant de faire du retournement ou du financement, y compris sur les entreprises en difficulté. Considérez-vous que BPIFrance, depuis 2013, a véritablement rempli sa mission dans la construction de fonds de retournement français solides et crédibles ?

M. Marc Ferracci. Il m'est difficile, à ce stade, de répondre de manière précise et documentée à votre question. Je me propose donc de vous apporter une réponse écrite ultérieurement, avec la rigueur nécessaire.

Ceci étant dit, votre propos rejoint, de manière plus explicite, ce que j'ai évoqué précédemment. Il peut arriver que la reprise ne constitue pas la meilleure solution pour une entreprise en difficulté. Dans certains cas, il peut être préférable d'accompagner les salariés dans des conditions dignes, en anticipant les difficultés et en mettant en place des dispositifs de formation permettant leur reconversion.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour ces réponses, qui nous ont éclairés et alimentent la réflexion de notre commission d'enquête. Je vous propose de compléter nos échanges, le cas échéant, en répondant par écrit aux questions posées par notre rapporteure et en envoyant au secrétariat les documents que vous jugerez utiles à la commission d'enquête.

*

* *

43. Audition conjointe de la direction générale du Trésor, de la direction générale des entreprises et de l'Agence des participations de l'État (6 mai 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. À la demande de notre rapporteure, nous auditionnons aujourd'hui, à nouveau, plusieurs administrations financières et je souhaite donc la bienvenue, en notre nom à tous :

– au titre de la direction générale du Trésor (DG Trésor), à Mme Claire Cheremetinski, directrice générale adjointe, Mme Oumnia Alaoui, secrétaire générale adjointe du comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri), et M. Grégoire Seguin, adjoint au chef du bureau « Épargne et marchés financiers » au service du financement de l'économie ;

– au titre de la direction générale des entreprises (DG Entreprises), à M. Thomas Courbe, directeur général, M. Gustave Gauquelin, chef du service de l'information stratégique et de la sécurité économique (Sisse), et M. Gaëtan Rudant, délégué interministériel aux restructurations d'entreprises ;

– au titre de l'Agence des participations de l'État (APE), à M. Alexis Zajdenweber, commissaire aux participations de l'État, M. Pierre Jeannin, directeur des participations et M. Estéban Piard, adjoint au chef de cabinet.

Il a été convenu qu'il n'y aurait pas d'intervention liminaire et que les échanges pourraient s'engager directement sur les différents dossiers sur lesquels notre rapporteure souhaite obtenir des éclaircissements.

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

(Mmes Claire Cheremetinski et Oumnia Alaoui et MM. Grégoire Seguin, Thomas Courbe, Gustave Gauquelin, Gaëtan Rudant, Alexis Zajdenweber, Pierre Jeannin et Estéban Piard prêtent serment.)

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. Alors que nous achevons notre cycle d'auditions après avoir entendu des dirigeants de fonds, des industriels et des membres du Gouvernement, leurs réponses (ou leurs silences) nous interrogent fortement sur l'échec de la puissance publique à protéger nos entreprises stratégiques face à une finance prédatrice. L'économie semble subir l'emprise croissante d'acteurs financiers incontrôlables, face auxquels les pouvoirs publics oscillent entre indifférence et impuissance. Je me demande même si Bercy n'encourage pas ces pratiques et c'est pourquoi j'ai souhaité vous entendre à nouveau.

Ma première question concerne la banque publique d'investissement (BPIFrance), sur laquelle nous poursuivons nos investigations.

Jugez-vous normal que nous ne disposions d'aucune liste publique et exhaustive de ses participations, qu'elles soient directes ou par le biais de son activité « fonds de fonds » ? Je précise que même des structures privées publient fréquemment l'intégralité de leurs engagements.

M. Alexis Zajdenweber, commissaire aux participations de l'État. Il est habituel que les fonds ne publient pas la liste de leurs investisseurs, car ce sont des données qui sont, en général, sensibles et confidentielles. Il n'existe donc effectivement pas de liste publique des investissements que BPIFrance a pu réaliser dans les fonds. Cela étant dit, je crois que vous réauditionnez très bientôt M. Nicolas Dufourcq et que des réponses vous seront communiquées à cette occasion, notamment une série d'informations complètes sur les sociétés de gestion, les fonds et, à travers eux, les sociétés dans lesquelles BPIFrance a investi.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'obtiendrai effectivement ces informations, mais de façon confidentielle. Ma question demeure : pourquoi cette liste n'est-elle pas publique ? En l'état, nous ignorons quels fonds et quelles entreprises BPIFrance soutient, alors que ces données sont usuellement diffusées, même par des acteurs privés. S'agissant d'une institution publique, cette opacité suscite une vive interrogation sur laquelle j'aimerais connaître la position de Bercy.

M. Alexis Zajdenweber. Les investissements que BPIFrance réalise en direct me semblent très largement connus. Nous parlons ici de l'activité de « fonds de fonds », pour laquelle vous allez recevoir de la part de BPIFrance une information exhaustive.

Je le répète : un fonds est libre de communiquer sur les investissements qu'il réalise, mais la liste de ses propres investisseurs est, en général, une information non publique. C'est le cas pour les investissements que BPIFrance réalise en fonds de fonds, potentiellement aux côtés d'autres investisseurs dans ces mêmes fonds.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je n'ai pas obtenu votre point de vue, alors que BPIFrance ne publie que l'identité de ses principaux investissements, omettant la liste exhaustive des entreprises et des fonds financés en direct.

Abordons maintenant le dossier Atos, sur lequel nos investigations depuis l'audition à huis clos ont apporté des éléments nouveaux. Première entreprise stratégique du numérique en France avec soixante-et-un mille salariés, Atos est indispensable à notre souveraineté. Je considère pourtant cette situation comme un fiasco industriel, opinion largement partagée. Pouvez-vous nous préciser si la stratégie d'Atos est aujourd'hui librement décidée par son management ou contrainte par ses créanciers-actionnaires ? Cette question me semble primordiale pour le ministère de l'économie, compte tenu des activités hautement sensibles du groupe.

M. Thomas Courbe, directeur général des entreprises. Hormis les activités sensibles reprises par l'État, le management d'Atos a rendu publique, l'an dernier, une stratégie qui positionne l'entreprise sur les marchés les plus porteurs.

Elle mise notamment sur l'intelligence artificielle, à l'instar de ses concurrents, et sur le *cloud* hybride managé. Cette évolution répond mieux aux besoins des clients que l'infogérance traditionnelle en combinant *cloud* privé, *cloud* public et infrastructures managées. Sans qualifier ces choix, ces deux axes majeurs me semblent cohérents avec les perspectives de marché d'une entreprise de services numériques comme Atos.

M. Alexis Zajdenweber. Je peux compléter ce propos selon ma perspective, limitée aux activités jugées stratégiques par l'État.

Lors du processus ayant abouti à l'acquisition de Bull, nous n'avons perçu aucune pression ou position dictée par les créanciers devenus actionnaires. Nos seuls interlocuteurs étaient les membres du management, notamment M. Philippe Salle, qui a toujours agi selon sa propre vision pour le groupe. Les créanciers nous ont d'ailleurs expliqué souhaiter une implication minimale afin de conserver leur liberté de mouvement, notamment pour revendre ultérieurement les titres obtenus par la transformation de leurs créances.

Comme indiqué lors de notre précédente audition, nous demeurons très vigilants quant aux activités sensibles restant au sein du groupe. À ce jour, nous n'y constatons aucune intervention des créanciers-actionnaires et n'éprouvons aucune inquiétude à ce sujet. Si de telles ingérences devaient apparaître, nous aurions toute latitude pour agir, mais ce n'est pas le cas aujourd'hui.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Comme je l'avais indiqué lors de l'audition à huis clos, des représentants de salariés affirment que certaines décisions industrielles ont été dictées par les créanciers devenus actionnaires.

Rappelons que fin 2024, après plusieurs années de fiasco industriel, Atos a bénéficié d'un plan de sauvegarde permettant à ses créanciers, essentiellement des fonds spéculatifs étrangers, d'en prendre le contrôle. Depuis, malgré la cession d'une partie des activités, le groupe conserve des pôles sensibles. Or les représentants du personnel rapportent que des actionnaires issus de la restructuration ont fait pression pour modifier des décisions stratégiques en leur faveur, en s'appuyant sur les dispositions du plan de sauvegarde.

M. Alexis Zajdenweber. Votre précédente interrogation portait spécifiquement sur le positionnement de certains actifs, point sur lequel je vais répondre. Pour le reste, si vous disposez d'éléments plus précis, nous serons ravis de les examiner, mais je maintiens que nous n'avons eu connaissance d'aucune intervention de cette nature.

Au sein du groupe Atos, la société Bull SA regroupe la quasi-totalité des actifs sensibles, dont la société Avantix que vous citez. 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. Le fait que ces activités soient ainsi centralisées assure la pleine couverture de ces dispositifs de protection.

Cette nouvelle organisation ne résulte pas de prescriptions spécifiques de la direction générale de l'armement (DGA), mais d'une nécessité factuelle de réorganisation consécutive à la transaction intervenue avec l'État sur la partie

redevue Bull. Elle ne traduit aucun blocage de la part d'Atos et, à notre connaissance, les créanciers n'ont pas pris part aux discussions sur la structure du groupe liée aux actifs sensibles.

Sollicitée à la suite de notre précédente audition, la DGA nous a confirmé être parfaitement informée de ces modalités d'organisation et n'avoir aucune raison de critiquer les choix effectués par Atos.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'essaie de clarifier la situation, car nous recueillons, au fil des auditions, des propos contradictoires.

Si les supercalculateurs de Bull ont été repris par l'État et les commandes des centrales nucléaires de Worldgrid cédées à Alten, il subsiste des activités hautement sensibles. Nous parlons notamment de ce qui régit les commandes du Rafale, du programme Scorpion de l'armée ou du service de renseignement Artemis. Toutes ces activités liées aux systèmes de missions critiques (*Mission-Critical Systems*, MCS), ainsi que la cybersécurité et les services numériques régissant le quotidien des Français (carte Vitale, passeports, sites gouvernementaux, etc.) demeurent dans le périmètre du groupe. Ma question porte spécifiquement sur les activités militaires les plus sensibles : la DGA a-t-elle demandé, oui ou non, qu'elles soient rassemblées au sein d'une composante unique, en l'occurrence la société Avantix ?

M. Alexis Zajdenweber. Afin de vous répondre précisément, un certain nombre de distinctions s'imposent.

Le périmètre des activités jugées sensibles par l'État ne recouvre pas l'intégralité de votre énumération. En audition publique, vous comprendrez que je ne puisse détailler ni confirmer, ligne à ligne, le contenu exact des activités couvertes par la convention de sécurité et par l'action de préférence. Je rappellerai toutefois que ce périmètre stratégique englobe essentiellement les MCS et une part restreinte de la division Cybersécurité. Les activités de cette dernière sont vastes et incluent des services qui n'ont pas été jugés stratégiques, d'autres prestataires français pouvant les assurer ; seule une fraction des activités de la branche *Cyber Products* a été classée « sensible », sans que je puisse ici entrer dans le détail.

Ne siégeant pas à la DGA, je ne saurais répondre au nom du délégué général, mais nos échanges avec ses services confirment que l'organisation actuelle ne pose aucune difficulté et ne résulte d'aucun blocage qui aurait entravé une demande de leur part, concernant la structuration du périmètre couvert par l'action de préférence.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous me confirmez donc qu'il n'y a pas eu de demande de la DGA pour rassembler ces activités dans une même composante afin de les protéger ?

M. Alexis Zajdenweber. L'essentiel de ces activités est aujourd'hui regroupé au sein d'Avantix. Interrogée sur ce point, la DGA nous a indiqué que cette organisation ne lui posait aucun problème. Je ne saurais être plus précis et, concernant les demandes spécifiques qui ont pu être formulées par ses services, je ne peux que vous renvoyer vers la DGA elle-même.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous m'indiquez donc que l'essentiel est dans cette composante Avantix, mais pas entièrement. Est-ce bien cela ?

M. Alexis Zajdenweber. L'essentiel est effectivement regroupé dans Avantix, mais ce n'est pas le périmètre pertinent. Les cadres de référence sont, d'une part, la convention de sécurité, dont le champ peut dépasser Bull SA et, d'autre part, l'action de préférence, qui s'applique à tout ce que détient Bull SA. Cela inclut Avantix, mais peut englober d'autres actifs.

Je dirais donc que se focaliser sur Avantix n'est pas pertinent au regard des dispositifs de protection des intérêts sensibles que constituent l'action de préférence et la convention de sécurité.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Comment expliquez-vous que l'État ait nationalisé les activités sensibles tout en laissant le reste du groupe sous la contrainte financière de créanciers étrangers ? Certes, des activités sensibles restantes sont protégées par des actions de préférence, mais la cession du nucléaire à Alten et des supercalculateurs à l'État ne remet-elle pas en cause la cohésion et la puissance de la première multinationale française du numérique ?

Atos formait un ensemble puissant capable, potentiellement, de rivaliser avec les Gafam et, au lieu de protéger ce géant dans son intégralité, nous assistons à son dépeçage progressif. Ne pensez-vous pas que cette fragmentation affaiblit durablement la possibilité, pour la France, de disposer d'un champion numérique d'envergure, réellement apte à concurrencer les multinationales américaines ?

M. Alexis Zajdenweber. Je ne considère aucunement que l'APE ait participé à un dépeçage. L'État est intervenu pour défendre l'intérêt national et notre souveraineté sur des actifs stratégiques, tout en veillant à la proportionnalité des fonds publics engagés et à la situation spécifique du groupe Atos.

Comme je l'ai déjà indiqué, l'analyse des synergies entre les entités cédées ou rachetées a clairement démontré l'absence d'adhérence avec le reste du groupe. Séparer ces activités ne présentait donc aucun risque pour leur viabilité ni de dommage pour Atos ou Bull. Nous avons d'ailleurs conduit cette réflexion avec une vigilance particulière, afin de nous assurer que le périmètre racheté possédait sa propre viabilité économique. Les dirigeants d'Atos partageaient cette préoccupation et je demeure convaincu que ce découpage, réalisé avec attention, a permis d'écarter le risque d'affaiblissement que vous soulevez.

M. Thomas Courbe. J'ajoute que cette cession permet au groupe Atos de se positionner sur des marchés d'avenir, comme l'intelligence artificielle et la cybersécurité. Atos est aujourd'hui l'un des premiers acteurs des services de cybersécurité managés en Europe, ce qui montre que l'entreprise est capable, dans son périmètre actuel, d'avoir une très bonne position sur des marchés d'avenir pour les services numériques. La possibilité que l'entreprise se développe sur ces marchés semble tout à fait crédible.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je note que l'évolution d'Atos ne semble pas vous poser de problème majeur, ce qui souligne notre divergence de vision.

Alors que nous y voyons un fiasco industriel, Bercy semble considérer que la situation est satisfaisante. Partagez-vous ce point de vue selon lequel l'évolution d'Atos serait positive ? Le ministère de l'économie ne semble voir aucun inconvénient à ce que cette entreprise, dont la taille et la cohérence ont été réduites, conserve des activités sensibles sous le contrôle de fonds étrangers, malgré l'existence d'une action de préférence. J'ai l'impression que, pour Bercy, cette situation ne soulève aucune difficulté.

M. Thomas Courbe. Le marché des services numériques est particulièrement difficile et marqué par une vive concurrence avec de grands acteurs américains. Pour Atos, comme pour ses concurrents, l'enjeu réside dans sa capacité à répondre à cette pression internationale en se positionnant sur des segments porteurs tels que l'intelligence artificielle, le *cloud* hybride managé et la cybersécurité.

Mon propos consistait à souligner que, dans son périmètre actuel, l'entreprise dispose des moyens nécessaires pour s'imposer sur ces marchés, comme en témoignent déjà ses performances face à ses homologues européens.

Toutefois, l'intensité concurrentielle rendra indéniablement ce secteur complexe dans les années à venir.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. C'est précisément parce que ce marché est difficile que nous aurions pu attendre de l'État qu'il accompagne et régule notre première multinationale numérique, garante de notre souveraineté. À l'instar des États-Unis ou de la Chine qui interviennent massivement, la France aurait dû agir. Je m'étonne qu'après dix ans de déclin, alors que les effectifs et le chiffre d'affaires ont été divisés par deux et que des fonds étrangers contrôlent des activités sensibles, Bercy se contente d'évoquer la rudesse du marché. Cette réponse est difficilement recevable pour les parlementaires et ce constat est largement partagé dans l'hémicycle.

Enfin, la situation s'est aggravée fin 2024 avec le plan de sauvegarde plaçant l'entreprise sous le contrôle de fonds spéculatifs. Quel ministre a précisément suivi le dossier Atos en 2023 et 2024 jusqu'à l'aboutissement de ce plan ? Quels étaient la nature et le rythme de vos relations avec lui ?

Mme Claire Cheremetinski, directrice générale adjointe du Trésor. Comme souligné lors de précédentes auditions, on ne peut affirmer que l'État n'a pas suivi la restructuration d'Atos.

Depuis 2024, son accompagnement a reposé sur une doctrine constante consistant à distinguer les activités essentielles à la souveraineté nationale, désormais placées sous contrôle public, des autres activités sensibles, protégées par une action de préférence.

L'État a, par ailleurs, estimé qu'il n'avait pas à financer les créanciers d'un groupe lourdement endetté. Par souci d'économie des deniers publics, il a donc laissé ces derniers prendre leurs responsabilités, ce qui a conduit à une restructuration d'ampleur validée par le tribunal de commerce, incluant des annulations de créances et des conversions de dettes en actions.

L'État ne s'est donc pas désintéressé de l'avenir d'Atos. Les activités maintenues dans son périmètre forment un ensemble cohérent devant permettre à la nouvelle société de se positionner sur ses marchés. Bien que ces derniers soient difficiles et concurrentiels, il appartient désormais à Atos d'y faire ses preuves.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je me permets de reposer ma question. Quel ministre a suivi le dossier Atos en 2023 et 2024 ? Qui avait la charge d'Atos jusqu'au plan de sauvegarde de 2024 ?

Mme Claire Cheremetinski. Je n'étais pas présente sur toute la période, mais je sais que M. Bruno Le Maire était alors ministre de l'économie et des finances. J'imagine donc que le ministre et son cabinet suivaient le dossier et étaient informés régulièrement de l'avancée des négociations.

M. Alexis Zajdenweber. Concernant la partie relative à l'État actionnaire, l'APE relève directement du ministre de l'économie et des finances.

À ce titre, M. Bruno Le Maire, puis son successeur Antoine Armand, ont été les responsables directs de l'ensemble de la politique de l'État actionnaire dans ce dossier.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Au moment où le plan de sauvegarde est discuté, j'imagine que Bercy en a connaissance et intervient fréquemment sur son contenu. Comment cela se passe-t-il avec Bercy ?

Mme Claire Cheremetinski. Le plan de sauvegarde, en tant que tel, relève d'une discussion qui se déroule entre les créanciers privés d'Atos, l'État n'étant pas directement partie à la négociation.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous n'avez donc donné votre accord au plan de sauvegarde à aucun moment ?

Mme Claire Cheremetinski. Cela ne relevait pas de la responsabilité du ministère de l'économie et des finances, mais de celle du tribunal de commerce. Si la restructuration financière d'Atos était suivie par le comité interministériel de restructuration industrielle (Ciri), qui disposait d'informations sur l'avancée des négociations, nous n'étions pas partie prenante aux discussions. Par conséquent, nous n'avions pas à donner notre accord sur le plan de sauvegarde.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. C'est le tribunal qui connaissait le plan, est-ce bien cela ?

Mme Claire Cheremetinski. Le Ciri avait connaissance de la manière dont le plan de sauvegarde se préparait et de l'état des négociations entre les créanciers privés, mais il n'était pas partie prenante à la discussion. Nous sommes là pour faciliter la négociation et la discussion, mais ce n'est pas nous qui décidons de l'issue d'un plan de sauvegarde : c'est le tribunal de commerce.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. C'est bien à ce moment-là que se discute l'action de préférence ?

