

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



Président et rapporteure

M. Emmanuel Mandon, président
Député de la Loire, Dem

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure
Députée de Seine-Saint-Denis, LFI

Des contrôles sur pièces et sur place d'une ampleur inédite

Quatre contrôles ont été conduits à Bercy portant sur la cession de Biogaran à BC Partners par le groupe Servier, la vente de LMB Aerospace au groupe américain Loar Group, plusieurs rachats d'entreprise par Europlasma (Forges de Tarbes, Fonderie de Bretagne, Valdunes) et la cession de Polytechnyl au fonds américain Lone Star.

Un contrôle a également été réalisé à Bpifrance, une première dans l'histoire des commissions d'enquête parlementaires.

Plusieurs déplacements ont permis d'aller à la rencontre des salariés concernés : à Commentry, auprès des salariés d'Erasteel rachetée par le fonds Syntagma ; à Lyon, auprès des salariés de Kem One et de Polytechnyl, rachetées respectivement par Apollo et Lone Star.

La commission d'enquête issue du droit de tirage LFI

Issue du droit de tirage du groupe La France insoumise, la commission d'enquête est inédite à double titre : par son objet d'étude, d'abord, qui n'avait jamais été au cœur de travaux parlementaires aussi approfondis ; par ses méthodes, ensuite, qui ont conduit la rapporteure à exercer des prérogatives de contrôle sans précédent.

Si des travaux parlementaires ont déjà porté sur les investissements étrangers en France, la désindustrialisation ou la BPI, **aucun ne s'était spécifiquement penché sur les fonds d'investissement.**

Par ailleurs, la rapporteure a exercé des **prérogatives de contrôle sans précédent.**

La commission a conduit des **auditions d'une ampleur et d'une diversité remarquable.** Des grands fonds sont venus rendre des comptes devant la représentation nationale : le suédois EQT, le britannique BC Partners, les français Tikehau Capital et Ardian, ainsi qu'Apollo, l'un des plus grands fonds mondiaux avec plus de 1 000 milliards d'euros d'actifs sous gestion. Des acteurs du retournement ont également été auditionnés : l'allemand Mutares, la société Europlasma ainsi que le fonds Prudentia Capital.

Enfin, la rapporteure a procédé à un **signalement auprès de l'Autorité des marchés financiers** pour dénoncer un risque de manipulation de marché. Quelques jours après sa première audition par la commission, Europlasma avait annoncé la cession de ses activités militaires pour un montant de 150 millions d'euros – opération dont le caractère très peu probable, pour ne pas dire invraisemblable, justifiait ce signalement.

LA COMMISSION EN RÉSUMÉ

Au terme de ses travaux, la commission d'enquête formule un constat sans appel : **les fonds d'investissement ne peuvent plus agir en toute impunité, au détriment des entreprises, des salariés et de la souveraineté industrielle du pays.**

La rapporteure met en avant plusieurs idées pour désarmer les fonds prédateurs :

- 1) **La libre circulation des capitaux ne peut plus être l'alpha et l'oméga de notre politique économique.** Contrôler les fonds, c'est d'abord contrôler l'origine et la nature des investissements réalisés sur le territoire national, qu'ils proviennent de France ou de l'étranger. Le contrôle des investissements étrangers doit être largement renforcé.
- 2) **La "nouvelle finance" doit être soumise aux mêmes règles que les banques.** Les fonds doivent rendre des comptes, ce qui suppose une régulation largement renforcée, à tous les niveaux et sans exception.
- 3) **Les pratiques prédatrices doivent être empêchées,** comme les Ocabsa ou les remontées de trésorerie agressives. Les LBO (rachats avec effet de levier) doivent être strictement contrôlés et encadrés et les avantages fiscaux favorisant ces pratiques prédatrices supprimés.
- 4) **Il faut protéger les entreprises en difficulté des fonds prédateurs :** lors des procédures collectives, prioriser la pérennité de l'activité et de l'emploi et la reprise par les salariés, renforcer les droits et l'information des salariés, instaurer un véritable contrôle et des sanctions éventuelles sur le repreneur et le cédant. Les aides publiques doivent être strictement conditionnées au respect des engagements du repreneur.
- 5) Il est nécessaire de **refonder la Banque publique d'investissement et d'en faire une véritable banque publique des besoins sous contrôle démocratique.** Il faut créer un fonds public de soutien aux entreprises en difficulté adossé à une planification industrielle et écologique.

Ces axes se déclinent en **40 recommandations** dont les horizons de mise en œuvre sont différenciés. Certaines peuvent être adoptées dès l'automne prochain dans le cadre des débats budgétaires. D'autres supposent un véritable revirement de politique économique et, parfois, un rapport de force assumé au sein de l'Union européenne.

Chiffres clés

Fin 2024, les fonds adhérents de France Invest (sociétés de gestion françaises et filiales de sociétés de gestion étrangères ayant une implantation en France) géraient près de 300 milliards d'euros d'actifs dans le cadre de leur activité de capital investissement. Elles ont investi dans plus de 11 000 entreprises (38 % de plus qu'en 2018), représentant l'équivalent de 13 % de l'emploi salarié privé hors agriculture, soit 2,5 millions de salariés. Sur la période 2019-2024, elles ont investi plus de 137 milliards d'euros (capital-investissement hors infrastructures).

Ces chiffres sous-estiment toutefois la réalité : les fonds domiciliés hors de France, essentiellement anglo-saxons, interviennent massivement sans être soumis aux mêmes obligations de *reporting*.

