

A S S E M B L É E N A T I O N A L E

1 7 ^e L É G I S L A T U R E

Compte rendu

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

– Audition de M. Cédric Dubourdieu, associé, responsable
pour la France de BC Partners 2

Jeudi 9 avril 2026
Séance de 15 heures 15

Compte rendu n° 28

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

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



La séance est ouverte à quinze heures quinze.

Sous la présidence de M. Gérard Leseul, la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs a auditionné M. Cédric Dubourdieu, associé, responsable pour la France de BC Partners.

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 Dubourdiou. 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 Dubourdiou. 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 Dubourdieu. 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 essaierez 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 Dubourdieu. 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 Dubourdieu. 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 reconvertir dans des emplois servant l'économie réelle – par exemple, plombier ou infirmière. Elle était largement subventionnée par certains États, notamment le Texas.

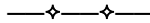
En 2008, alors qu'est survenue la grande crise financière, frappant d'abord les États-Unis, les États ont revu la manière dont ils dépensaient leur argent : ils ont décidé de « tirer la prise », en cessant immédiatement et sans préavis le financement des formations que dispensait la société pour le compte 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.

La séance s'achève à seize heures trente.



Membres présents ou excusés

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

Réunion du jeudi 9 avril 2026 à 15 h 15

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

Excusés. – M. Emmanuel Mandon.