M. Alexis Zajdenweber. L'action de préférence a été discutée au printemps 2024, à l'occasion d'un financement qui a été apporté.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Atos comprend aujourd'hui quatre composantes, dont deux nommées « LuxCo 1 » et « LuxCo 2 ». Nous le savons, car ces structures figurent dans le plan de sauvegarde disponible en ligne.

Ces deux entités essentielles portent les fonds des créanciers-actionnaires et détiennent en garantie la totalité des actifs d'Atos, à l'exception de Worldgrid et Bull. Savez-vous quelles activités potentiellement sensibles se trouveraient dans LuxCo 1 et LuxCo 2, c'est-à-dire au sein de deux structures luxembourgeoises détenues par les créanciers-actionnaires et les fonds spéculatifs d'Atos ?

M. Alexis Zajdenweber. L'APE ne maîtrise pas l'intégralité de la structure mise en place.

Le point essentiel réside dans le fait que ce sont des sociétés de droit français qui constituent l'échelon pertinent pour analyser les droits reconnus à l'État.

Ces derniers garantissent la protection des actifs de manière totalement indépendante des éventuelles évolutions au sommet du groupe. L'essentiel est donc de se focaliser sur cette société spécifique et sur les prérogatives dont nous disposons, en particulier au titre de l'action de préférence.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quand vous dites « cette société spécifique », faites-vous référence à Avantix ?

M. Alexis Zajdenweber. Je fais référence à Bull SA, qui détient Avantix. C'est un périmètre qui inclut Avantix, mais c'est au niveau de Bull SA, c'est-à-dire « juste au-dessus », que l'action de préférence a été prise.

De la même manière et indépendamment de cet exemple, nous avons la possibilité de protéger des droits dans des sociétés de droit français qui appartiennent à des groupes multinationaux pouvant détenir des structures à l'étranger. Ce qui est important, c'est que les actifs sensibles localisés dans des sociétés françaises soient protégés par les droits que nous avons au titre de l'action de préférence...

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Bull SA, donc, dans lequel se trouvent les supercalculateurs...

M. Alexis Zajdenweber. Il se trouve qu'elle a gardé ce nom historique, ce qui, effectivement, n'aide pas à la compréhension. Il n'existe plus aucun lien entre Bull SA et le groupe Bull que l'État a racheté. Ils ont ce nom en partage, mais, du côté de Bull SA, c'est un pur héritage historique. Il n'y a plus de lien entre Bull SA et les activités de supercalculateurs qui composent l'activité de Bull reprise par l'État.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. L'action de préférence couvre-t-elle toutes les activités de Bull SA ? Y a-t-il des activités sensibles qui ne sont pas couvertes par l'action de préférence et, si oui, quelles sont-elles ? Par ailleurs, l'action de préférence interdit-elle vraiment la vente des activités sensibles par les créanciers ? Pouvez-vous le garantir, quoi qu'il arrive ?

M. Alexis Zajdenweber. Pour être précis, il existe deux ou trois contrats spécifiques que je ne peux détailler dans ce format. Compte tenu de leur nature, il

conviendra de définir les modalités selon lesquelles ces informations pourraient éventuellement vous être communiquées.

À l'exception de ces contrats, exécutés par d'autres entités du groupe et qui ne peuvent donc pas être logés mécaniquement au sein de Bull SA, bien qu'ils soient couverts par la convention de sécurité, l'intégralité des autres activités sensibles se trouve dans Bull SA, que ce soit au sein d'Avantix ou en dehors.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pouvez-vous nous garantir que cette action de préférence interdit vraiment aux créanciers-actionnaires de vendre des activités sensibles, quoi qu'il arrive ?

M. Alexis Zajdenweber. 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. Cela couvre également l'entrée d'un tiers au capital de cette filiale.

Que ce soit l'arrivée d'un tiers au capital, la cession de ladite filiale ou celle des actifs qu'elle couvre, il faudrait notre autorisation. Sans notre autorisation, la vente, la cession ou l'entrée au capital ne peuvent avoir lieu.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). J'aimerais que vous indiquiez les critères à partir desquels vous considérez qu'une activité est « sensible » et doit être protégée. Par ailleurs, si nous vous avions auditionnés à huis clos, seriez-vous plus précis dans certaines de vos réponses ?

M. Alexis Zajdenweber. J'ai l'impression d'avoir été précis dans mes réponses. Les seuls éléments que je ne peux partager ici, même à huis clos, sont couverts par des secrets dont je ne peux me délier seul. Il conviendrait de définir des modalités adéquates pour vous les communiquer, si cela est possible.

Concernant les critères de sélection, ils relèvent d'une appréciation collégiale des services de l'État, notamment du ministère des armées. Ils incluent la criticité, c'est-à-dire le caractère essentiel à des missions stratégiques, la substituabilité, c'est-à-dire l'existence d'autres fournisseurs et les délais de remplacement, la nature de la propriété intellectuelle ou encore la sensibilité des informations traitées. La définition même de ces activités étant confidentielle, je ne peux entrer davantage dans les détails. L'arbitrage repose donc sur l'importance de l'objet pour la défense et la nécessité de détenir tout ou partie du capital pour sécuriser les opérations. Ce diagnostic a permis d'établir la liste des activités intégrées à la convention de sécurité ou à l'action de préférence, tout en respectant un principe de proportionnalité.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Madame Cheremetinski, vous avez indiqué que l'État n'a pas voulu éponger les dettes au bénéfice des créanciers, ce que je peux concevoir. Ce qui m'interpelle néanmoins, c'est que le résultat final va bien au-delà, puisque certaines activités sont désormais sous l'égide de fonds, de surcroît étrangers. Au regard de l'intérêt national, n'aurait-il pas été préférable d'assumer une partie de cette dette au nom de l'État plutôt que de laisser s'échapper des pans entiers de notre production ?

Mme Claire Cheremetinski. L'approche de l'État, restée constante face à l'endettement de cinq milliards d'euros du groupe et à ses difficultés, a consisté à

identifier les actifs essentiels à la souveraineté pour constituer un ensemble cohérent et économiquement viable, justifiant ainsi un apport de capital par l'APE. Pour le reste du périmètre, qui a fait l'objet d'une importante restructuration, le refus d'éponger la dette globale constituait une décision nécessaire au regard de la situation des finances publiques.

L'État a privilégié une stratégie articulée autour de l'intervention au capital, pour les activités les plus critiques, et d'une protection des intérêts stratégiques par des leviers juridiques, sur les autres segments sensibles. Cette restructuration financière a permis à Atos de retrouver une perspective de marché en convertissant la dette en capital, transformant ainsi les créanciers en actionnaires. Cette opération concilie ainsi la préservation des intérêts nationaux et la gestion rigoureuse des deniers publics, une exigence qui, je pense, est partagée par la représentation nationale.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Certes... et la question des recettes est un autre débat. Mais le désaccord sur le périmètre rend votre réponse, à mon sens, incomplète.

J'en viens au cas de Vencorex, devenu Exalia. Cette entreprise de chimie, malgré ses vicissitudes, assurait la production d'une partie du carburant de nos missiles et d'Ariane. Grâce à la mine de Hauterive, elle produisait également le sel le plus pur d'Europe, composant indispensable au chlorate de sodium. L'importance stratégique de ce produit est telle qu'il figure au cœur des tensions géostratégiques mondiales actuelles entre les États-Unis et l'Iran.

Pourtant, concernant la reprise en urgence de la mine de Hauterive par le biais du projet Exalia, nous avons constaté avec surprise qu'en juin dernier, ni le Ciri ni BPIFrance ne semblaient disposés à soutenir cette activité pourtant sensible. Au contraire, ils paraissaient multiplier les obstacles à la réalisation de ce projet.

M. Gaëtan Rudant, délégué interministériel aux restructurations d'entreprises. C'est un sujet proche, bien que le contexte diffère.

Les services de l'État, tant au niveau ministériel que déconcentré, ont été pleinement mobilisés pour accompagner l'épisode douloureux de la fermeture de Vencorex et, plus récemment, le projet Exalia. Le tribunal de commerce a jugé que le degré de maturité du projet était insuffisant pour être retenu. Malgré la mobilisation continue du porteur de projet aux côtés des acteurs locaux et des services de l'État, le tribunal des affaires économiques de Lyon a maintenu cette position lors de la liquidation judiciaire. Il a en effet été considéré qu'un certain nombre de garanties, indispensables à l'exploitation d'un site « Seveso seuil haut », n'avaient pas pu être apportées. Le tribunal a donc décidé de céder les actifs à d'autres repreneurs, conformément à ses obligations.

À ce jour, le porteur du projet envisage de racheter ces actifs dans le respect du jugement. Le ministre de l'industrie a réaffirmé son soutien en lui notifiant qu'un financement pourrait être apporté, selon des modalités à définir, afin de permettre la réalisation de ce projet essentiel pour le territoire.

Par ailleurs, des solutions alternatives ont été trouvées pour sécuriser les enjeux stratégiques. Nous nous sommes assurés auprès de la DGA que l'approvisionnement en sel de haute pureté, nécessaire au combustible d'Ariane, ne subirait aucun impact à la suite de cette fermeture. La qualification de nouveaux produits a été au cœur de nos préoccupations pour garantir la continuité de ces missions souveraines.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Ma première question prolonge celle sur la définition des activités sensibles. Un flou sémantique semble persister entre les termes « critique », « sensible » et « stratégique » – parfois employés comme synonymes, parfois de façon distincte. Existe-t-il une terminologie rigoureuse pour les différencier ?

De ce que je comprends, les activités dans Bull SA seraient jugées « stratégiques » au point de justifier une nationalisation, tandis que d'autres, simplement qualifiées de « sensibles », ne nécessiteraient pas un tel degré d'intervention. Pouvez-vous préciser ces nuances terminologiques ?

M. Alexis Zajdenweber. L'idée selon laquelle il existerait des concepts strictement cloisonnés n'est pas tout à fait exacte. Bien qu'il y ait des degrés de sensibilité, les termes se recoupent largement et ne relèvent pas d'une terminologie déposée.

La démarche de l'État est essentiellement pragmatique et repose sur un faisceau de critères, incluant la capacité à isoler des périmètres économiquement viables.

Le cas de Worldgrid en est l'illustration, car sa cession ne retire rien au caractère stratégique du contrôle-commande de notre parc nucléaire. Plutôt qu'une méthode rigide, l'appréciation se fait donc au cas par cas par les services de l'État et évolue selon la dynamique du dossier. L'essentiel réside dans la nature des droits dont dispose l'État pour protéger les actifs nécessaires à la nation. À ce titre, l'État détient aujourd'hui des prérogatives suffisantes pour sécuriser les activités restées au sein d'Atos, qu'elles soient qualifiées de « sensibles » ou de « stratégiques ».

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). J'entends que ces notions de sensibilité, de stratégie et de criticité se recoupent dans l'usage courant.

Je retiens deux préoccupations majeures dans votre analyse : l'importance pour l'État dans l'exercice de ses missions régaliennes, comme la défense, et la nécessité de garantir une activité économiquement viable à l'issue de l'opération. Je ne crois pas trahir vos propos. Toutefois, existe-t-il un critère lié à la performance économique globale du pays ? En d'autres termes, l'intérêt pour l'économie française de maintenir telle ou telle entité entre-t-il en ligne de compte ?

M. Alexis Zajdenweber. Nous ne nous désintéressons pas de la vie économique du pays ! C'est au contraire notre préoccupation constante.

Mais la question centrale est celle de la proportionnalité des moyens déployés, qu'ils soient juridiques ou financiers, au regard de l'objectif visé. L'APE n'a pas vocation à être actionnaire de toutes les entreprises présentant un intérêt pour l'économie française et ses moyens ne le lui permettraient d'ailleurs pas. Elle

agit selon un principe de subsidiarité : l'intervention se justifie lorsqu'aucune alternative n'existe, notamment de la part d'un actionnaire privé capable et volontaire.

Concernant Bull, plusieurs projets de rachat portant sur un périmètre plus vaste n'ont pas abouti. Face à ce constat, nous avons jugé que la situation nécessitait une intervention, à l'instar de ce qui a été fait récemment pour Alcatel Submarine Networks ou Eutelsat.

En résumé, si l'APE intègre l'importance pour l'économie nationale, les filières industrielles et la souveraineté dans son cadre d'analyse, ses décisions restent dictées par des principes de subsidiarité et de proportionnalité, ce qui l'a conduite à reprendre les activités regroupées sous l'entité Bull.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Je vous entends. Mais votre raisonnement semble impliquer que puisque tous les paramètres ont été pris en compte, la décision est nécessairement la bonne. Cette approche tautologique limite l'exercice de notre mission de contrôle.

Au regard de ce principe de proportionnalité, dans quelle mesure le choix effectué s'inscrit-il dans une stratégie industrielle globale ou dans la stratégie de l'État en matière de souveraineté numérique ?

M. Alexis Zajdenweber. Ce projet s'inscrit pleinement dans cette stratégie et je regrette que vous puissiez vous sentir limité dans votre mission de contrôle.

Il donne la possibilité de saluer la renaissance de Bull, acteur essentiel de la chaîne de valeur numérique.

Bull possède en effet un rôle stratégique aux échelons national, européen et mondial pour fournir des solutions de calcul haute performance et d'infrastructures d'intelligence artificielle.

Face à une concurrence majoritairement non européenne, ses compétences et technologies lui permettent notamment de se positionner comme un fournisseur de référence pour les futurs grands projets de centres de données. Si Bull n'est pas la réponse à tout, elle constitue, sur son segment, un véritable levier de souveraineté et alors que l'attention se porte souvent sur le logiciel, la dimension matérielle de l'intelligence artificielle est tout aussi cruciale. C'est cette vision qui a guidé l'opération.

Bull est, par ailleurs, l'aboutissement d'un long processus d'implication de la puissance publique pour maintenir une capacité française de conception de supercalculateurs, enjeu vital pour la dissuasion depuis l'arrêt des essais nucléaires. À partir de ce cœur technologique, l'entreprise a développé des savoir-faire uniques qui dépassent ce cadre initial. Avec le plein soutien de l'État actionnaire, Bull jouera donc un rôle déterminant pour défendre notre souveraineté numérique dans ce domaine spécifique où elle demeure assez unique.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous ne répondez malheureusement qu'à une partie de ma question.

Je me félicite, moi aussi, de la nationalisation de Bull, une décision d'ailleurs saluée également par M. Jean-Luc Mélenchon, d'habitude peu enclin à saluer les décisions du Gouvernement... mais il s'agissait moins de faire renaître Bull que d'empêcher sa disparition, puisque ses produits étaient déjà opérationnels et au service de l'État.

Qu'il y ait un réagencement ou une impulsion nouvelle, je l'entends. En revanche, cela ne précise pas en quoi la stratégie de cession des autres actifs s'accorde avec une stratégie de souveraineté sur nos propres données, enjeu pourtant majeur aujourd'hui.

M. Alexis Zajdenweber. Je ne suis pas un expert technique de ces sujets. Ce que je peux en dire, de manière plus intuitive, c'est que Bull n'est pas un prestataire de stockage ou un acteur du *cloud*.

Ma compréhension est que nous avons longtemps trop négligé, dans ce débat, la dimension purement *hardware*. Au-delà de l'origine des prestataires de services, il est essentiel de s'intéresser à l'identité du fabricant des machines sur lesquelles reposent ces systèmes. Notre ambition est que, demain, l'entraînement des modèles d'intelligence artificielle puisse se faire en Europe, sur des données européennes et sur des machines conçues par Bull. C'est d'autant plus vrai que l'avenir de l'IA repose sur des jeux de données industrielles plus restreints, mais de haute qualité, pour lesquels l'usage de matériels Bull est parfaitement cohérent.

Il ne faut pas sous-estimer le poids du *hardware* dans cet écosystème. Utiliser des machines Bull pour faire tourner des logiciels étrangers dont l'accès aux données n'est pas sécurisé ne résout pas tout... mais c'est une partie de la réponse. Bull dispose d'ailleurs d'une offre vaste, notamment sur les serveurs d'inférence (y compris embarquée). Loin de nuire à notre souveraineté, cette approche est, au contraire, très congruente avec une politique de défense de nos intérêts numériques.

M. Thomas Courbe. Pour compléter et répondre à votre question sur les leviers de notre souveraineté numérique, en particulier concernant les données, notre stratégie s'appuie sur deux piliers majeurs.

Le premier consiste à disposer d'offres de *cloud* françaises, car si la dimension matérielle est importante, les couches logicielles le sont tout autant. Il est donc essentiel de soutenir des solutions nationales, dont une part significative est certifiée SecNumCloud. Cette certification garantit l'absence d'accès extraterritorial aux données en vertu de législations étrangères, comme le *Cloud Act* américain. C'est l'axe prioritaire de notre politique industrielle, ces dernières années : accompagner le développement des acteurs français pour qu'ils répondent aux besoins du marché, tout en obtenant ce label de sécurité. Nous comptons aujourd'hui dix-sept offres certifiées assurant cette protection.

Par ailleurs, nous avons défini une politique claire pour les données sensibles, notamment celles de l'État. Le législateur a d'ailleurs encadré cette gestion grâce à la loi n° 2024-449 du 21 mai 2024 visant à sécuriser et à réguler l'espace numérique, dite loi « Sren », qui précise les conditions de recours aux

solutions de type SecNumCloud. C'est sur ce double socle que repose notre souveraineté.

Enfin, nous portons ce combat au niveau européen afin de faire reconnaître l'équivalent de nos exigences et de notre certification pour la protection des données sensibles.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Ma question ne portait ni sur la stratégie industrielle globale, ni sur la cohérence de Bull avec celle-ci, mais spécifiquement sur la manière dont la cession des actifs d'Atos s'inscrit dans la stratégie française. Sur ce point, aucune réponse ne m'a été apportée.

Vous évoquez la certification SecNumCloud, mais celle-ci est accordée aussi bien à des offres françaises qu'étrangères. À l'heure actuelle, les prestataires les plus importants bénéficiant de ce label ne sont autres que Google et Microsoft. Dans cette perspective et si l'on vise une souveraineté numérique complète, le maintien sous pavillon national d'un acteur de la taille d'Atos aurait pu être pertinent.

M. Thomas Courbe. Cela ne me semble pas incompatible. Les deux offres SecNumCloud développées en partenariat avec des acteurs américains sont portées par des entreprises nationales, à savoir Orange et Thales.

Mon propos consistait à souligner que la souveraineté numérique, plus particulièrement la sécurité des données des entreprises françaises, repose sur la disponibilité d'un large éventail d'offres certifiées. Atos a d'ailleurs précisé, dans son plan stratégique, que la souveraineté numérique figurait parmi ses priorités et qu'il entendait développer des services dédiés à ces enjeux.

Il me paraît donc tout à fait cohérent de disposer d'un nombre important d'offres sécurisées et qu'Atos soit l'un des acteurs majeurs contribuant à cet écosystème.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Les activités *Mission-Critical Systems* (MCS) et *Big data* et sécurité (BDS) étaient incluses dans l'offre de rachat de juin 2024, pour un montant de sept cent millions d'euros. J'imagine qu'à cette date, une évaluation avait été réalisée et que ces activités étaient jugées critiques.

Pourtant, elles ne figurent plus aujourd'hui dans le périmètre de Bull et elles ne font pas l'objet d'une nationalisation. Qu'est-ce qui a pu conduire, au-delà de la mise en place d'une action de préférence, à considérer que ces activités ne revêtent plus un caractère de criticité tel qu'il justifierait une nationalisation ?

M. Alexis Zajdenweber. Ces activités figuraient effectivement dans le périmètre initial des discussions, mais l'objectif n'a jamais été qu'elles soient, *in fine*, rachetées par l'État.

