

A S S E M B L É E N A T I O N A L E

1 7 ^e L É G I S L A T U R E

Compte rendu

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

–Audition de MM. 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. 2

Jeudi 23 avril 2026
Séance de 12 heures 15

Compte rendu n° 37

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

Présidence de
M. Emmanuel Mandon,
Président



La séance est ouverte à douze heures trente.

Sous la présidence de M. Emmanuel Mandon, la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs a auditionné MM. 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.

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 Bébear, 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.

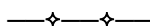
Photonis est une entreprise que nous avons soutenue et accompagnée pendant une quinzaine d'années. Nous sommes très fiers, même si ce n'est pas uniquement grâce à nous, qu'elle connaisse un magnifique succès et qu'elle soit aujourd'hui introduite en Bourse. C'est l'un des leaders mondiaux et nous sommes 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.

La séance s'achève à treize heures vingt-cinq.



Membres présents ou excusés

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

Réunion du jeudi 23 avril 2026 à 12 h 30

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

Excusés. – Mme Émilie Bonnard.