L'offre initiale avait été structurée en consortium avec des partenaires industriels français, avec l'idée que ces activités leur soient cédées. À aucun moment du processus l'État n'a envisagé d'en devenir lui-même actionnaire. Par ailleurs, le contexte chez Atos a considérablement évolué et, sous l'impulsion de la nouvelle direction, le groupe a abandonné son projet de scission initial. Le président-directeur général Philippe Salle a clairement indiqué qu'il ne souhaitait pas vendre les actifs

MCS ni ceux liés à la cybersécurité. Ce processus de cession est donc actuellement suspendu.

Bien que l'État continue de considérer que ces actifs ont, à terme, vocation à être cédés, il prend acte de la décision d'Atos de suivre son propre calendrier. L'essentiel réside aujourd'hui dans notre capacité à sécuriser ces actifs tant qu'ils demeurent au sein du groupe et, grâce au dispositif d'action de préférence et à la convention de sécurité, nous disposons des garanties nécessaires. Si ces activités étaient mises en danger ou subissaient un quelconque préjudice, nous nous tiendrions prêts à intervenir immédiatement.

En résumé, la situation actuelle découle de l'évolution des discussions et de la stratégie d'Atos, mais, contrairement à la partie redevenue Bull, la nationalisation de MCS et BDS n'a jamais été à l'ordre du jour.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Qu'est-ce qui vous amène à penser que ces activités ont vocation à quitter Atos ? Qu'est-ce qui pourrait amener le président actuel à changer d'avis et à considérer que ces activités n'ont plus leur place dans le groupe ?

De ce que j'entends, on peut penser qu'il s'agit d'une sorte d' « assurance-vie » pour Atos, qu'il serait mal avisé de vendre. Ou alors est-ce simplement un actif qui a vocation à être cédé pour renflouer les créanciers, après 2028 ?

M. Alexis Zajdenweber. La vision de l'État est que ces actifs, à terme, ont vocation à être cédés. C'est la position qui a été exprimée auprès du groupe.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous avons encore un certain nombre d'interrogations sur Atos, mais nous y reviendrons, au besoin, dans un autre cadre.

Je souhaitais ensuite vous interroger sur le dossier Europlasma, qui constitue pour nous un cas d'école de l'action de fonds prédateurs. Cette entité détient des actifs stratégiques tels que Valdunes, les Forges de Tarbes ou les Fonderies de Bretagne, des sites essentiels pour notre industrie de l'acier et de l'armement.

Or Europlasma est contrôlé par Alpha Blue Ocean, un fonds utilisant le mécanisme, que je considère comme véreux, des obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa). Ce montage financier permet de prêter à une entreprise à travers des obligations massivement converties en actions, ce qui dilue les autres actionnaires, fait s'effondrer le cours de bourse et place souvent l'entreprise en grande difficulté.

Contrairement à M. Bruno Le Maire, qui a indiqué en audition ne pas connaître ce mécanisme, les ministres Roland Lescure et Marc Ferracci ont admis qu'il posait un réel problème... mais il semble pourtant perdurer sans entrave.

Je me tourne donc vers les services de Bercy pour savoir si vous avez analysé ce mécanisme et ses répercussions. Existe-t-il un rapport interne sur les Ocabsa ou des échanges avec l'Autorité des marchés financiers (AMF) à ce sujet et quelle en est la teneur ? Je rappelle que j'ai fait un signalement, il y a deux semaines,

concernant ce que je soupçonne être une manipulation de cours par Alpha Blue Ocean, qui est d'ailleurs domicilié dans un paradis fiscal, à Dubaï.

Enfin, la reprise d'industries comme Valdunes par des entreprises aux mains de fonds utilisant les Ocabsa remet-elle en cause la souveraineté de la France ?

Mme Claire Cheremetinski. Le montage financier complexe des Ocabsa est généralement utilisé par des entreprises en difficulté qui peinent à trouver d'autres sources de financement. S'il est risqué pour le financeur, il l'est tout autant pour les actionnaires existants en raison du fort risque de dilution des minoritaires.

C'est pourquoi ces instruments sont surveillés de très près par les autorités de supervision, en particulier par l'AMF, qui les considère comme des financements hybrides bien plus risqués que les outils classiques. L'AMF a d'ailleurs déjà prononcé des sanctions administratives contre des intermédiaires financiers et leurs dirigeants ayant abusé de ce mécanisme.

Ce ne sont donc pas des moyens de financement anodins, ils interviennent souvent en dernier recours (lorsqu'il n'existe aucune autre alternative pour l'entreprise) et ils comportent des risques structurels majeurs pour l'ensemble des parties prenantes.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Existe-t-il un rapport, une analyse ou une étude sur ce sujet au niveau de Bercy ? Avez-vous reçu des alertes ? Ne pensez-vous pas qu'une régulation est nécessaire ? Estimez-vous que nous, parlementaires, devrions en faire davantage vis-à-vis des Ocabsa ?

Mme Claire Cheremetinski. C'est un sujet sur lequel nous sommes toujours disposés à réfléchir. L'AMF elle-même est très vigilante et elle peut nous faire des propositions, si elle l'estime nécessaire au regard de ses responsabilités dans la protection des épargnants. Le sujet fait l'objet de réflexions et de discussions.

Je suis sous serment et ne peux répondre avec une certitude absolue, mais je n'ai pas connaissance de rapports sur ce sujet.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pensez-vous qu'une régulation supplémentaire soit nécessaire vis-à-vis de ces Ocabsa au regard de la situation actuelle, de ce qui se passe pour les usines possédées par Europlasma et des pratiques de fonds comme Alpha Blue Ocean, Atlas et tant d'autres ? Je pense à toutes les alertes que vous recevez, non seulement de la part de petits actionnaires, mais aussi d'entreprises qui peuvent se retrouver ruinées par ce mécanisme, comme de nombreux cas en témoignent aujourd'hui.

Mme Claire Cheremetinski. Je pense que cette réflexion doit impérativement être menée au niveau européen, car une réglementation strictement nationale n'empêcherait pas l'usage de ces instruments depuis d'autres États de l'Union par des structures détenant des sociétés françaises.

C'est donc typiquement un sujet qui relève de l'échelon communautaire, si une nouvelle régulation devait voir le jour.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je termine par une question relative au rôle des parlementaires, sur lequel l'avis des directions de Bercy nous est précieux.

Notre collègue Marc Ferracci a lui-même qualifié d'inacceptable la logique de Mutares, qu'il juge fondée sur la captation des ressources et l'assombrissement des perspectives des entreprises. Après avoir évoqué Alpha Blue Ocean et les fonds prédateurs, vous préconisez une action européenne qui pourrait s'avérer interminable. Pourtant, dans le cas de Mutares, les remontées exorbitantes de frais de conseil ont dilapidé la trésorerie de nombreux sites, menaçant des milliers d'emplois.

Ne pensez-vous pas qu'une régulation législative soit nécessaire dès à présent au niveau français, plutôt que d'attendre une hypothétique intervention à un échelon lointain ?

Mme Claire Cheremetinski. Le cas de Mutares illustre précisément pourquoi une régulation est plus efficace à l'échelle communautaire car, sans exclure toute action nationale, l'échelon européen demeure le plus pertinent. Il convient toutefois de peser les risques des instruments hybrides, comme les Ocabsa, face à leur utilité pour des entreprises privées de toute autre alternative de financement. Si ces outils sont complexes, leur absence pourrait avoir parfois pour conséquence l'arrêt total d'activités ou d'entreprises.

N'ayant pas une connaissance détaillée des agissements de Mutares, je ne les commenterai pas, d'autant que des responsables plus éminents que moi vous ont déjà fait part de leurs analyses. Nous suivrons néanmoins avec vigilance chaque dossier impliquant ce fonds. Si l'État devait accompagner des opérations où Mutares interviendrait, nous serions extrêmement exigeants quant aux conditions fixées.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Je suis surprise par votre réponse, car vous exercez tous un rôle de vigie. Mutares a causé des dommages considérables dans des secteurs variés et, en tant que parlementaires, nous nous étonnons des marges de manœuvre dont disposent ces acteurs. Pourtant, comme l'a souligné notre rapporteure, les mécanismes qu'ils emploient sont tout à fait identifiables.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie. Je vous rappelle que nous vous avons fait parvenir un questionnaire écrit et que vous avez la possibilité d'y répondre de manière complémentaire, si certains points méritaient d'être précisés.

*

* *

44. Audition de représentants de la Fédération des experts-comptables et commissaires aux comptes de France (7 mai 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous commençons notre matinée par l'audition de la Fédération des experts-comptables et commissaires aux comptes de France (ECF). Je souhaite donc la bienvenue, en notre nom à tous, à

MM. Emmanuel Gauzy, président de la Fédération, et à M. Valentin Guenanen, conseiller spécial.

Monsieur le président, vous avez bien voulu reconnaître la contribution que les travaux de notre commission d'enquête pouvaient apporter à la compréhension d'enjeux majeurs de souveraineté économique. Vous vous proposez de nous apporter « un éclairage concret, issu du terrain » sur les impacts multiples des stratégies d'investissement dont les fonds sont porteurs.

Votre témoignage pourrait ainsi compléter utilement les éléments qui nous ont été apportés par les représentants institutionnels de vos professions, à savoir la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (26 mars 2026) et le Conseil national de l'Ordre des experts-comptables (9 avril 2026).

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

(MM. Emmanuel Gauzy et Valentin Guenanen prêtent serment.)

M. Emmanuel Gauzy, président de la Fédération des experts-comptables et commissaires aux comptes de France. Je vous remercie d'avoir invité ECF à venir témoigner devant votre commission d'enquête. À titre personnel, je suis expert-comptable et commissaire aux comptes, je dirige depuis vingt-cinq ans un cabinet en Auvergne qui accompagne, au quotidien, environ un millier de très petites, petites et moyennes entreprises (TPE-PME) et d'exploitations agricoles et je préside ECF depuis novembre 2023.

Une précision liminaire s'impose pour éclairer la singularité de notre voix : ECF est un syndicat patronal (et non l'institution ordinale), elle rassemble les deux professions de commissaire aux comptes et d'expert-comptable et elle s'est durablement positionnée comme un syndicat national, qui a dirigé la profession pendant plusieurs années. Nous représentons les cabinets de terrain, ceux qui accompagnent au quotidien les TPE et les PME, c'est-à-dire 90 % du tissu économique français. C'est cette parole, ancrée dans une pratique professionnelle de tous les jours, que je viens partager devant votre commission.

Mes observations porteront sur le quotidien des cabinets ECF et l'accompagnement des TPE et PME confrontées, directement ou indirectement, à l'arrivée d'un fonds d'investissement. ECF ne se présente pas devant vous pour « faire le procès » des fonds : la France a été le pays européen ayant attiré le plus d'investissements étrangers et le capital-investissement professionnel apporte, dans un certain nombre de dossiers, des éléments structurants.

Notre propos n'est ni libéral ni interventionniste : c'est celui d'un témoin de terrain, qui distingue les pratiques structurantes des pratiques prédatrices et qui propose des correctifs ciblés.

Le dispositif français de surveillance et de prévention des défaillances d'entreprise repose sur l'articulation de deux missions complémentaires : celle du commissaire aux comptes, tiers indépendant doté d'un pouvoir d'alerte encadré, et

celle de l'expert-comptable, professionnel de proximité présent au quotidien dans les TPE et PME. Ces deux missions ne se substituent pas l'une à l'autre, elles se renforcent. C'est cette complémentarité qui fait la robustesse du dispositif.

La loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite loi « Pacte », a fait chuter le nombre de mandats de commissariat aux comptes dans les petites entreprises de 260 000 en 2018 à environ 94 000 aujourd'hui. Le seuil de désignation obligatoire a notamment été relevé pour les sociétés dont le chiffre d'affaires est inférieur à 10 millions d'euros (M€), c'est-à-dire l'écrasante majorité des PME françaises. On constate ainsi qu'entre 93 % et 97 % des entreprises qui se présentent à la barre du tribunal de commerce n'ont plus de commissaire aux comptes.

Dans la zone précise où s'exercent certaines des pratiques que vous étudiez, l'audit légal a donc reculé. L'expert-comptable demeure présent, mais son cadre d'intervention, celui du conseil et de l'établissement des comptes, n'a pas vocation à se substituer à celui du commissaire aux comptes. Quand le commissariat aux comptes recule, c'est la chaîne de surveillance dans son ensemble qui s'affaiblit.

Je voudrais, à ce stade, aborder une question que vous avez vous-même soulevée, madame la rapporteure, lors de l'audition de mon confrère Damien Charrier : celle de la pénétration des fonds d'investissement dans les cabinets d'expertise comptable eux-mêmes. Cette question est fondamentale pour ECF. Notre profession est engagée, depuis des années, dans un mouvement de concentration, dont une part importante est désormais portée par des fonds. La tendance qui ressort des témoignages – je regrette de ne pas disposer de statistiques pour étayer mon propos, me fondant alors sur les remontées de nos adhérents et les communications dans la presse professionnelle – est sans ambiguïté : au terme d'opérations de regroupement, un certain nombre de cabinets, parfois d'envergure, sont aujourd'hui détenus directement ou indirectement par des fonds français ou étrangers.

Pourquoi est-ce essentiel ? Parce que l'expert-comptable et le commissaire aux comptes exercent des professions réglementées dont l'indépendance est inscrite dans la loi. Cette indépendance n'est pas un privilège corporatiste, elle est la condition de la fiabilité de l'information comptable et financière et donc, en bout de chaîne, la condition de la qualité de l'assiette de l'impôt et de la confiance que la puissance publique peut accorder aux comptes des entreprises. C'est ce qui distingue fondamentalement nos professions des activités purement commerciales. Pour un commerçant, la rémunération règle la prestation. Pour une profession réglementée comme la nôtre, l'indépendance est constitutive du métier : quand elle vacille, c'est la qualité même du service rendu à l'entreprise et à la collectivité qui se trouve compromise.

Or 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.

L'audition de représentants des laboratoires d'analyse médicale en a été l'illustration la plus avancée et les représentants des vétérinaires, également entendus avant ECF par votre commission, sont, eux-mêmes, venus pointer ce risque dans leur profession. Nous n'évoquons donc pas une crainte théorique, mais un mouvement déjà observé qui touche aujourd'hui notre profession, à son tour.

Pour ECF, il s'agit d'une ligne rouge : c'est la même mécanique qui peut s'exercer sur une PME industrielle ou sur un cabinet d'expertise comptable et c'est le même intérêt général qui, *in fine*, peut en être victime.

Je reviens aux entreprises elles-mêmes. Dans de nombreux cas, l'arrivée d'un fonds professionnel s'accompagne d'un renforcement utile, avec la mise en place de procédures et de prévisions de trésorerie ou une amélioration de la gouvernance. Mais nous voyons aussi se déployer, dans une partie des dossiers, une mécanique financière qui met l'entreprise en péril. Quatre signaux nous alertent particulièrement : le niveau et la justification réelle des *management fees* facturés par la holding ; les remontées précoces de dividendes, déconnectées de la performance opérationnelle ; la cession d'actifs immobiliers, avec relocation à des loyers très éloignés des conditions de marché ; des plans d'affaires qui franchissent la limite séparant l'ambition de la déraison. Aucun de ces signaux, pris isolément, ne constitue une faute. En revanche, leur conjonction doit retenir notre attention.

Que peut-on faire face à ces signaux ? Le commissaire aux comptes dispose, là où il est désigné, des outils qui vous ont été décrits par mon confrère Philippe Vincent : alerte cadencée, faculté d'information du président du tribunal des affaires économiques et qualification de l'opinion. L'expert-comptable agit, quant à lui, dans un cadre différent, celui du conseil et des obligations de lutte contre le blanchiment. Lorsqu'un fonds met en place, sous seing privé, une convention de *management fees*, l'ensemble du dispositif se trouve en bout de chaîne : nous voyons les conséquences avant même de pouvoir documenter les causes.

Sur les procédures collectives, notre regard est plus extérieur. Je ferai néanmoins trois constats. Un premier constat est l'asymétrie d'information dans laquelle se trouve le tribunal face à des montages internationaux complexes. Un deuxième constat est la concentration des dossiers significatifs au bénéfice d'un nombre restreint de cabinets – une concentration qui appelle, selon nous, une transparence accrue et soulève la question des conflits d'intérêts. Un troisième constat est la réforme des tribunaux des affaires économiques, dont la réussite dépendra certainement de la formation qui sera dispensée aux juges quant aux techniques de financement structuré.

Avant d'en venir aux propositions, je souhaiterais évoquer deux exemples concrets qui résument, à eux seuls, nos enjeux.

Le premier exemple, à charge, est celui de l'éditeur de logiciels de paie Silae, détenu par un fonds et qui constitue, pour la profession, un cas d'école. Les hausses tarifaires successives qui ont été constatées apparaissent sans rapport avec la réalité économique de cette entreprise. Les derniers comptes accessibles, ceux de 2022, sont publics (c'est pourquoi je me permets d'y faire référence) et ils font état d'un chiffre d'affaires de l'ordre de 56 M€ pour un résultat net de 44 M€... soit une

marge nette de 80 %, qui ne justifiait pas les augmentations tarifaires demandées. Cette société ne publie plus ses comptes, depuis lors.

Il est donc difficile de voir les conséquences de ces augmentations, mais cela appelle une remarque : le surcoût pour la profession est devenu un surcoût pour les clients de nos cabinets et, finalement, pour tout le tissu productif. On voit bien que la sanction pour non-publication des comptes, de quelques milliers d'euros, n'a qu'un caractère faiblement dissuasif. Voilà un profil de situation où un fonds (Silver Lake) accroît sa rentabilité au détriment de l'écosystème qu'il sert.

Le deuxième exemple, à décharge, est celui de Drakarys. En 2021, le conseil national de l'Ordre des experts-comptables, alors présidé par une équipe issue d'ECF, a créé un fonds d'investissement entièrement détenu par des experts-comptables eux-mêmes, conçu pour prendre des participations dans les éditeurs et start-up au service de la profession. Sa légitimité a été récemment confirmée par le tribunal judiciaire de Paris. Drakarys démontre qu'une profession peut organiser par elle-même son indépendance face à des logiques que l'on pourrait qualifier de « prédatrices ». Cette voix collective et d'intérêt général doit être entendue.

Je conclus mon propos par des propositions concrètes en cinq axes.

Le premier axe consiste à restaurer la chaîne de surveillance. Nous proposons la désignation obligatoire d'un commissaire aux comptes, éventuellement sous la forme d'un audit allégé ou d'une certification simplifiée, dans les filiales sous *Leveraged Buy-Out* (LBO) et les sociétés détenues par un fonds, afin de repositionner dans ces structures un organe de contrôle indépendant. Il faudrait étendre cette obligation aux filiales françaises de groupes étrangers détenus par des fonds, au-delà du seuil minimum, et mettre en place un rapport spécifique du commissaire aux comptes sur les conventions et flux intra-groupe, comme c'est le cas sur les conventions réglementées.

Le deuxième axe vise à encadrer les pratiques contractuelles et fiscales. Il s'agirait d'établir des règles de bonnes pratiques opposables sur les *management fees*, les redevances de marque, les taux de prêts et les loyers intra-groupe. De plus, nous préconisons d'élargir le régime des conventions réglementées aux conventions intra-groupe, avec une obligation de publication et la création d'une déclaration fiscale de transparence intra-groupe, certifiée par un professionnel et applicable aux LBO sur le modèle des prix de transfert.

Le troisième axe consiste à encadrer les fonds dans la durée et conditionner les aides. Nous suggérons l'établissement d'une période de réserve, avec un délai minimal entre la création d'une entreprise et l'entrée d'un fonds, ainsi qu'un délai minimal de détention avant revente pour prévenir les LBO successifs. Il faudrait également encadrer les remontées de dividendes pendant les premières années suivant la mise en place du LBO et conditionner les aides publiques, sur le modèle des zones France ruralités revitalisation (ZFRR), au maintien d'une activité minimale, sous peine de remboursement.

Le quatrième axe vise à renforcer les juridictions et l'information des salariés. Nous proposons d'envisager la création d'un corps d'experts-comptables

et de commissaires aux comptes référencés auprès des tribunaux des affaires économiques et d'approfondir la formation continue des juges consulaires aux techniques de financement structuré. Nous suggérons aussi d'élargir le droit d'alerte économique du comité social et économique (CSE) aux conventions intra-groupe et aux flux « remontants ».

Le cinquième axe porte sur la transparence, la souveraineté et les bonnes pratiques.

On pourrait envisager la création d'un label « Bonnes pratiques de capital-investissement », délivré par un professionnel et qui serait obligatoire dans les secteurs stratégiques de souveraineté nationale, incluant la profession comptable. Des mesures fiscales incitatives pourraient être associées aux opérations labellisées.

Nous proposons également la mise en place de sanctions véritablement dissuasives pour la non-publication des comptes annuels, comme l'illustre le cas Silae. La création de fonds détenus par les professions réglementées ou par des groupements d'entreprises ou d'entrepreneurs, sur le modèle de Drakarys, devrait en outre être encouragée, avec un encadrement strict des instruments dilutifs en cas de difficultés financières.

ECF se tient à la disposition de votre commission pour fournir tous les éléments factuels et documentaires qui pourraient utilement compléter ce premier témoignage.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie. Votre présence et votre intervention répondent pleinement à nos attentes. J'ai estimé que votre contribution pouvait être utile et c'est dans cet esprit que nous avons répondu à votre sollicitation.

Vos observations montrent, à l'évidence, qu'il était important d'aborder les aspects plus techniques de votre mission. Vous avez su identifier, de manière tout à fait logique, les signaux d'alerte et les faiblesses des procédures actuelles, en les illustrant par des exemples. Nous avons pris note de ces éléments, que nous pourrions compléter et approfondir, notre commission arrivant à son terme dans quelques semaines.

Si j'en juge par votre expérience, les outils et indicateurs comptables comme le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, Ebitda) paraissent adaptés, mais sont-ils suffisants lorsque les montages sont très complexes ? Ils peuvent parfois être sujets à caution.

Les prises de contrôle par des fonds d'investissement, notamment les opérations de type LBO ou de retournement, vous ont déjà fait réagir. Pourriez-vous y revenir ? Je pense en particulier à la structuration par une holding, qui peut poser des difficultés dans la mesure où elle ne permet pas toujours de déceler assez rapidement un assèchement de la trésorerie.

M. Emmanuel Gauzy. Concernant les fonds de retournement, il faut être nuancé. Il existe des opérations de retournement qui sauvent réellement des entreprises, en reprenant des activités à la barre du tribunal, en maintenant des

emplois et en restructurant des modèles économiques devenus insoutenables. Néanmoins, nous observons, dans certaines opérations, des profils récurrents où la trésorerie disponible est asséchée très rapidement.

C'est là que se situe toute la difficulté de la mission de l'expert-comptable. En tant que conseiller de l'entreprise, il peut identifier des difficultés ou des pratiques qui conduiront à une dégradation de la situation, mais, étant soumis au secret professionnel, il n'a pas la capacité de communiquer ces informations à quiconque. Celui qui en aurait la capacité est le commissaire aux comptes, mais, comme je l'ai indiqué, il n'est plus présent dans nombre de TPE et PME. C'est ce qui fonde notre proposition de repositionner un commissaire aux comptes dans les structures qui fonctionnent sur ce modèle, afin de restaurer cette capacité d'alerte sans trahir le secret professionnel.

M. le président Emmanuel Mandon. Vous avez cité l'obligation de publication des comptes. Il faut en effet pouvoir apprécier, dans un délai réaliste (et donc court), si le niveau d'endettement est raisonnable ou non.

J'ai d'ailleurs apprécié votre formule sur la limite entre la raison et la déraison, qui peut s'appliquer à de nombreuses étapes du processus économique.

Par ailleurs, vous paraît-il possible et souhaitable d'encadrer légalement les flux sortants, par exemple en les adossant à un pourcentage du chiffre d'affaires ou de l'Ebitda ? Il est toujours difficile de normer et nous recherchons des solutions par analogie.

M. Emmanuel Gauzy. Cette idée pose question : à quel niveau envisager un tel encadrement ? Il me semble difficile de donner aujourd'hui un chiffre ou une valeur.

Néanmoins, il faut peut-être aborder la question avec une grille de lecture multicritères. Le premier critère pourrait être la durabilité de l'investissement : un fonds qui détient une entreprise pendant plusieurs années et y réalise un apport significatif démontre un intérêt pour la structure.

Un autre critère est la préservation de la capacité financière : si l'on constate une dégradation de cette capacité, il faut s'interroger et c'est peut-être à ce niveau qu'un encadrement serait pertinent. L'expérience nous montre que l'origine de la dégradation des capacités financières est bien souvent liée à des flux intra-groupe. Finalement, c'est la transparence de ces flux qui permettrait d'exercer un contrôle et un encadrement.

M. le président Emmanuel Mandon. La notion de transparence se retrouve dans de nombreux secteurs. Nous savons bien qu'elle est une condition indispensable pour établir la confiance. Il n'y a donc pas de raison que le système des affaires y échappe. Pensez-vous qu'il soit aisé, à notre époque, d'initier un travail législatif de cette nature ? Je pense que cela suppose un travail assez fin, fondé sur des retours d'expérience. Pensez-vous que nous en avons la méthode ?

M. Emmanuel Gauzy. Je ne maîtrise pas suffisamment le fonctionnement de l'Assemblée nationale pour savoir si vous disposez de la méthode.

En tout cas, il est certain qu'un tel travail doit reposer sur des remontées de terrain. Bien évidemment, la profession comptable dans son ensemble est à même de participer, avec vous, à des travaux pour définir les solutions les plus pertinentes. ECF a d'ores et déjà fait quelques propositions. J'imagine que les autres organisations de la profession, le conseil national de l'Ordre des experts-comptables et la Compagnie nationale des commissaires aux comptes, seront tout à fait à même de les compléter, sachant qu'elles disposent peut-être de données statistiques pour valider ce que nous retenons comme hypothèses.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Votre rôle est, de mon point de vue, vraiment crucial dans les mécanismes que nous examinons depuis le début de cette commission d'enquête. Je me félicite que le président, que je remercie, ait organisé cette audition.

Depuis plusieurs semaines, nos auditions mettent en lumière un constat troublant dans un certain nombre de dossiers industriels, mais aussi dans d'autres entreprises, comme des magasins.

En effet, des décisions semblent prises dans des cadres contractuels et financiers très opaques, sous l'influence de ces acteurs financiers puissants que sont les fonds d'investissement, les *family offices* et les fonds de retournement, avec des conséquences très lourdes pour l'emploi, nos régions et notre souveraineté économique.

Dans ce contexte, une question simple se pose : où sont les garde-fous ? Vous avez commencé à évoquer ces garde-fous qui, manifestement, manquent. Vos propositions sont intéressantes pour la suite de nos travaux. Vous êtes vous-mêmes au cœur de ces dispositifs et, en même temps, touchés par eux : vous êtes donc à deux endroits. Vous êtes potentiellement les premiers à pouvoir détecter des montages financiers déséquilibrés, visant à une remontée de valeur maximale pour des fonds qui affichent des taux de rentabilité de 15 %, des stratégies extrêmement court-termistes incompatibles avec la pérennité des entreprises et des risques majeurs liés au surendettement.

Premièrement, pouvez-vous nous préciser en quoi vos leviers pour alerter sur des stratégies financières qui fragilisent durablement une entreprise sont aujourd'hui insuffisants ? Quel levier supplémentaire vous faudrait-il, à vous, experts-comptables, pour jouer un rôle beaucoup plus déterminant ?

Deuxièmement, que pouvons-nous changer, en tant que législateurs ?

M. Emmanuel Gauzy. ECF est un syndicat de professionnels du chiffre et notre expertise porte sur les comptes, les flux financiers et les montages juridiques et fiscaux.

Ce que nous pouvons dire, c'est ce que nous voyons. Nous voyons des PME qui, après l'entrée d'un fonds à leur capital, réduisent leur investissement productif. Nous voyons également des savoir-faire qui se dispersent et des actifs stratégiques qui sont cédés. La difficulté que nous avons aujourd'hui, en tant qu'experts-comptables, c'est que nous sommes parfois spectateurs sans avoir la capacité d'agir et que celui qui aurait cette capacité n'est plus dans la structure.

Nous disons, en revanche, que ce phénomène n'est pas imputable de manière générale aux fonds. Certains ont une action bénéfique pour les structures. Le problème vient plutôt des pratiques de quelques-uns. Finalement, quel est le critère de différenciation entre un « bon » et un « mauvais » fonds ? C'est l'intention finale. Le problème est qu'elle est rarement affichée, sauf peut-être dans le cas de fonds plutôt favorables.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous parlez de l'intention finale, mais existe-t-il des fonds qui ne cherchent pas tout simplement la rentabilité maximale pour leurs investisseurs ? Un fonds a pour but de verser une rentabilité suffisante aux investisseurs qui y ont placé leur argent. Quel fonds serait altruiste et voudrait baisser la rentabilité livrée à ses investisseurs pour faire en sorte que l'entreprise se pérennise ?

M. Emmanuel Gauzy. J'en connais un : c'est celui dont je vous ai parlé tout à l'heure et qui s'appelle Drakarys.

Tout est une question de niveau. Ce qui est préjudiciable à l'entreprise, c'est le fait de voir ses capacités productives et sa trésorerie asséchées. Évidemment, la plupart des fonds ont une logique de rendement. Néanmoins, cette logique n'est pas incompatible avec l'accompagnement d'une structure pour la faire progresser et perdurer. C'est simplement le niveau des prélèvements effectués qui peut devenir mortifère pour l'entreprise détenue.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Concernant les procédures collectives, vous dites qu'il y a une « asymétrie d'information » au détriment des tribunaux de commerce, mal outillés face à ces fonds. Pourriez-vous revenir sur les propositions que vous feriez au législateur ? Ne faudrait-il pas une loi de refonte du fonctionnement de ces tribunaux de commerce, dans un univers financier qui s'est profondément transformé ?

Ensuite, vous parliez de la concentration des dossiers sur un nombre restreint de cabinets et des possibilités de conflits d'intérêts. Pourriez-vous expliciter ce point ?

M. Emmanuel Gauzy. S'agissant de la capacité des tribunaux de commerce, je pense qu'il est important, au préalable, de saluer le dévouement des magistrats consulaires, qui sont des bénévoles dont l'engagement pour la justice économique est réel. Mais ces magistrats se retrouvent face à des montages financiers internationaux, construits par des équipes de conseils spécialisés et dont la sophistication dépasse ce que leur formation de juges consulaires leur permet d'analyser seuls. C'est précisément le sens de la double proposition que nous avons formulée : d'une part, la constitution d'un corps d'experts-comptables et de commissaires aux comptes référencés auprès des tribunaux des affaires économiques et mobilisables sur saisine du juge ; d'autre part, un programme de formation continue des juges consulaires aux techniques de financement structuré.

Pour ce qui a trait à la question de la concentration, mon souhait n'est pas de mettre en cause qui que ce soit. On observe néanmoins un phénomène structurel lié à la professionnalisation poussée des procédures collectives, qui conduit à une

concentration de l'accompagnement des sociétés en difficulté sur un nombre réduit de structures de conseil spécialisées. Ces cabinets sont peu nombreux et l'on retrouve donc toujours les mêmes. Il ne s'agit pas toujours de l'expert-comptable historique du dossier, celui qui connaît l'entreprise depuis des années et qui a la capacité d'identifier une éventuelle dérive des conditions financières.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Est-il possible de nommer quelques-uns de ces cabinets ? Ensuite, je fais le lien avec ce que vous disiez précédemment : un certain nombre de ces cabinets sont-ils eux-mêmes repris par des fonds ?

M. Emmanuel Gauzy. Je ne peux pas vous donner de réponse sur ce dernier point, car je n'en sais rien. Quant à nommer des structures, je vous demanderai de bien vouloir m'en dispenser.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je voudrais savoir si vous ou vos collègues avez connaissance d'entraves, de contraintes, d'influences ou de pressions liées à ces fonds.

M. Emmanuel Gauzy. Personnellement, non. À ce stade, je n'ai pas de remontées de mes adhérents faisant état de telles situations. Je ne peux difficilement vous en dire plus.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous dites que la détention de cabinets d'experts-comptables eux-mêmes par un fonds peut remettre en cause l'indépendance du métier. Nous avons eu les mêmes retours concernant les laboratoires d'analyse médicale, les cabinets de radiologie ou d'ophtalmologie, etc. Lorsque vous parlez de potentiels conflits d'intérêts, avez-vous des éléments plus précis ? Sinon, pouvez-vous nous les fournir par écrit ?

M. Emmanuel Gauzy. Aujourd'hui, je n'ai pas d'éléments concrets qui me permettraient de donner des noms – donc je ne les communiquerai pas, même par écrit.

Néanmoins, le point que vous évoquez est bien le cœur du sujet. L'indépendance est un point essentiel de notre exercice professionnel. Évidemment, l'ordonnance n° 45-2138 du 19 septembre 1945 portant institution de l'ordre des experts-comptables et réglementant le titre et la profession d'expert-comptable prévoit des règles de détention du capital. Aujourd'hui, les textes prévoient que la gouvernance d'un cabinet d'expertise comptable soit portée par des membres de l'Ordre et que les deux tiers des droits de vote soient détenus par des membres de l'Ordre. Mais on voit bien la limite de ces seuils, car parler de « droits de vote » ne signifie pas parler de « détention de capital » : on pourrait très bien imaginer, dans le cadre d'un montage avec des actions de préférence, des professionnels qui détiendraient plus des deux tiers des droits de vote, conformément à notre déontologie, mais dans un cabinet détenu financièrement, de manière majoritaire, par une structure non membre de l'Ordre. Dans un tel cas, la question de l'indépendance du professionnel et de sa capacité à exercer librement se pose.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Est-ce la loi ? L'Ordre lui-même peut-il changer la règle ? On pourrait, par exemple, imaginer une règle mentionnant deux tiers de la détention du capital plutôt que des droits de vote.

M. Emmanuel Gauzy. Ces règles sont inscrites dans l'ordonnance de 1945. Donc, à mon sens, cela relève de la loi.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. C'est ce qu'il me semblait. Cela nous a été dit par d'autres Ordres confrontés à ce problème. Ce qui est incroyable est que j'ai l'impression que la quasi-totalité des professions réglementées ayant un devoir d'indépendance sont aujourd'hui touchées par ces fonds. C'est un constat auquel nous ne nous attendions pas forcément au début de cette commission d'enquête, car nous nous concentrons sur les entreprises et leur captation par les fonds. En fait, on se rend compte que, progressivement, toutes ces professions réglementées sont captées par des fonds, avec des retombées potentielles sur leur indépendance.

Avez-vous une estimation de l'ampleur du phénomène ? Pouvez-vous nous confirmer que ce phénomène est en progression ?

M. Emmanuel Gauzy. Ce phénomène est probablement en progression, puisque nous avons de plus en plus de remontées d'informations sur ce type d'opérations. Néanmoins, je suis malheureusement incapable de vous donner une volumétrie, car je ne dispose pas de statistiques.

Les seuls qui pourraient éventuellement en avoir sont les conseils régionaux de l'Ordre, puisque toute structure d'expertise comptable est tenue d'informer régulièrement son conseil régional dès lors qu'il y a des changements dans la détention du capital.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Quand vous constatez des pratiques que nous définissons comme « prédatrices », c'est-à-dire quand vous observez qu'une entreprise comme Lapeyre est en train d'être désossée et sa trésorerie vidée par un fonds comme Mutaes, jusqu'où s'arrête votre devoir de confidentialité ? Existe-t-il une possibilité de devoir d'alerte, en dehors de l'entreprise elle-même ?

M. Emmanuel Gauzy. Notre profession est soumise à un secret professionnel absolu. Nous n'avons donc aucune capacité à nous exprimer, sauf à être appelé par un juge ou un officier de police judiciaire dans le cadre d'une enquête. Même notre client ne peut pas nous délier du secret professionnel. Le seul cas où nous sommes en dehors de ce champ est celui de la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme : en effet, dans le cadre de Tracfin, pour les déclarations de soupçon, nous ne sommes pas soumis à cette contrainte ; mais sinon, le secret professionnel est absolu.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Les seuls qui peuvent avertir sont donc les commissaires aux comptes. Dans le cas de Lapeyre, le commissaire aux comptes pourrait parfaitement sonner l'alerte. Qui le commissaire aux comptes peut-il alerter ? Et à quel moment ?

M. Emmanuel Gauzy. Aujourd'hui, l'alerte du commissaire aux comptes est prévue pour s'orienter d'abord vers les organes de direction, puis vers l'assemblée générale et, éventuellement, le président du tribunal de commerce.

Mais un autre organe bénéficie d'un pouvoir d'alerte et peut se faire assister d'un professionnel : le CSE. C'est une des structures sur lesquelles il faudrait peut-être envisager de travailler, car ses membres peuvent se faire assister par un expert-

comptable ou un commissaire aux comptes. Dans la mesure où le professionnel travaille pour assister le CSE, il intervient dans le cadre d'une autre mission.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Qu'est-ce que nous, en tant que législateurs, pourrions changer dans la loi pour donner des moyens au CSE ou lui permettre d'être davantage dans l'alerte ? Nous avons entendu de nombreux représentants de CSE nous dire qu'ils étaient dépourvus. Je peine à croire que les salariés ne veuillent pas sonner l'alerte, alors qu'eux-mêmes sont victimes de ces fonds. Qu'est-ce qui permettrait vraiment à un CSE, par exemple celui de Lapeyre, d'avoir les moyens d'alerter, et peut-être d'agir, contre un fonds comme Mutares ?

M. Emmanuel Gauzy. Cela fait partie de l'une des propositions que nous avons formulées. On pourrait envisager l'élargissement du droit d'alerte économique du CSE aux conventions intra-groupe et aux flux remontant vers l'actionnaire. Ce sont précisément des éléments que l'on peut identifier comme annonceurs d'une situation qui se dégrade par la suite.

Ce n'est pas l'expert-comptable qui a le rôle de lanceur d'alerte, ce sont les représentants du personnel, mais ils doivent avoir la capacité d'obtenir l'assistance d'un professionnel dans des situations qui nécessitent une compétence particulière. Le périmètre de l'alerte économique est encadré, mais il ne couvre pas les conventions intra-groupe.

Mme Elisa Martin (LFI-NFP). Pourquoi les fonds souhaitent-ils s'emparer de votre profession ? Est-ce pour des raisons d'argent ou est-ce une stratégie visant à remettre en cause votre indépendance ?

Par ailleurs, vous avez l'habitude d'examiner des situations et des montants de facturation. Lorsque vous vous apercevez qu'il existe une surfacturation d'un service, pouvez-vous avoir recours à l'article 40 du code de procédure pénale et faire un signalement ?

M. Emmanuel Gauzy. Il faudrait que je vérifie. Je ne suis pas persuadé que l'article 40 s'applique dans ce cas. Je n'ai personnellement pas vu cette procédure mise en œuvre.

Je ne dirige pas un fonds, j'ai donc du mal à vous dire quelles sont leurs motivations réelles. Néanmoins, nous sommes une profession présente dans la quasi-totalité des TPE et PME. Au travers de notre profession, ce sont bien ces structures qui sont approchées.

Nous sommes une profession certes réglementée, mais très concurrentielle. Aujourd'hui, celui qui est diplômé d'expertise comptable peut prêter serment et s'installer, il n'y a pas de *numerus clausus* pour les experts-comptables et les commissaires aux comptes. Nous sommes une profession qui emploie un volume significatif de collaborateurs et qui est présente dans tout le tissu économique, notamment les plus petites structures. Est-ce cela que cherchent les fonds en s'intéressant à nos professions ? Peut-être, mais je ne peux pas l'affirmer.

M. le président Emmanuel Mandon. Auriez-vous quelques mots de conclusion pour cette audition ? Nous avons bien relevé des mots importants : « indépendance », « transparence » et « déontologie professionnelle ». Des règles

ont été façonnées par le passé et elles ne semblent absolument pas à remettre en question. En revanche, la question du temps se pose vraiment : l'intervention est souvent trop tardive ou impossible.

M. Emmanuel Gauzy. Je voudrais surtout vous remercier de nous avoir entendus. Bien évidemment, notre syndicat est à votre disposition pour répondre à toute demande que vous pourriez formuler. Nous espérons que la contribution que nous avons apportée aujourd'hui vous sera utile.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie. Bien que nous ne vous ayons pas adressé de questionnaire préalable, si vous disposez d'éléments complémentaires pouvant éclairer nos travaux, nous sommes bien sûr preneurs. Nous nous permettrons également de vous renvoyer quelques questions.

*

* *

45. Audition de MM. Patrick Pailloux, délégué général de l'armement (DGA), et Benoît Laroche de Roussane, directeur de l'industrie de défense (7 mai 2026)

M. le président Emmanuel Mandon. Nous accueillons la direction générale de l'armement, aujourd'hui représentée par M. Patrick Pailloux, délégué général pour l'armement, et M. Benoît Laroche de Roussane, directeur de l'industrie de défense. Il s'agit d'une audition complémentaire, souhaitée par notre rapporteure, afin d'approfondir notre niveau d'information sur un certain nombre de dossiers sensibles, comme Atos et Europlasma, dont l'actualité a nourri nos travaux et qui ont été largement évoqués lors de nos précédentes auditions.

Avant de commencer nos échanges, je me dois de vous rappeler que l'article 6 de l'ordonnance du 17 novembre 1958 relative au fonctionnement des assemblées parlementaires impose aux personnes auditionnées par une commission d'enquête de prêter serment de dire la vérité, toute la vérité, rien que la vérité.

(MM. Patrick Pailloux et Benoît Laroche de Roussane prêtent serment.)

M. Patrick Pailloux, délégué général pour l'armement. Dans ce propos introductif, je tâcherai d'expliquer nos méthodes de travail, avec le souhait d'illustrer les réponses que nous serons amenés à faire à vos questions.

Il faut repartir de ce que j'appellerai le « modèle français de défense », tel qu'il a été voulu par le général de Gaulle, pour doter la France de l'arme nucléaire, et qu'il a été mis en œuvre dans les années soixante, notamment par Pierre Messmer lorsqu'il était ministre des armées. Ce modèle repose sur trois piliers : une armée, une direction générale de l'armement (DGA) et une base industrielle et technologique de défense (BITD).

L'idée sous-jacente, qui a conduit à la création de la DGA et à celle du Commissariat à l'énergie atomique (CEA), était que si la France voulait se doter de l'arme nucléaire en toute souveraineté, elle devait, d'abord, avoir une armée capable d'opérer. Je n'y reviens pas, c'est une évidence et nous mesurons tous les jours à

quel point nos armées sont capables d'agir en toute souveraineté et de façon très opérationnelle. Mais cela suppose aussi une capacité à disposer, le plus possible en toute souveraineté, des équipements dont les armées ont besoin : cela veut dire, en pratique, qu'il faut non seulement avoir des industriels capables de produire ces armements, mais aussi, à la DGA, avoir des ingénieurs et des techniciens capables de comprendre le fonctionnement des missiles (ou des moteurs d'avions de chasse) et les conditions de poussée, de matériaux ou d'investissements en recherche et développement (R&D) requises pour obtenir les caractéristiques et performances recherchées pour ces missiles (ou avions).

La DGA regroupe aujourd'hui 10 700 personnes, dont huit mille à la direction de l'ingénierie et de l'expertise. Le cœur de la DGA, c'est donc notre capacité à conduire des programmes d'armement et à les livrer à temps... mais aussi une capacité technique à « challenger » les propositions des industriels et à leur dire, le cas échéant, que leurs solutions ne conviennent pas.

La souveraineté de la France repose sur une souveraineté industrielle : pour être souverain, il faut être capable de produire, d'utiliser et d'exporter, de façon libre et souveraine, les équipements dont nous avons besoin. C'est ainsi que nous raisonnons et, à cet égard, les comparaisons sont rassurantes : nos armées et nos armements fonctionnent, on le voit tous les jours, notamment en Méditerranée orientale en ce moment.

Pour autant, la souveraineté absolue, c'est-à-dire la capacité à tout faire seul, n'existe pour personne, pour deux raisons. La première, c'est que personne – pas plus nous que les Américains, les Chinois ou les Russes – ne dispose sur son territoire de la totalité des ressources (ne serait-ce qu'en terres rares) pour tout faire. La seconde raison, c'est que tout faire seul, du début à la fin, est financièrement inatteignable, y compris pour de très grands pays. Dès lors, le travail très précis et détaillé que mène la DGA pour garantir notre souveraineté s'appuie sur une série de critères.

Le premier critère est la sensibilité du sujet : chacun comprend que la sensibilité en termes de souveraineté n'est pas la même pour une arme nucléaire et pour un bus de transport de militaires... (*Sourires.*) Pour certains sujets, la sensibilité est extrême, alors que, pour d'autres, elle est voisine de zéro. Nos efforts sont donc proportionnels à cette sensibilité.

Le deuxième critère est la disponibilité des sources d'approvisionnement, qu'il s'agisse de matières premières, de pièces détachées ou d'armes. La situation n'est pas la même s'il n'existe qu'une seule source dans un seul pays ou si de nombreuses sources sont disponibles partout en Europe et dans le monde. S'il n'existe qu'une seule source pour un produit extraordinairement sensible, nous devons être totalement souverains. Si, à l'inverse, quatorze entreprises en Europe fabriquent un produit non sensible, nous trouverons toujours une source d'approvisionnement et sa disponibilité immédiate est moins critique.

Le troisième critère est notre capacité de réaction en cas de problème d'approvisionnement, y compris en France – par exemple, à la suite d'un accident industriel (incendie, etc.). Nous évaluons donc le temps et le coût nécessaires pour

se doter à nouveau d'une capacité de production, en anticipant la criticité de ce besoin et en gérant des stocks.

Enfin, le quatrième critère est le coût global de ces choix, en termes de prix comme de délais.

C'est ainsi que nous travaillons. Pour un missile de dissuasion, nous remonterons toute la chaîne d'approvisionnement et de sous-traitance de chaque petite pièce. Pour un bus, en revanche, nous considérerons qu'il n'y a pas de sujet de souveraineté, car nous trouverons toujours des solutions de transport et des constructeurs. C'est donc un travail au cas par cas, que nous menons, le cas échéant, morceau par morceau.

De quels outils disposons-nous pour agir, notamment vis-à-vis des industriels ? Nous avons essentiellement deux types de capacités.

Nous pouvons d'abord réglementer, s'agissant des investissements étrangers en France, à travers des comités de sécurité dans les entreprises, des autorisations d'exportation, des licences de fabrication, etc.

Cependant, l'outil réglementaire n'est pas la panacée : quand une entreprise va bien, il ne pose pas de problème ; mais si une entreprise est en difficulté, la mobilisation d'un outil réglementaire qui conduirait *in fine* à sa disparition serait contre-productif, notre objectif étant bien d'avoir des industriels capables de produire pour nous.

Notre deuxième mode d'action est l'influence, qui passe elle-même par deux leviers. Premièrement, c'est celui qui achète qui décide : nous sommes les clients, nous payons avec l'argent des citoyens français, donc nous décidons. Deuxièmement, nous disposons d'une connaissance extrêmement fine de notre BITD, qui compte quatre mille cinq cents entreprises et dont nous ne rendons pas la liste publique pour ne pas aider nos ennemis à localiser nos capacités de production. Connaître cette BITD est notre mission, pour les raisons que j'ai exposées initialement. Pour ce faire, la DGA dispose d'une direction de l'industrie de défense, dirigée par M. Benoît Laroche de Roussane, qui a pour mission de mener ce travail fin de garantie de notre souveraineté et de la capacité de nos forces armées à opérer.

M. le président Emmanuel Mandon. Je vous remercie pour ces précisions. Vous avez posé un cadre très utile pour nos travaux.

Je voudrais revenir sur la question du regroupement des activités sensibles et stratégiques du groupe Atos au sein d'une entité particulière, la nouvelle société Bull. Cette question a donné lieu à des déclarations qui peuvent paraître contradictoires. Nous avons été alertés par des organisations syndicales, qui ont affirmé que ce regroupement avait été empêché par la pression des créanciers, en dépit de la position qu'aurait pu exprimer la DGA. Hier, les représentants du ministère des finances semblent pourtant avoir déclaré que ce regroupement avait bien eu lieu. Qu'en est-il exactement à votre connaissance ? La DGA a-t-elle exprimé une position particulière à ce propos et, si oui, sous quelle forme ? L'organisation actuelle des activités sensibles antérieurement assurées par le groupe

Atos rencontre-t-elle votre agrément, compte tenu des impératifs de sécurité et de souveraineté nationales ?

M. Patrick Pailloux. Le dossier Atos, que je suis depuis de nombreuses années de par mes fonctions, va me donner l'occasion d'expliquer comment nous avons travaillé.

Quand la question de l'avenir des activités historiques de Bull, aujourd'hui logées dans Atos, s'est posée, nous avons mené le travail que j'ai décrit précédemment, en identifiant les enjeux de souveraineté et de criticité. Dans ce cas, il y en avait essentiellement deux.

Le premier, extraordinairement critique, est notre capacité à disposer de supercalculateurs en toute souveraineté, notamment pour la dissuasion nucléaire et la simulation. C'est la raison pour laquelle l'État est devenu propriétaire de ce qui s'appelle aujourd'hui « Bull »... à ne pas confondre avec « Bull SAS », qui est logé chez Atos.

Le deuxième enjeu concerne les activités de cybersécurité, pour l'essentiel logées chez Avantix. Ce sont des activités importantes, mais qui, selon le raisonnement que j'ai exposé, sont substituables. Ces activités ne contiennent pas d'éléments pour lesquels il serait impossible de trouver d'autres acteurs français dans des délais raisonnables au regard de nos besoins.

Ce sont donc des activités importantes et sensibles, mais il existe de nombreux autres acteurs en matière de cybersécurité en France. Cela ne veut pas dire que nous souhaitons changer de prestataire, mais plutôt que n'aurions pas de difficulté à trouver des solutions de remplacement si nécessaire, même si cela prendrait un peu de temps.

Pour nous donner les moyens de gérer la situation en cas de problème, ces activités sont couvertes par une convention de sécurité avec Atos et Bull SAS, qui nous garantit de ne pas nous retrouver dans une situation difficile, le cas échéant.

La situation actuelle nous convient et c'est la position que la DGA a exprimée. Nous avons toujours dit que notre enjeu central était celui des supercalculateurs, pour lesquels nous ne pouvons pas nous passer d'une capacité souveraine : ce serait une activité difficile à recréer, car c'est une industrie lourde qui nécessite de gros investissements. Dans la configuration présente : d'une part, l'État est propriétaire du « nouveau Bull » via l'Agence des participations de l'État (APE), ce qui nous donne une garantie absolue ; d'autre part, la convention de sécurité avec Atos et Bull SAS nous protège en cas de problèmes.

Ces développements ne couvrent pas l'ensemble de la problématique de l'avenir d'Atos, mais, comme je l'ai expliqué, mon travail est de me concentrer sur les problématiques de souveraineté.

M. le président Emmanuel Mandon. Vous avez déclaré, le 15 avril, dernier devant la commission de la défense que la DGA travaillait avec le groupe Europlasma sur un projet concernant ses activités de défense. La ministre des armées y est d'ailleurs revenue hier, en réponse aux interrogations de notre collègue Aurélien Saintoul sur l'activité des Forges de Tarbes, dans le cadre du débat sur la

révision de la loi de programmation militaire. Les explications fournies par le PDG du groupe Europlasma devant notre commission m'ont paru confuses et insuffisamment convaincantes. Les éléments en votre possession vous permettent-ils, ce matin, de nous rassurer quant à la réalité d'un projet industriel et à sa compatibilité avec nos impératifs de souveraineté et de sécurité nationale ?

M. Patrick Pailloux. Le sujet d'Europlasma, notamment celui des Forges de Tarbes, est important pour nous, car ces forges fournissent les corps creux pour les obus d'artillerie de 155 mm. Or le conflit en Ukraine a montré le caractère essentiel d'une capacité à produire ces obus et que KNDS, qui les fabrique, n'a pas vraiment d'autre option que celle-là pour s'approvisionner en corps creux. Avant ce conflit, les obus de 155 mm n'étaient pas au cœur de nos préoccupations.

Lorsqu'Europlasma a repris les Forges de Tarbes, l'entreprise comptait vingt-et-un salariés et avait une toute petite capacité de production (quelques milliers d'obus). Aujourd'hui, une centaine de personnes y travaillent, pour une capacité de production de soixante-cinq mille corps d'obus en 2026, que nous espérons porter à cent mille en 2027 ; cette perspective implique une multiplication par trois du chiffre d'affaires de l'entreprise, pour atteindre environ 14 millions d'euros (M€). Nous avons vraiment besoin de cette capacité et Europlasma a investi dans l'entreprise, avec une participation de l'État par des avances remboursables à hauteur de 7,8 M€ (dont les remboursements ont commencé).

Europlasma nous a approchés pour nous informer de son souhait de vendre cette activité, ce qui est son droit. Notre enjeu n'est pas de veiller à ce qu'Europlasma demeure propriétaire des Forges de Tarbes, mais de préserver un outil industriel dont nous avons besoin et de garantir sa pérennité et son maintien. Il est extraordinairement fréquent que nous nous trouvions dans cette situation : de nombreux fonds d'investissement, entreprises, actionnaires ou patrons de PME nous sollicitent régulièrement pour leur trouver des successeurs et notre travail est alors toujours le même – et c'est celui qui est actuellement mené concernant Europlasma. Ils nous présentent leurs projets et nous évaluons s'ils ont du sens, s'ils vont dans la bonne ou la mauvaise direction. Nous agissons en tentant de convaincre ou en utilisant les outils à notre disposition pour définir les garanties que nous souhaitons et défendre nos préoccupations.

S'il n'est jamais agréable, pour une entreprise, de changer régulièrement d'actionnaire, mon rôle est de veiller au maintien de l'outil industriel indispensable à la souveraineté du pays : si le nouveau système est équivalent ou meilleur, c'est une bonne chose ; s'il est moins bon, alors un problème se pose. Tel est le travail que la DGA, en particulier la direction de l'industrie de défense, mène de façon quotidienne. Cela concerne, parfois, de très petites entreprises que nous accompagnons et aidons, par exemple en essayant de leur trouver des fonds d'investissement : vous connaissez, par exemple, le dialogue de place lancé par le Premier ministre Sébastien Lecornu lorsqu'il était ministre des armées, puis par la ministre Catherine Vautrin, pour inciter les fonds à investir dans nos entreprises.

Nous menons donc aujourd'hui un travail de régulation avec Europlasma, notamment sur les dossiers des Forges de Tarbes et de la Fonderie de Bretagne, pour

les mortiers de 120 mm. À l'heure où je vous parle, rien n'est figé, je n'ai pas connaissance d'un projet définitivement abouti et nous suivons donc cette activité.

M. le président Emmanuel Mandon. Vous nous indiquez donc que la situation reste sous contrôle.

M. Patrick Pailloux. Ce n'est pas ce que j'ai dit, car je n'ai pas la capacité de contrôler la situation. Simplement, nous sommes informés et suivons le dossier.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. Notre commission d'enquête porte sur les pratiques prédatrices de certains fonds, qui mettent la main sur de multiples entreprises françaises, peuvent en vider la trésorerie, en vendre les murs et, finalement, les « piller », les condamnant soit à la faillite, soit à une mort lente.

Dans notre enquête, le cas d'Atos est ressorti, peut-être plus que les autres, par son ampleur. Il s'agit de la première entreprise numérique de France : quand on parle de souveraineté numérique nationale, on pense évidemment à Atos. Or, fin 2024, par le biais d'un plan de sauvegarde, Atos a été vendu à ses créanciers et actionnaires. L'entreprise se retrouve ainsi entre les mains de quelques fonds spéculatifs étrangers, qui ont formé une double holding luxembourgeoise, où la plupart des actifs d'Atos sont gagés.

Comment se fait-il que Bercy et la DGA n'aient pas vu le danger de ce plan de sauvegarde, alors que des activités militaires se retrouvaient ainsi captées par des fonds spéculatifs étrangers ?

Y a-t-il eu des alertes de la DGA à ce moment-là ? Des recommandations ont-elles été formulées fin 2024, lorsque ce plan de sauvegarde a été conçu ? Y a-t-il eu des réponses de la part du Gouvernement ?

M. Patrick Pailloux. Nous partageons évidemment votre analyse. Toute ma carrière a été dédiée à la sécurité nationale et aux fonctions régaliennes ; vous aurez du mal à trouver quelqu'un de plus convaincu que moi des enjeux de souveraineté et, étant issu du monde du numérique, je suis particulièrement sensible à ce que vous dites sur Atos.

Notre objectif était double : d'une part, veiller à ce que la France garde le contrôle et la pleine souveraineté sur l'activité de supercalculateurs ; d'autre part, faire en sorte de ne pas perdre, à court terme, l'ensemble de nos activités en matière de cybersécurité. C'est exactement ce qu'a fait l'État, notamment la DGA qui a suivi ce dossier de très près, avec un nombre incalculable de réunions pour accompagner l'évolution de la situation. C'est la raison pour laquelle une convention de sécurité a, à tout moment, protégé les actifs, ce qui a d'ailleurs permis le rachat de l'activité Supercalculateurs par l'APE.

La solution actuelle me paraît satisfaisante, du moins au regard de ces problématiques de souveraineté. Concernant la vie des entreprises, plus elles sont nombreuses à être fortes en France dans tous les domaines, notamment le numérique, plus je suis satisfait... mais je ne peux pas maîtriser la totalité de leurs activités.

Nous avons constamment cherché à ne pas mener d'actions contraires à l'intérêt général de l'entreprise, pour éviter de perdre totalement l'activité. Je suis donc plutôt enclin à me féliciter du travail mené par l'État, puisque l'État a fini par racheter l'activité « cœur » pour le nucléaire. Quant aux activités sensibles, elles se trouvent protégées par une convention de sécurité, pour l'essentiel au sein d'Avantix, et l'entreprise me semble commencer à aller mieux. Nous avons bien suivi le dossier et fait évoluer nos positions en fonction des événements et des changements de gouvernance : l'objectif final de la DGA et du ministère des armées a toujours été de protéger ce dont nous avons besoin et le résultat, à cet égard, me paraît satisfaisant.

S'agissant du plan de sauvegarde de 2024, la DGA ne se prononce jamais sur l'identité du repreneur, car ce n'est pas son rôle. Elle est interrogée sur les activités sensibles et ce qu'il faut protéger ; son rôle est de veiller à ce que, dans tous les mouvements qui se produisent, nos intérêts soient préservés. Nous avons donc toujours souligné que, quoi qu'il advienne, nous voulions protéger en priorité les activités de supercalculateurs, nous avons tenu cette position bien avant 2024 et nous avons veillé à ce que ces activités sensibles restent protégées.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. La vente intervenue fin 2024 concernait toutefois des activités militaires sensibles.

À l'époque, Atos comprenait non seulement les supercalculateurs, mais aussi toute la cybersécurité et les activités de maintien en condition de sécurité (MCS), incluant la connectique réseau des Rafale, le programme Scorpion, le service de renseignement Artemis et, il me semble, les commandes nucléaires, qui ont ensuite été vendues à Alten.

Des fonctions très sensibles du point de vue militaire dans Atos sont donc passées sous la propriété de fonds spéculatifs étrangers. Ma question est donc la suivante : au regard de ces activités militaires sensibles, la DGA s'est-elle inquiétée de ce plan de sauvegarde ?

M. Patrick Pailloux. Oui et c'est précisément la raison pour laquelle une convention de sécurité a été discutée, signée et mise à jour pour protéger les activités sensibles que vous avez citées. Les connectiques des Rafale, par exemple, constituent une activité sensible et nous les avons protégées par cette convention de sécurité, mais nous pourrions trouver un autre industriel capable de fabriquer ces connectiques, si nécessaire. C'est ce que j'évoquais tout à l'heure en parlant de « proportionnalité ».

En toute franchise, nous avons plutôt tendance à être trop exigeants qu'à l'être insuffisamment, tout en restant raisonnables pour les raisons que j'ai expliquées. Le travail de la DGA, qui est composée d'ingénieurs et de techniciens, est de rationaliser les débats et d'évaluer la réalité des enjeux. Jusqu'à maintenant, nous ne nous sommes jamais trompés au point de nous retrouver dans une situation où nous n'étions plus capables de produire nos missiles, nos sous-marins, nos navires ou nos chars.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Cette convention de sécurité couvre-t-elle toutes les activités stratégiques et sensibles du point de vue militaire ?

M. Patrick Pailloux. Elle couvre toutes les activités que nous avons estimées sensibles. Sans doute ne couvre-t-elle pas certaines activités que nous jugeons moins critiques, parce que nous disposerions, si nécessaire, d'une deuxième source d'approvisionnement.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pourriez-vous nous préciser quelles sont, de votre point de vue, ces activités sensibles et stratégiques protégées par la convention de sécurité ? Bercy, que nous avons auditionné, partage-t-il votre point de vue concernant ces activités ?

Par ailleurs, que permet concrètement cette convention de sécurité ? A-t-elle des failles potentielles ? Détectez-vous des risques liés au fait que cette convention ne serait pas assez étendue ou auriez-vous souhaité qu'elle le soit davantage ?

M. Patrick Pailloux. Je ne vous donnerai pas ici la liste des activités sensibles, pour des raisons de confidentialité, mais nous pourrions vous la communiquer par ailleurs.

S'agissant de votre deuxième question, je vous confirme que nous nous mettons d'accord avec Bercy – je n'ai d'ailleurs pas d'exemple récent de dossier sur lequel nous ne nous serions pas mis d'accord le ministère des finances. L'État est un, juridiquement, ce qui n'empêche pas que nous argumentions et expliquions, en tant que de besoin, ce qui est sensible et ce qui ne l'est pas de notre point de vue.

Quant à savoir si la convention de sécurité couvre totalement et parfaitement ces activités, je pense pouvoir vous répondre par l'affirmative.

Il n'existe certes jamais de garantie absolue : je ne connais pas de système à l'abri d'un incendie, d'une catastrophe ou d'un retournement économique. Mais « dans les conditions de température et de pression actuelles » et celles qui ont prévalu lors des discussions sur la convention et sa mise à jour (2024-225), la réponse est positive : nous ne l'aurions pas acceptée si nous n'avions pas estimé qu'elle couvrirait raisonnablement les risques – en prenant également en considération le fait que nous saurions trouver et développer une deuxième, voire une troisième, source en France avec les industriels concernés par l'ensemble de ces activités.

La situation avec Atos n'est pas satisfaisante, mais nous saurions faire face en cas de problème. Nous ne sommes donc pas inquiets – ce qui n'est pas le cas pour les supercalculateurs, où il n'existe pas de « plan B ».

M. Benoît Laroche de Roussane, directeur de l'industrie de défense. La convention de sécurité nous donne un certain nombre de droits, mais elle installe aussi (et surtout) un comité de sécurité que nous présidons, qui nous permet de suivre la vie quotidienne et les décisions stratégiques prises pour ces activités sensibles et de nous assurer qu'elles ne mettent pas en péril leur pérennité. Cette convention installe donc, sinon une gouvernance partagée, du moins un espace de

discussion et elle nous donne accès à de nombreuses informations pour veiller à ce que, dans la durée, les engagements pris soient tenus.

M. Patrick Pailloux. Ce point est effectivement crucial : ce que nous importe est la poursuite de cette activité, des mouvements brutaux qui conduiraient à son arrêt doivent être évités à tout prix. Pour assurer la souveraineté française, il faut que l'entreprise se développe. C'est pourquoi il est si important que nous participions à sa gouvernance, pour bien comprendre ce qui s'y passe et voir si l'activité est en train de croître ou de chuter.

Au sein de la BITD, en moyenne, l'activité de défense des PME et ETI représente 20 % de l'activité de l'entreprise : cela signifie que ce n'est pas nous qui faisons vivre l'entreprise ; 20 %, c'est beaucoup, mais ce n'est pas 80 %... Il est donc extrêmement important que nous connaissions les autres activités de l'entreprise pour voir si, comme nous le souhaitons, elle se développe. Nous devons donc faire attention, dans nos propres actions et nos marchés militaires, à ne pas la déstabiliser : s'il y a un creux dans ses commandes civiles, pouvons-nous le combler ? C'est tout le travail que nous menons au quotidien et c'est pourquoi nous tenons tant à être présents dans les instances de gouvernance, au travers de comités de sécurité et même sans droit de vote : cela nous permet de savoir ce qui se passe et, le cas échéant, d'agir.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Confirmez-vous que la direction générale de l'armement a demandé le regroupement des activités sensibles d'Atos dans une entité dédiée, dénommée Avantix, dont vous avez parlé tout à l'heure ? Cette information a circulé dans la presse et elle a été mentionnée plusieurs fois lors de nos auditions. Si c'est bien le cas, pourquoi avez-vous demandé ce regroupement ? Quel risque aviez-vous identifié ?

M. Patrick Pailloux. Nous n'avons jamais exigé le regroupement de ces activités au sein d'Avantix, même s'il facilite objectivement notre tâche. Il s'avère que l'essentiel des activités sensibles d'Atos a été regroupé au sein d'Avantix... mais pas toutes.

Ce que nous avons exigé et obtenu, c'est la couverture par la convention de sécurité de l'ensemble des activités sensibles d'Atos. Cependant, dans une entreprise, on ne peut pas découper une activité en morceaux pour les déplacer ; certaines activités sont si petites qu'elles doivent être adossées à d'autres pour survivre. C'est ce que j'expliquais tout à l'heure : nous essayons de ne pas nuire aux entreprises, notre intérêt est que cette entreprise se développe et aille bien.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je précise ma question. À défaut d'exigence, y a-t-il eu une recommandation de la DGA pour que les activités sensibles d'Atos soient regroupées au sein d'une même structure, en l'occurrence Avantix ?

M. Patrick Pailloux. Nous avons sûrement indiqué, en réunion, que nous préférons qu'elles soient, autant que possible, regroupées au sein d'Avantix.

Dans ces discussions qui impliquent d'innombrables réunions, à la totalité desquelles M. Laroche de Roussane et moi-même n'avons pu participer, nous

essayons de comprendre la situation. Si l'entreprise nous explique que placer une activité dans Avantix serait contraire à son bon fonctionnement, nous conviendrons que ce n'est pas dans l'intérêt de l'entreprise. En revanche, nous exigerons et obtiendrons que cette activité soit protégée par la convention de sécurité.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Quelle est la force de cette convention de sécurité, en particulier quand la structure du capital d'une entreprise ne correspond pas à un bon capitalisme « familial », mettant sa production au service des intérêts nationaux ? L'enjeu reste important, même si vous dites que les activités couvertes par cette convention pourraient être produites par d'autres en France.

Dans votre évaluation des risques, comment ne pas prendre en compte la structure du capital et le poids des créanciers devenus actionnaires, dont les intentions ne sont pas d'assurer au pays des garanties sur certaines productions, mais plutôt de retirer le plus de richesses possible des entreprises ?

M. Patrick Pailloux. Nous considérons que cette convention de sécurité est suffisamment protectrice, grâce aux garanties qu'elle apporte. Même si elle ne garantit pas absolument l'avenir d'Atos (car il n'y a jamais de garantie absolue), elle nous permet de « voir venir » et d'avoir le temps de réagir. Notre objectif n'étant pas de « tuer » l'entreprise, il faut bien que nous ayons un débat avec les actionnaires et le management, car ce sont eux qui gèrent l'entreprise au quotidien. Le plus important pour nous est d'être présent auprès du management et de travailler avec des gens de confiance.

Nous ne nous désintéressons pas des actionnaires, mais notre capacité à agir sur ce point est faible. Par ailleurs, la nationalité de l'actionnaire n'épuise pas le débat : nous préférons évidemment que les actionnaires soient français, mais certains actionnaires français ont pu très mal se comporter par le passé... tandis qu'avec certains actionnaires étrangers, tout a pu très bien se passer, même si les négociations initiales ont pu être très dures.

Pour nous, l'essentiel se situe au niveau du management. Un actionnaire dispose de moyens financiers de captation des revenus, mais son vrai pouvoir se limite surtout à décider de vendre l'entreprise ou renvoyer le management.

C'est pourquoi nous sommes si exigeants sur les questions de management, sur le fait d'avoir un droit de regard et de pouvoir discuter avec les dirigeants : c'est le cœur du sujet, car notre objectif ultime reste que l'entreprise se développe.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Ma question n'est pas celle-ci. Quel lien faites-vous entre le risque, par exemple de rupture de production ou de baisse de qualité, et la structure même de l'actionnariat (plutôt que sa nationalité), avec la transformation de créanciers en détenteurs de capital dans des logiques qui ne sont pas neutres ?

Nous sommes ici confrontés à des fonds que d'aucuns qualifient de « vautours » et dont l'un des enjeux est de s'approprier la richesse de l'entreprise, parfois indépendamment de son développement. Au-delà de la convention de sécurité, comment évaluez-vous les risques lorsque des fonds de cette nature s'imposent dans des entreprises dont nous surveillons la production ?

M. Patrick Pailloux. J'avais mal compris votre question. Moins nous connaissons le fonds, plus nous nous interrogeons et plus nous sommes attentifs à son activité. Nous sommes très attentifs à son comportement, notamment dans le dialogue avec le management.

Objectivement, je ne connais cependant pas beaucoup de fonds « raisonnables » qui n'aient pas intérêt à ce que l'entreprise se développe, car les fonds ont vocation à revendre. Mais si nous estimons qu'un fonds a pour objectif de détruire l'entreprise, ce qui n'est pas le cas le plus fréquent, nous mettrons toute notre énergie à l'en empêcher.

M. Benoît Laroche de Roussane. Notre travail d'influence consiste aussi à connaître les fonds et à faire connaître à ceux qui souhaitent investir dans la défense les contraintes et les opportunités de ce secteur (ainsi que le regard très vigilant que nous porterons sur leur action).

C'est l'un des enjeux du « club des investisseurs » que nous avons créé, il y a un an, et qui vise à éduquer ces fonds français à ce qu'implique un investissement dans la défense. Un certain nombre d'entre eux adhèrent à cette démarche, ont signé une charte d'engagement et s'engagent à être transparents. Nous restons vigilants, car il ne faut pas être naïf... mais ce travail de connaissance des fonds est important, car il nous permet d'adapter notre vigilance et notre mode d'action avec eux.

M. Patrick Pailloux. En pratique, mon problème est souvent inverse : il est surtout d'attirer des fonds qui sont réticents à investir dans la défense, de crainte que nous ne les empêchions d'agir librement. C'est probablement la preuve que nous devons être un peu contraignants...

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Si vous étiez confrontés à un fonds qui démantèle les entreprises pour s'approprier leurs richesses, – car ils sont plus répandus que vous semblez le dire, – quelles seraient vos marges de manœuvre avec le Gouvernement ?

M. Patrick Pailloux. Il n'y a pas de solution magique. Je vous ai présenté tous les outils réglementaires et d'influence dont nous disposons, notamment parce que c'est nous qui achetons et payons – c'est un levier extrêmement puissant, même s'il doit être utilisé avec parcimonie, puisque notre objectif n'est pas de tuer l'entreprise, bien au contraire. Il y a aussi tous les outils de l'État : BPIFrance, l'APE, etc.

Le point le plus important, pour nous, est de détecter le problème le plus tôt possible grâce à notre dialogue avec le management, afin d'avoir le temps de mobiliser nos moyens. Le temps est un facteur essentiel.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). En tant qu'ancien directeur de cabinet du ministre, de quand date, à votre connaissance, la première alerte remontée au ministère sur la situation d'Atos ?

M. Patrick Pailloux. Je ne sais pas répondre à cette question. Nous avons toujours suivi Atos de manière extrêmement précise, y compris pour ses activités de renseignement.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Considérez-vous que l'évolution de la situation a fait franchir un seuil ? Vous dites avoir suivi Atos depuis très longtemps, y compris dans vos fonctions qui ont précédé celles au cabinet du ministre. Le plan de sauvegarde de 2024 ne résulte-t-il pas d'une préoccupation (ou d'une mobilisation) d'une nature nouvelle au sein de l'État ?

M. Patrick Pailloux. Je n'ai pas cette impression. Il y a eu des moments plus ou moins intenses et de nombreux changements de management chez Atos, que nous avons suivis de près. J'ai rencontré ses différents patrons dans mes différentes fonctions. Mais l'activité Supercalculateurs a toujours été au cœur des préoccupations régaliennes, sans préjudice du fait qu'avoir des entreprises leaders en Europe dans le numérique est une préoccupation légitime du Gouvernement.

Ces activités sont très cycliques, avec un marché étroit et de grosses opérations. Il est difficile d'y occuper une position de leader. Même aux États-Unis, Cray a pu être rachetée par une toute petite entreprise.

Il y a eu beaucoup d'évolutions technologiques. Aujourd'hui, l'intelligence artificielle repose sur des assemblages de cartes de calcul accélératrices, ce qui n'était pas le cas des supercalculateurs il y a cinq ans. Objectivement, je pense que la France a réussi une belle performance en conservant un fabricant parmi les leaders mondiaux en matière de supercalculateurs.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). La meilleure façon de se prémunir des effets nuisibles du caractère cyclique de ces activités n'est-elle pas de les faire porter par un groupe intégré ?

M. Patrick Pailloux. En matière de supercalculateurs, le vrai savoir-faire repose dans la capacité à concevoir et assembler différents morceaux : composants, systèmes de refroidissement, « fond de panier » pour l'interconnexion entre les calculateurs, mémoire, etc.

Indépendamment de la viabilité économique, c'est ce savoir-faire que nous avons veillé à conserver et nous nous sommes parfois inquiétés de voir partir les ingénieurs qui le portaient. Le fait que ce savoir-faire soit adossé à des activités de logiciel ou de service n'est pas ce qui compte, même si cela peut aider économiquement.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Vous vous abtenez de porter un jugement sur la question de la cohérence économique, mais ce que j'ai dit sur le caractère « intégré » d'un groupe ne vous paraît pas complètement absurde...

M. Patrick Pailloux. Ce n'est certainement pas absurde. À plus de soixante ans, issu du monde du numérique, j'ai toutefois appris à être extraordinairement prudent concernant les personnes qui prétendent savoir comment construire une entreprise pérenne dans ce secteur : j'ai rencontré de nombreux dirigeants d'Atos, qui tous m'ont présenté une vision différente de la bonne manière de faire vivre l'entreprise...

Les activités dans le numérique, le cyber, le logiciel et le service connaissent des retournements très rapides, avec des plans stratégiques qui évoluent. La stratégie

n'est pas une science exacte et je suis incapable de vous dire quel est le bon choix pour les dix ans à venir.

Nous avons cherché à protéger ce dont nous avons vraiment besoin, notamment pour la dissuasion nucléaire, et je pense qu'en regardant les vingt ou trente dernières années, le résultat n'est pas si mauvais. L'activité vit, elle est rentable et c'est une belle performance. Même les Américains ont eu du mal à obtenir ce résultat.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Les différents ministères ont-ils soutenu des plans différents ? Quelles étaient les différences entre Bercy et l'hôtel de Brienne sur ce dossier ?

M. Patrick Pailloux. Nous avons toujours réussi à nous mettre d'accord, même si nous portons des approches différentes : l'APE a sa vision économique, Bercy sa vision industrielle globale et nous, la nôtre. Ces discussions ont une grande valeur pour que l'activité perdure, c'est si elles n'existaient pas que nous aurions un problème. Nous nous en sommes beaucoup parlé entre directeurs de cabinet et directeurs d'administration et si nous avons choisi un directeur de l'industrie de défense issu du monde économique, ce n'est pas un hasard.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Je partage entièrement ce que vous dites sur la nécessité d'une diversité de points de vue entre les différents services de l'État pour aboutir à une convergence. Pourriez-vous cependant détailler un peu plus les points de départ de chacun pour arriver à cette convergence ? Est-il arrivé que l'un des ministères propose un scénario et qu'il ait fallu un chemin important pour que son homologue l'adopte ?

M. Patrick Pailloux. La réponse est négative et je suis totalement affirmatif sur ce point. J'ai eu d'innombrables discussions avec la direction générale des entreprises (DGE) et l'APE sur les différents scénarios et nous ne nous sommes jamais trouvés dans une situation où nos volontés divergeaient – notamment parce que notre rôle et notre « science » ne sont pas de « vouloir un scénario » (ou définir un modèle économique) mais de protéger certaines activités.

Des débats sont possibles si nous estimons qu'une solution proposée ne les protège pas suffisamment, mais déterminer la « bonne » solution est vraiment le rôle de Bercy. Et jamais Bercy ne s'est opposé à la nécessité de préserver les activités que nous souhaitons protéger.

Il a pu arriver que Bercy nous reproche de ne pas avoir été assez clairs sur ce qu'il fallait protéger – et de tels échanges sont normaux. De même, nous avons pu reprocher à Bercy de proposer une solution imparfaite : un dialogue existe et prospère, mais je n'ai pas de souvenir de désaccords sur le dossier Atos – ni d'ailleurs sur aucun autre, car, en définitive, nos objectifs sont identiques. Disons simplement qu'il n'est pas toujours facile de trouver la bonne solution (ou la moins mauvaise...) pour que l'entreprise se développe.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Pourquoi les autres scénarios, en particulier le rachat incluant Big Data & Security (BDS), Mission-Critical Systems (MCS) et l'offre à 700 M€, ont-ils échoué, alors que les acteurs positionnés étaient,

pour la plupart, des entreprises dont l'État est un actionnaire suffisamment important pour emporter la décision ?

M. Patrick Pailloux. Ils ont principalement échoué pour des raisons financières. Le prix souhaité par l'entreprise a été jugé déraisonnable. Comme nous avions, par ailleurs, protégé les activités sensibles par la convention de sécurité, il n'y avait pas de raison de dilapider l'argent public, directement ou indirectement, dans une opération que nous n'estimions pas bonne financièrement. C'est ce qui a guidé la décision finale.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Il n'a donc pas été jugé opportun d'essayer de contraindre les créanciers ?

M. Patrick Pailloux. La question ne s'est pas posée en ces termes. D'abord, je ne sais pas quel outil nous aurait permis de contraindre les créanciers. Ensuite, en tant qu'actionnaire d'une entreprise, nous n'allons pas la forcer à acheter un actif à un prix déraisonnable et qui la mettrait en mauvaise situation, dès lors que nous estimons que l'opération n'est pas intéressante financièrement et que nous n'avons pas de problème de sécurité. Je ne vois pas pourquoi nous aurions dû nous mettre en danger et mettre en danger d'autres actifs. C'est le raisonnement qui a été tenu.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Le projet Artemis.IA de traitement de données massives est mené par une co-entreprise Thales-Atos, alors qu'Atos, possédée par des fonds de pension, n'est plus une entreprise à capitaux français. Or ce projet est central dans la stratégie de souveraineté du ministère des armées. N'y a-t-il pas un problème de contrôle d'Atos spécifiquement sur ce secteur ?

M. Patrick Pailloux. Il s'agit d'un projet que nous soutenons lourdement et sur lequel la DGA a déjà investi, car il est en effet extrêmement important. Sauf erreur de ma part, il est toutefois aujourd'hui, pour l'essentiel, porté par Thales. Aucun problème de cette nature ne se pose donc pour nous.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Cela signifie-t-il que la co-entreprise sera liquidée ?

M. Patrick Pailloux. Je ne le pense pas. À ma connaissance, Thales est très largement leader dans cette activité, à un taux que je n'ai pas sous les yeux mais que je pourrai vous transmettre. Nous suivons ce projet très important avec attention.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. À quel niveau le dossier Atos a-t-il été traité au sein du ministère des armées en 2024, au moment du plan de sauvegarde ? Comment le ministre des armées, en l'occurrence M. Sébastien Lecornu, a-t-il suivi le dossier en 2024 ? À quelle fréquence a-t-il été informé et est-il intervenu personnellement ?

M. Patrick Pailloux. J'étais le directeur de cabinet de M. Sébastien Lecornu. Au niveau politique, c'est-à-dire celui du cabinet du ministre, le dossier a été suivi de la façon que j'ai décrite, en mettant en avant les exigences de sécurité du ministère des armées et ce que nous devons protéger – de façon absolue, l'activité Supercalculateurs et, à un degré moindre, les activités Cyber.

Je n'ai pas le souvenir que monsieur Lecornu soit intervenu personnellement. En tout état de cause, je lui ai rendu compte de la position que nous avons arrêtée. Je ne saurais vous dire combien de fois je l'ai fait, mais cela n'a probablement pas été fréquent.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je reviens sur la convention de sécurité, à laquelle ont abouti ces exigences de sécurité. Outre qu'elle vous permet, via le comité de sécurité, d'être informé, a-t-elle d'autres implications qui vous permettent de sécuriser les activités sensibles ? Que se passerait-il en cas de cession d'une activité sensible ? Êtes-vous certain qu'elle garantirait absolument que l'État puisse intervenir et avoir un droit de veto sur toutes les activités sensibles ? Et que se passerait-il en cas de dépôt de bilan ? Vous dites ne pas être inquiet pour la situation d'Atos, mais vous savez qu'en 2028-2029 arrivent des échéances de dette très importantes, avec ce que certains considèrent comme un « mur » infranchissable.

M. Patrick Pailloux. Tout notre objectif est précisément qu'il n'y ait pas de dépôt de bilan, car, lorsqu'il y en a un, il n'y a plus d'entreprise... et comme il n'y a pas de magie, il faut alors reconstruire, investir et trouver d'autres solutions : cela est vrai pour tous les dossiers, y compris pour des entreprises dont l'État serait actionnaire à 100 %. C'est pourquoi toute notre activité est concentrée sur le fait de veiller à ce que l'entreprise aille de mieux en mieux.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je rappelle néanmoins la particularité d'Atos. Si cette commission d'enquête existe, c'est bien parce que des activités sensibles sont gagées dans une double holding luxembourgeoise pour les créanciers. En cas de dépôt de bilan, les créanciers sont donc protégés par le droit luxembourgeois, qui leur est plus favorable que le droit français. On sait bien que si la holding est au Luxembourg, c'est pour cette raison. Ma question est donc celle-ci : en cas de dépôt de bilan, que change le fait que ces activités soient gagées dans une double holding luxembourgeoise ? Cela ne crée-t-il pas un risque particulier pour les activités sensibles ? J'en profite pour demander quelles sont les activités sensibles qui sont gagées dans cette double holding.

M. Patrick Pailloux. Je ne répondrai pas sur la liste des activités sensibles, pour les raisons que j'ai déjà expliquées.

En tout état de cause, ce que nous avons cherché à protéger de façon absolue, c'étaient les supercalculateurs, dont l'État est désormais propriétaire à 100 %. Le reste des activités est sensible, mais substituable. Même s'il nous ferait probablement prendre du retard sur certains sujets et s'il serait regrettable pour l'entreprise, un tel dépôt de bilan ne serait donc pas la « fin du monde » au regard de mes responsabilités... sinon, nous aurions procédé autrement.

Concernant les garanties, nous sommes présents dans la gouvernance de l'entreprise. Nous avons un droit de veto sur un certain nombre de décisions stratégiques, comme le transfert du siège à l'étranger, la fermeture ou le transfert à l'étranger d'une activité sensible de R&D, etc. L'État a également un droit d'agrément (donc une forme de droit de veto) sur la vente d'activités. Si l'entreprise

voulait passer outre notre refus, nous aurions le droit absolu de la racheter, aux conditions du marché évidemment.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous me confirmez donc que des activités militaires sensibles restent gagées dans la double holding, même si vous considérez qu'elles sont substituables et couvertes par la convention de sécurité. Donc, en cas de dépôt de bilan, le droit luxembourgeois, plus favorable aux créanciers, s'appliquerait.

M. Patrick Pailloux. Cela est vrai pour toutes les entreprises et je ne sais pas quoi vous répondre. Notre objectif est qu'il n'y ait pas de dépôt de bilan. S'il y en a un, que l'entreprise soit sous statut luxembourgeois, français ou autre, l'activité s'arrêtera et nous devrons la reconstruire ailleurs.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Nous avons eu connaissance que le transfert de certaines entités d'Eviden France vers Avantix, qui aurait été recommandé par la DGA à la suite d'un audit, contreviendrait au plan de refinancement d'Atos, qui fait partie du plan de sauvegarde de 2024. En somme, ce plan de sauvegarde empêcherait le transfert de l'entièreté des activités sensibles vers Avantix. Le confirmez-vous ?

M. Patrick Pailloux. Je ne le confirme pas, car je n'en suis pas informé. Nous avons eu des réunions innombrables sur la manière de protéger les actifs, la solution à laquelle nous sommes arrivés aujourd'hui est agréée par nous et c'est cela qui compte.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'en viens au dossier Europlasma, qui concerne Valdunes, mais surtout les Forges de Tarbes et les Fonderies de Bretagne, où s'effectue déjà une production d'obus (ou du moins où elle est envisagée). Il s'agit évidemment d'activités sensibles sur le plan militaire, comme vous l'avez mentionné.

Nous avons procédé à l'audition des dirigeants d'Europlasma et savons que ce dossier est spécifique. Europlasma n'est pas détenue par n'importe quel fonds. J'ai moi-même effectué un contrôle sur pièces et sur place. L'entreprise est aujourd'hui financée par Alpha Blue Ocean, un fonds qui exerce sur elle une influence déterminante, ce qui est reconnu par l'administration. Ce fonds fonctionne par le biais d'obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa), un mécanisme de financement que les ministres Lescure et Ferracci ont eux-mêmes qualifié de « problématique » en audition. Connaissez-vous ce montage financier ?

M. Patrick Pailloux. Oui.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. J'en suis rassurée, car le ministre Bruno Le Maire ne le connaissait pas lorsqu'il a été auditionné.

Pour résumer, les Ocabsa constituent le mécanisme financier d'Alpha Blue Ocean, qui finance Europlasma, qui elle-même détient des usines d'armement. Le président-directeur général d'Europlasma nous a assuré, lors de son audition, que vous êtes personnellement au courant de l'existence d'un investisseur français. D'ailleurs, il est assez incroyable que tout le monde semble être au courant, sauf

nous... Ma question est donc la suivante : êtes-vous bien au courant de l'existence de cet investisseur et, si oui, quand en avez-vous été informé ?

M. Patrick Pailloux. Je confirme que je suis au courant de l'existence de cet investisseur.

M. Benoît Laroche de Roussane. Nous en avons été informés la veille du vendredi matin où l'information a été rendue publique, dans un communiqué de presse. Le vendredi même, mes équipes ont reçu l'investisseur français afin de lancer la démarche que décrivait le délégué général, c'est-à-dire comprendre son projet.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Cette information est donc postérieure au 2 avril 2026, date de l'audition des dirigeants d'Europlasma, ce qui est utile pour nous. Ce jour-là, le PDG d'Europlasma ne nous a en effet pas du tout parlé d'un projet de cession, il affirmait au contraire qu'il allait investir et développer les activités de défense. Manifestement, les choses sont allées très vite, puisque, le 9 avril 2026, un investisseur s'est dévoilé et le PDG a décidé de céder les activités de défense (si je m'en tiens à ses dires). Vous êtes donc, à ce moment-là, au courant de l'existence d'un investisseur français. Par ailleurs, la somme de 150 M€, qui correspondrait au prix de vente des activités de défense, vous paraît-elle un montant crédible ?

M. Patrick Pailloux. Selon les informations que m'a communiquées le propriétaire actuel, les 150 M€ se situent dans une fourchette de prix. Je ne dispose pas de chiffres plus précis et quant à savoir si ce montant est « crédible », cela relève de la négociation entre l'acheteur et le vendeur ; en tout cas, ce montant n'est pas extravagant. Comme toujours dans les discussions avec un acquéreur, celui-ci mènera un audit préalable et des *due diligences* pour évaluer les risques et faire ses calculs.

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... En l'espèce, je ne sais pas si cette opération ira à son terme, ni à quel montant et à quelles conditions. Ces discussions doivent être menées entre le repreneur et le vendeur.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). J'ai de nombreuses questions à poser sur ce dossier, que je suis depuis longtemps maintenant. Pour commencer, disposez-vous des chiffres réels de la production d'Europlasma, année après année ?

M. Patrick Pailloux. La production s'élève à soixante-cinq mille corps creux en 2026 et nous estimons qu'elle atteindra cent mille unités en 2027. Elle n'était que de quelques milliers en 2021, quand Europlasma a racheté les Forges de Tarbes.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Pourriez-vous me communiquer les chiffres pour 2022, 2023 et 2024 ?

M. Patrick Pailloux. Oui, mais je ne les ai pas à disposition immédiatement.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Travaillons donc sur les chiffres que je possède : environ vingt mille en 2022, trente-cinq mille en 2023 et soixante mille en 2024. La progression semble avoir stagné depuis. Comment analysez-vous l'écart entre ces chiffres de production réelle et les annonces de contrats portant, parfois, sur plusieurs centaines de milliers de corps creux ? Comment expliquez-vous cet écart, sachant que la capacité de production réelle du site de Tarbes ne peut probablement pas excéder cent cinquante mille obus ?

M. Patrick Pailloux. Je n'ai pas à analyser les annonces des industriels. Mon rôle est d'objectiver nos besoins. Le marché de l'obus de 155 mm est aujourd'hui considérable, notamment en raison du conflit en Ukraine. Il faut cependant s'interroger sur le devenir de ce marché si le conflit s'arrête, car c'est le seul endroit au monde où l'on consomme actuellement des obus de 155 mm. Il faut donc être raisonnable sur les volumes.

Europlasma a annoncé des chiffres très importants, car elle fondait de grands espoirs sur certains prospects à l'export – ce sur quoi je n'ai pas de commentaire à faire. C'est à eux qu'il faut poser la question et, de notre côté, nous avons suivi la montée en puissance de la production de KNDS, qui est notre objectif.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Pour annoncer de tels chiffres, il faut obtenir des licences d'exportation. Premièrement, les ont-ils obtenues ? Deuxièmement, tant du côté du ministère que de la DGA, vous êtes amenés, j'imagine, à vérifier le sérieux des entreprises et de leurs prospects. En l'occurrence, quand on nous répond que ces contrats n'ont jamais été exécutés et qu'ils sont simplement « en attente » (*pending*), est-ce une preuve de sérieux ?

M. Patrick Pailloux. Oui, Europlasma avait obtenu ces licences d'exportation et j'en ai la liste ici même. Il est classique qu'une entreprise qui cherche à exporter ait besoin d'une licence et c'est l'inverse qui serait préoccupant : s'ils ne nous demandaient pas de licence pour leurs prospects, nous aurions un problème... Toutefois, l'essentiel des licences d'exportation que l'État français délivre n'aboutissent pas à un contrat. Ce n'est donc pas une surprise et ces licences n'ont pas posé de difficultés particulières : il est assez fréquent que nous pensions qu'une entreprise n'arrivera pas à obtenir les marchés qu'elle nous présente, mais il advient que nous nous trompions et que ces entreprises y parviennent. Nous essayons de les aider à exporter quand nous le pouvons.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). J'étudie régulièrement le rapport annuel sur les exportations de matériels de guerre et je constate, en effet, un grand écart entre le nombre de licences délivrées et le nombre d'exportations réelles. Cependant, est-il d'usage qu'une entreprise qui obtient une licence (et donc un contrat potentiel) rende publique la signature d'un contrat, alors qu'il ne s'agissait en réalité que de licences ?

M. Patrick Pailloux. Je ne peux pas répondre de façon précise à votre question. Intuitivement, j'aurais envie de le faire par la négative, mais, objectivement, la politique commerciale d'une entreprise lui appartient.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Votre intuition confirme la mienne : je ne crois pas qu'il s'agisse d'un problème de stratégie commerciale *stricto sensu*, mais plutôt de stratégie boursière.

Vous nous avez dit que votre question est de savoir si le besoin est satisfait. Pouvez-vous préciser quel est le volume de corps d'obus produits par les Forges de Tarbes au regard du besoin réel (ou de la production réelle) de KNDS sur ce secteur ?

M. Patrick Pailloux. Je n'ai pas les chiffres en tête, mais, en tout état de cause, le corps d'obus n'est pas aujourd'hui le facteur limitant dans la production de KNDS. Je crois que l'objectif pour KNDS est de cent mille unités, mais je le vérifierai et vous communiquerai les chiffres exacts.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). J'entends ce point et reformule ma question : vous confirmez que les Forges de Tarbes pourraient, si elles atteignaient leur plein potentiel, fournir la totalité du besoin de KNDS, qui n'aurait alors pas besoin de se fournir à l'étranger ?

M. Patrick Pailloux. Oui.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Il est donc regrettable qu'elles n'aient pas atteint l'objectif de production de cent mille unités, ce qu'elles auraient pu faire assez facilement depuis cinq ans qu'Europlasma a racheté les Forges de Tarbes.

M. Patrick Pailloux. À l'inverse, si Europlasma n'avait pas racheté les Forges de Tarbes, nous aurions produit zéro corps d'obus... Je ne m'exprime pas sur l'investisseur ou sur la manière dont il a mené ses affaires, mais la situation est aujourd'hui meilleure qu'elle ne l'était en 2021.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Effectivement. Cela m'amène à poser trois autres questions : l'hypothèse d'une reprise des activités des Forges de Tarbes par KNDS a-t-elle été évoquée, voire soutenue, par le ministère ou la DGA, avant 2021 ? A-t-elle été écartée en raison de l'opposition de l'actionnaire allemand, comme il m'a semblé le comprendre, il y a quelque temps ? Enfin, cette hypothèse est-elle revenue sur la table depuis le rachat par Europlasma ?

M. Benoît Laroche de Roussane. En 2021, à notre connaissance, la question ne s'est pas posée. Comme le rappelait le délégué général, c'était avant le début de la guerre en Ukraine et la perspective de croissance sur les corps d'obus de 155 mm n'était pas ce qu'elle est aujourd'hui. D'ailleurs, le projet initial d'Europlasma, tel que M. Jérôme Garnache-Creuillot l'a rendu public, n'était pas de faire uniquement des corps d'obus, mais aussi des torches à plasma. Cette logique initialement duale du projet a ensuite « pivoté », au regard de l'évolution du contexte international et des prospects.

En 2021, à notre connaissance, une reprise par KNDS n'a pas été évoquée.

Elle n'aurait pas eu beaucoup de sens pour KNDS, compte tenu des productions effectives d'obus et du fait que KNDS n'avait plus d'activité de forge. Il n'y avait donc même pas de synergie industrielle à trouver au sein du groupe.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Le conseiller Industrie de madame Florence Parly avait indiqué à notre collègue Bastien Lachaud, dont j'étais, à l'époque, l'assistant et en présence duquel je me trouvais, que la question s'était posée. Malheureusement, cette conversation n'ayant pas eu lieu devant une commission d'enquête, je partage cette information sans pouvoir en garantir la fiabilité.

M. Benoît Laroche de Roussane. Je pense que cette question n'était pas parvenue jusqu'au *board* de KNDS : c'est ce que je voulais dire.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Suivez-vous l'investissement dans l'entreprise ? Nous avons parlé d'une montée en charge : analysez-vous la structure des coûts et la manière dont le plan est mis en œuvre ?

M. Benoît Laroche de Roussane. C'est au titre de l'article 90 de la loi de finances n° 67-1114 du 21 décembre 1967 que des avances en pourcentage ont été consenties et c'est à ce titre que nous suivons en effet, régulièrement, avec le management l'effectivité des investissements réalisés pour débloquer les tranches d'avances prévues par cet article.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). À combien s'élève donc l'investissement dans l'outil de production, ces dernières années ?

M. Benoît Laroche de Roussane. Je vous transmettrai ces informations, dont nous disposons. Nous avons constaté que l'investissement, s'il n'a pas toujours été réalisé au rythme souhaité ou annoncé, a toujours fini par se faire. Les jalons ont tous été atteints, parfois avec les aléas classiques liés à un projet industriel sur un site qui, lors de son rachat, était vieillissant.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Comme vous le savez, j'ai interpellé à plusieurs reprises le ministre des armées sur ce sujet. J'ai notamment rencontré, avec mon collègue Bastien Lachaud, le ministre Sébastien Lecornu en mars 2025 : c'était la deuxième fois que, à l'hôtel de Brienne, je l'interpellais spécifiquement sur ce sujet. Sa réponse à mes alertes avait d'abord été très claire : « *Ce n'est pas le retour que j'ai de la DGA.* », avant d'ajouter : « *Je vais retourner auprès de la DGA.* ».

Monsieur le délégué général, vous rappelez-vous d'une prise en compte spécifique de ce genre d'entretien ou d'alerte ? Cela a-t-il fait l'objet d'un retour particulier ?

M. Patrick Pailloux. Oui. Des questions ont été transmises par le conseiller Industrie à la DGA, qui y a répondu, et ses réponses correspondent à ce que M. Laroche de Roussane vous exposait, il y a un instant. D'ailleurs, la montée en puissance de la production atteste qu'il y a bien eu de l'investissement, même si ce ne fut pas à la vitesse ni à la hauteur de ce qui avait été déclaré.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). A-t-il été envisagé de demander à M. Laurent Collet-Billon de produire un rapport sur l'avenir de la filière munitionnaire ?

M. Patrick Pailloux. Je n'ai aucune trace d'un rapport de monsieur Collet-Billon sur la filière munitionnaire dans mes dossiers.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Effectivement, monsieur Collet-Billon nous a indiqué qu'il ne l'avait pas produit. Mais y a-t-il eu une intention en ce sens ? Pourquoi cette information s'est-elle retrouvée dans la presse et pourquoi n'y a-t-il pas eu de démenti ?

M. Patrick Pailloux. Je ne saurais vous dire. À cette époque, je n'étais pas directeur de cabinet. Je me suis posé la question en amont, car je pensais que vous alliez me la poser, et mes recherches n'ont rien donné.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Notre secrétariat signale que l'information ne provenait pas de la presse, mais apparemment d'un communiqué officiel du ministère.

M. Patrick Pailloux. Je l'ai en effet retrouvé lors de mes recherches.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). C'est tout de même curieux, ce n'est pas un « petit dossier » puisqu'il débouche sur l'actualisation de la loi de programmation militaire et sur un projet « France Munitions », qui pèse huit milliards d'euros. J'imagine donc que cela a mobilisé beaucoup de réflexion.

Monsieur Collet-Billon n'est pas non plus une personnalité inconnue et il est particulièrement intéressé à la question, puisqu'il est membre du conseil d'administration d'Europlasma. Il reste particulièrement proche de l'exécutif, puisqu'il nous a fait savoir que c'était le Président de la République lui-même qui l'avait mandaté pour servir d'intermédiaire sur le dossier « Système de combat aérien du futur » (Scaf), que vous suivez évidemment de très près. Vous comprenez que cela jette un trouble...

M. Patrick Pailloux. Non, cela ne me trouble pas. Je vous confirme son rôle sur le Scaf, puisque c'est moi qui l'ai appelé. Concernant la filière munitionnaire, j'imagine que c'était une manière de stimuler l'administration pour qu'elle fasse ce que l'on souhaitait. Objectivement, le travail sur les munitions au sens large est intense à la DGA et au cabinet du ministre et je pense que l'administration a « fait le travail ».

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Concernant la médiation de monsieur Collet-Billon sur le Scaf, s'agissait-il de votre initiative, d'une proposition de votre part à l'exécutif ou d'une commande de cet exécutif, du Président de la République en particulier ? Dans quel sens cela s'est-il passé ?

M. Patrick Pailloux. J'ai proposé cette solution à l'exécutif parmi plusieurs noms. Je ne saurais vous dire si c'est le Président de la République qui a arbitré... mais je n'en suis pas convaincu, car il y a eu des discussions : il y avait deux options et le choix s'est finalement porté sur monsieur Collet-Billon.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). J'essaie de démêler précisément de quoi il retourne, car il y a un enjeu de réputation : si l'ancien délégué général nous explique, dans un premier temps, qu'il n'a pas rédigé de rapport à la demande du ministre des armées, puis, devant la commission d'enquête, qu'il prend ses ordres de plus haut, cela peut susciter des interrogations dans le public, auprès de petits porteurs, etc.

M. Patrick Pailloux. Permettez-moi de revenir un instant sur le Scaf, même s'il ne relève théoriquement pas du champ de votre commission d'enquête.

Depuis le début, je me suis investi sur ce dossier pour essayer de trouver une solution. Si nous avons envisagé monsieur Collet-Billon et une autre personnalité de même profil, c'est parce qu'ils connaissent les dossiers, sont d'anciens délégués généraux et ont l'habitude des relations franco-allemandes. Nous avons cherché des personnalités qui n'étaient plus dans le milieu de l'aviation de chasse, mais qui, pour autant, avaient une profonde connaissance des dossiers et de la relation franco-allemande.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). Pourquoi ne pas avoir nommé de commissaire du Gouvernement pour le suivi d'Europlasma ? C'était une demande exprimée par les représentants du personnel, en juin 2025 devant le cabinet de monsieur Ferracci puis à plusieurs reprises. Nous avons affaire à une entreprise au fonctionnement singulier.

Comment s'assure-t-on que les Ocabsa et la dilution du capital qu'elles impliquent ne se traduisent pas par une perte de contrôle... ou une prise de contrôle par des acteurs étrangers ?

Enfin, comment analysez-vous la crédibilité du projet d'Europlasma sur les Fonderies de Bretagne ? Ce site n'a jamais produit d'armement, les durées de certification sont relativement importantes et, comme vous le disiez, ce marché est certes en pleine expansion, mais les acteurs ne manquent pas. J'ai donné, en séance publique, les chiffres de l'activité de Rheinmetall sur le 155 mm. Je ne sais pas ce qu'il en est exactement sur le 120 mm, mais j'ai tendance à croire que le temps qu'Europlasma soit opérationnel, la concurrence aura déjà pris le marché.

M. Patrick Pailloux. Je n'ai pas la capacité d'empêcher les Ocabsa. Ce n'est cependant pas un outil que nous trouvons enthousiasmant, si c'est le sens de votre question.

Le contrôle des investissements étrangers en France (IEF) et les lettres d'engagement qui ont été prises nous permettent précisément d'éviter une perte de contrôle.

Enfin, nous accompagnons les Fonderies de Bretagne. Il ne s'agit en effet pas de leur cœur de métier, puisqu'elles travaillaient d'abord pour Renault. Je ne désespère pas qu'elles parviennent à certifier des roquettes de mortier de 120 mm et 105 mm. Nous les aidons à monter en compétence et mes équipes me disent que nous n'avons pas de raison de penser qu'elles n'y arriveront pas.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Si, demain, les activités d'armement d'Europlasma, des Forges de Tarbes, etc., s'arrêtaient (ce qui, de mon point de vue

et à la suite de toutes les auditions en commission d'enquête, paraît possible), que se passerait-il ? Qu'en pense la DGA ?

M. Patrick Pailloux. Si les activités d'Europlasma dans la défense s'arrêtent et si Europlasma vend ces activités à un autre acteur qui en assure la continuité et le développement, cela ne posera pas de problème.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Si les activités d'armement des Forges de Tarbes s'arrêtent, ce qui est possible au vu de la dynamique d'investissement quasi nulle, et s'il n'y a jamais de production d'armements aux Fonderies de Bretagne, ce qui est tout à fait possible, est-ce que cela pose un problème pour la DGA ?

M. Patrick Pailloux. S'agissant des Fonderies de Bretagne, ce ne serait pas un problème, puisqu'elles ne produisent pas aujourd'hui et que nous avons d'autres solutions. S'agissant des Forges de Tarbes, en revanche, ce serait un souci. Nous verrions ce que nous ferions à ce moment-là, mais, en tout état de cause, les engagements pris lors des investissements IEF nous donnent des garanties qui nous permettront de veiller à conserver, sous une forme ou une autre, l'activité des Forges de Tarbes.

M. Benoît Laroche de Roussane. La procédure IEF prévoit que le titulaire s'engage à continuer à fournir ces activités de défense à ses clients. S'il ne respecte pas son engagement, nous pouvons agir et lui infliger des amendes de montant très élevé. Encore une fois, la principale garantie que nous ayons est le suivi régulier et rapproché que nous faisons de l'entreprise pour nous assurer qu'elle est capable de poursuivre la montée en puissance industrielle que nous avons observée, passant de quelques milliers à plus de soixante mille unités.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Le repreneur français, que vous connaissez donc, a-t-il fait l'objet d'un examen de sécurité ? Avez-vous un avis sur lui ? Fait-il l'objet d'un suivi particulier ?

M. Patrick Pailloux. La réponse est affirmative. Le dialogue est en cours, nous examinons la crédibilité du projet et, à ce stade, l'enjeu ne paraît pas être de sécurité, mais plutôt de savoir qui sont ces investisseurs.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Cela pose-t-il, oui ou non, un problème à la DGA, que des activités d'armement soient reprises et financées aujourd'hui par Alpha Blue Ocean, un fonds véreux logé dans des paradis fiscaux, avec des pratiques extrêmement prédatrices qui ruinent de petits actionnaires et les entreprises elles-mêmes, en l'occurrence les Ocabsa ?

M. Patrick Pailloux. Je ne reprendrai pas vos qualificatifs à mon compte et il ne m'appartient pas de porter un jugement.

Évidemment, nous préférierions autre chose. Mais la vérité est qu'Europlasma a permis la montée en charge de la production : sans eux, nous n'aurions plus les Forges de Tarbes et c'est donc mieux que rien. C'est aussi pour cette raison que nous sommes intéressés à examiner le projet de reprise, pour voir si nous pouvons nous retrouver dans une situation meilleure qu'auparavant.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Reconnaissez-vous que des fonds puissent avoir des pratiques prédatrices envers des entreprises françaises et que cela puisse affecter des activités sensibles du point de vue militaire ?

M. Patrick Pailloux. Que des fonds prédateurs existent est une réalité. C'est précisément pour cette raison que nous travaillons à éviter de nous retrouver dans de telles situations, que nous prenons des garanties et que nous menons tout le travail administratif qui nous permet de nous prémunir.

Quand je prends un peu de recul sur ce cas d'espèce, je constate que le travail de mes équipes, celui de l'ensemble de ce Gouvernement et ceux des gouvernements précédents n'a, finalement, pas si mal fonctionné. Aujourd'hui, nous sommes capables de produire en France avec un très important degré de souveraineté. Je ne crois pas que d'autres pays européens disposent d'un tel niveau de souveraineté dans la fabrication de leurs armements.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Pour finir, je dois dire que nous avons demandé au Premier ministre Sébastien Lecornu d'être auditionné, notamment en sa qualité d'ancien ministre des armées, période durant laquelle, par exemple, des activités militaires sensibles d'Atos ont été vendues à des fonds spéculatifs étrangers. Après trois semaines, il a fini par nous répondre qu'il était trop occupé. Or toute personne dont l'audition est jugée utile par une commission d'enquête doit déférer à la convocation qui lui est délivrée.

Je regrette donc particulièrement que le Premier ministre de notre pays s'estime au-dessus du principe de contrôle parlementaire de l'action gouvernementale. C'est, à mon avis, un très mauvais signe, à la fois pour l'Assemblée nationale et pour la démocratie de notre pays. Je profite de cette audition sur les questions militaires pour vous informer de ce fait, que je déplore.

M. Patrick Pailloux. Permettez-moi de vous répondre sur ce point. Pour avoir été le directeur de cabinet de monsieur Lecornu quand il était ministre des armées, durant les deux dernières années et demie de son ministère, je ne crois pas que vous trouverez beaucoup de ministres plus attachés à la souveraineté de notre pays. Je vous renvoie au livre qu'il a écrit sur ce sujet et redis que, s'agissant d'Atos, nous avons su protéger ce dont nous avons besoin pour notre souveraineté.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Je regrette d'autant plus qu'il nous ait répondu être trop occupé, alors que cela fait trois semaines que nous le lui avons demandé. Manifestement, il a beaucoup de choses à nous dire et il n'aurait eu, j'imagine, aucun problème à nous répondre, puisqu'il est si attaché à la souveraineté.

M. le président Emmanuel Mandon. Monsieur le délégué général, je vous remercie très sincèrement pour vos réponses. Je vous propose de compléter nos échanges, le cas échéant, en répondant par écrit aux questions posées par notre rapporteure, qui seront récapitulées par notre secrétariat, et vous invite également à nous envoyer les documents que vous jugeriez utiles pour éclairer encore la commission d'enquête.

*

* *

**46. Audition de M. Nicolas Dufourcq, directeur général de BPI France
(21 mai 2026)**

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

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

(M. Nicolas Dufourcq prête serment.)

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

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

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

Si on considère nos investissements directs, on constate que plus l’entreprise est petite, moins il y a de dette ; plus il s’agit de gros (voire très gros)

dossiers qui défraient la chronique, avec des fonds puissants qui apportent l'essentiel du capital et viennent nous chercher en co-investissement, plus on est sur des leviers élevés. En somme, plus il y a de capital, plus il y a de dette.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Lors de votre précédente audition, nous avons évoqué plusieurs opérations pouvant prêter à interrogation. Les documents transmis depuis montrent que ces cas ne sont pas isolés, mais qu'ils s'inscrivent dans des choix structurels. Nous avons une question qui demeure et qui sera le fil rouge de cette audition : la banque publique d'investissement agit-elle encore comme une banque publique censée corriger les défaillances de marché, agissant pour l'intérêt général et sous contrôle démocratique, ou tend-elle à fonctionner comme une société de gestion privée classique ?

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

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

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

M. Nicolas Dufourcq. Je vais vous l'indiquer. Auparavant, j'en profite pour dire que EQT est une maison tout à fait honorable et que, la fois dernière, j'ai synthétisé une conviction : BPIFrance n'a jamais investi dans certaines affaires, qui ont défrayé la chronique comme Camaïeu ou Vivarte et qui incarnent, sans doute,

les excès du LBO à une certaine époque. Les gros fonds de LBO, ce sont, par exemple, Charterhouse et Apollo. Aux côtés d'Apollo, nous avons investi dans Verallia et, quand on voit ce qu'est devenue Verallia, nous n'avons aucun regret : les emplois sont toujours là, Verallia s'est beaucoup modernisée et elle résiste à la concurrence. Les gros fonds, ce sont aussi Ardian, Cinven, KKR (que nous n'avons pas accompagné dans Solocal), PAI (avec lequel nous ne sommes pas allés dans Vivarte) ou CVC (que nous n'avons pas rejoint dans Fraikin) : nous sommes sélectifs dans nos choix.

Plusieurs opérations d'envergure de BPIFrance ont concerné le secteur pharmaceutique : il s'agit de Biogaran, d'Opella, de l'introduction en Bourse d'EuroAPI à la demande de l'État (il ne s'agissait pas d'un LBO, mais l'opération n'a pas rencontré le succès escompté) et Cerba. Pour ce qui concerne Cerba, il faut se replacer dans le contexte de la covid-19 et d'opérations de relocalisation massives : nous avons déployé des capitaux considérables pour remettre du capital dans les entreprises de pharmacie françaises, à l'époque où prospérait un débat légitime sur la souveraineté et le fait qu'on n'était plus capables de s'approvisionner en substances actives, en masques, etc. Dans le cadre du plan de relance et de France 2030, il y avait un chapitre très important consacré à la relocalisation médicale, concernant en partie les laboratoires.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

n'anticipe alors que la crise de la sécurité sociale va conduire à des baisses de tarifs très importantes. Voilà, tout simplement, ce qui est arrivé.

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

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

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

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

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

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

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

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

on espérer maîtriser l'investissement réel dans les entreprises quand on fait du fonds de fonds de fonds ?

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

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

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

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

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

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

M. Nicolas Dufourcq. Nous avons historiquement investi dans des fonds étrangers sur les fonds propres de la BPI, mais en posant une condition : les fonds étrangers doivent investir deux fois en France ce que nous investissons chez eux. C'est une règle saine et ce n'est évidemment pas le directeur général de la banque

publique qui l’a posée, mais c’est son conseil d’administration, l’État et la Caisse des dépôts et consignations.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ce sujet est important, parce qu'il met beaucoup de choses en lumière. Vous me démentirez peut-être, mais la mainmise et l'intervention directe du Président de la République dans le développement des liens avec le fonds souverain d'Abou Dhabi sont, à mes yeux, évidentes, alors que je travaille sur ce dossier

depuis plusieurs années. Quand il s'agit de Mubadala, sont-ce le Président de la République ou ses conseillers économiques qui traitent directement avec vous pour prendre les décisions... et non le ministre chargé de l'économie et des finances ou quelque autre autorité ?

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

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

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

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

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

Lac d'argent a également investi dans Arkema, qui a fêté ses vingt ans cette semaine, parce qu'elle était attaquée par des activistes : Arkema menaçait de partir et nous a appelés au secours. Nous avons investi dans Alstom, qui a connu de grosses difficultés de trésorerie ; il fallait accompagner ce grand groupe industriel

qui est massif et fondamental pour le pays. Nous avons investi dans Spie, entreprise d'ingénierie française fondamentale, qui était attaquée par des activistes. Le fonds Lac d'argent n'est pas là pour mettre de petits tickets paresseux : c'est un fonds de défense de la France, qui a bien fonctionné.

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

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

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

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

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

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

Partech Africa n'a jamais concrétisé de partenariat avec Mubadala pour l'Afrique. Nous avons un fonds de fonds pour l'Afrique (Averroès Africa), dont nous avons fêté les vingt-cinq ans la semaine dernière à Nairobi. Ce fonds, qui marche bien, a investi dans Partech Africa et il est le produit d'une longue histoire, ouverte par la Caisse des dépôts. Nous avons investi environ 300 M€ dans des fonds de capital-investissement africains : exceptionnellement, la règle du « $\times 2$ » pour le retour en France ne s'y applique pas. Nous menons là une politique de développement, historiquement conduite par la Caisse des dépôts puis transférée à la banque publique d'investissement. J'ai souhaité la maintenir par conviction personnelle, car il faut absolument développer une infrastructure de fonds de capital-investissement en Afrique pour financer les entrepreneurs africains. Notre fonds ne coûte rien au contribuable, il rapporte même de l'argent. Les fonds de capital-investissement africains s'appuient sur de très bonnes équipes, qui obtiennent de bons taux de rendement.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Je vous prends au mot : il s'agit d'argent public, nous avons déjà investi en subventions, en fonds propres et en crédit. Les équipes de la banque qui travaillent sur ce dossier, depuis maintenant une dizaine d'années, pensent que nous n'y arriverons pas et, sur la place, il n'y a pas meilleurs spécialistes des acides aminés que les investisseurs du fonds SPI, un fonds de France 2030. Dès lors, l'équipe de

gestion et le comité auquel participe l'État (en l'occurrence, la direction générale des entreprises et les équipes de France 2030) considèrent qu'il ne faut pas poursuivre les investissements.

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

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

M. Nicolas Dufourcq. Votre question me permet de rappeler certains points. Tout est très évalué, nous disposons d'une importante direction des études et d'un comité national d'orientation auquel participent la représentation parlementaire (en l'occurrence, votre collègue Danielle Simonnet et des sénateurs), les partenaires sociaux, les représentants des entrepreneurs, etc. Il est donc avéré que l'activité de fonds de fonds, qui fait ruisseler le capital public vers des milliers de PME des territoires, crée beaucoup de valeur. Je n'ai aucun doute sur sa nécessité et le modèle français est envié à l'étranger.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Mme Sophia Chikirou (LFI-NFP). Je l'interprète comme je veux. Dans le cadre de ce fonds spécifique de capital-risque, quel contrôle, quelles diligences éthiques, quel devoir de vigilance exercez-vous pour éviter que la France ne contribue à financer de la recherche, de l'armement et des méthodes de cybersécurité, de surveillance, de contrôle et d'élimination *via* des drones et pour éviter qu'elle ne participe à ce qui pourrait se révéler être un crime contre l'humanité, qui sera peut-être un jour jugé ?

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

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

Nous avons donc décidé d'investir en fonds de fonds dans une société de gestion israélienne, avec l'obligation pour celle-ci d'investir en France – le fameux « *x 2* » déjà évoqué. Nous nous sommes fixés sur JVP, mais c'était bien avant la

guerre. Ses performances nous ont beaucoup déçus et nous avons donc arrêté de le financer : nos affaires israéliennes sont donc terminées.

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

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

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

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

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

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

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

Dans tous les documents que nous vous avons envoyés, vous ne trouverez aucun investissement dans une structure des îles Caïmans ou des îles Vierges britanniques, à l'exception d'un investissement microscopique, en juillet 2017, dans Copious Technologies : dans le cadre d'une levée de fonds de 1 M€ réalisée aux côtés de *business angels*, nous avons investi 200 000 euros dans cette société de

technologie ; honnêtement, c'est dérisoire. En 2019-2020, lorsque nous avons effectué les vérifications sur Tracfin, les îles Caïmans ne faisaient pas encore partie des destinations interdites ; elles ne le sont devenues que plus tard. Si vous cherchez dans l'amas touffu de nos investissements, vous n'en trouverez pas dans des entreprises qui y sont domiciliées.

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

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

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

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

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

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

aucun poste n'a été supprimé et la France compte toujours 2 500 salariés dans le verre, alors que tous les pays européens ont licencié massivement.

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

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

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

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

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

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

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

Je connais bien Bruno, car nous sommes de la promotion « Michel-de-Montaigne » (1986-1988) de l'École nationale d'administration – promotion dont il est sorti « major », ce qui lui a permis de choisir un poste au Trésor. Quand il s'est posé la question d'entrer chez Cathay Capital, il m'a demandé ce que j'en pensais et je lui ai répondu qu'après tant d'années au service de l'État en tant que directeur général des impôts, directeur général de la comptabilité publique, patron de l'Agence des participations de l'État (APE) et directeur général du Trésor... que pouvait-il faire de plus ? Rien. Et je lui ai dit qu'aller dans le privé, en particulier dans un fonds d'investissement très entrepreneurial comme Cathay Capital, c'était très bien.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BPIFrance est critiquée parce qu'elle servirait d'instrument un peu opaque à une politique macroniste visant à renforcer l'attractivité pour les investissements étrangers. Le problème, ce n'est pas d'attirer des investisseurs étrangers, c'est de savoir où on les attire et pour quoi faire. Ce que nous reprochons à la politique que vous contribuez à mettre en œuvre avec BPIFrance, c'est justement d'attirer vers

nos entreprises des investisseurs dont on ne contrôle pas les décisions ; ce sont aussi les investissements que nous faisons à l'étranger. Vous le dites vous-même : l'objectif, c'est le taux de rentabilité. Bien que vous exerciez une forme de devoir de vigilance, on aura compris qu'il n'est pas une priorité et les Français doivent savoir que la banque publique d'investissement, supposée être une sorte de fonds souverain français, ne s'applique pas à elle-même les règles qu'elle prétend défendre.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous assumez donc d'avoir investi dans une entreprise dont la mission consiste à faire en sorte que ses clients paient le moins possible de charges sociales et fiscales, comme vous les appelez. En réalité, cela consiste à faire en sorte qu'une entreprise paye le moins possible d'impôts et de cotisations sociales sur les salaires. Ne soyons pas naïfs, c'est ça que signifie l'optimisation sociale et fiscale...

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

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

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

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

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

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