UNE INFLUENCE DE PLUS EN PLUS FORTE DES FONDS SUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

En France, chaque jour, une centaine d'entreprises changent de propriétaire. Longtemps, ces transmissions relevaient d'une logique industrielle. Désormais, **de plus en plus souvent, le nouvel acquéreur est un fonds d'investissement**, acteur financier dont la seule boussole est le profit, et dont le passage laisse trop souvent des emplois détruits, des dettes alourdies et des outils de production à l'abandon.

Aucun secteur n'est épargné. Des cliniques privées aux laboratoires de biologie médicale, de la métallurgie à la grande distribution, des maisons de retraite aux cabinets vétérinaires, les fonds d'investissement se sont déployés dans l'ensemble du tissu économique français.

La montée en puissance de ces acteurs du *shadow banking* s'inscrit dans un mouvement mondial accéléré par la crise financière de 2007-2008. Les exigences prudentielles renforcées issues des accords de Bâle III ont heureusement contraint les banques à réduire leurs expositions, notamment sur les PME et les entreprises en restructuration. Mais un espace considérable a été ouvert aux acteurs non bancaires : ces fonds, à la différence des banques, ne sont soumis à aucune contrainte prudentielle en matière de solvabilité, de liquidité ou de levier.

Les fonds de capital-investissement (*private equity*) qui investissent dans des entreprises non cotées en bourse se sont développés de façon spectaculaire. Des pratiques prédatrices ont été repérées notamment dans les [opérations de LBO \(rachat d'une entreprise par endettement\)](#). La commission d'enquête s'est penchée sur des exemples problématiques qui concernent des secteurs sensibles : Apollo a racheté le chimiste Kem One et le verrier Verallia, le suédois EQT a acquis le réseau de laboratoires Cerba Healthcare et le groupe de maisons de retraite Colisée, le britannique BC Partners a acheté Biogaran (premier fabricant de génériques en France).

La commission d'enquête s'est aussi intéressée à d'autres fonds qui ciblent quant à eux les [entreprises en difficulté](#) pour en extraire la trésorerie ou bénéficier de leurs actifs comme la holding industrielle allemande Mutares qui a repris récemment Valti, Walor Bordeaux, Lapeyre ou TeamTex, ou le fonds américain Lone Star qui a acquis Polytechnyl.

Elle s'est enfin penchée sur le groupe Europlasma, financé par Alpha Blue Ocean, un fonds opérant depuis des paradis fiscaux. Ce groupe a repris plusieurs entreprises industrielles en grande difficulté sans jamais honorer ses engagements.

Le « leverage buy-out » (LBO) ou rachat d'entreprise par effet de levier

Ces montages juridico-financiers permettent aux repreneurs d'acheter, via une société « holding », une entreprise cible avec une dette importante. Les charges financières contractées par la holding sont payées grâce aux flux financiers provenant de la cible (remontées de trésorerie ou de dividendes). Ainsi, les repreneurs acquièrent l'entreprise grâce aux ressources de celle-ci.

Après quelques années, la société cible est revendue ou introduite en bourse, ce qui permet de générer le plus souvent une plus-value pour les repreneurs.

Chiffres clés

Un an après un LBO, la probabilité de défaut des entreprises rachetées est 44 % plus élevée et la probabilité de faillite augmente de l'ordre de 18 %.

Source: L. Collet, « Les rachats à effet de levier : montages financiers risqués ou opportunités de développement pour les entreprises ? », Banque de France, octobre 2025.

LE LBO OU LA DETTE COMME ARME DE PRÉDATION

Le LBO repose sur une mécanique structurellement **prédatrice** : l'entreprise rachetée est contrainte de rembourser, via ses propres flux de trésorerie, la dette contractée pour financer son acquisition.

Ces opérations ont tendance à fragiliser les entreprises rachetées en augmentant leurs dettes.

Les LBO successifs amplifient encore ce mécanisme en accumulant la dette à chaque revente sans jamais l'apurer.

La fiscalité française aggrave la situation en subventionnant l'endettement : les charges financières nettes sont déductibles de l'impôt sur les sociétés dans la limite de 30 % de l'EBITDA ou 3 millions d'euros, permettant aux holdings de rachat d'imputer leurs intérêts sur les bénéfices de la cible.

Des conséquences multiples et graves

Sur l'investissement, les flux absorbés par le service de la dette privent l'entreprise des ressources nécessaires à l'outil productif, à la R&D et à la formation : le cas de Kem One, dont la capacité d'investissement a été considérablement affaiblie après son rachat par Apollo, en est l'illustration.

Sur les conditions de travail, la pression du remboursement se traduit par une intensification du travail, un blocage des négociations salariales et une dégradation du sens professionnel des salariés.

Les restructurations ou fermetures d'entreprises sous LBO peuvent enfin déstabiliser des bassins économiques entiers : le cas de Polytechnyl à Saint-Fons illustre le risque d'un « effet domino » dans la vallée de la chimie lyonnaise.

Mieux encadrer les LBO

Face à ces constats, le rapport formule plusieurs recommandations.

S'agissant de la fiscalité, la commission préconise la [suppression de la déductibilité des charges financières liées à la dette d'acquisition](#) dans les opérations de LBO.

S'agissant de la régulation des leviers, elle propose [une obligation déclarative auprès de l'Autorité des marchés financiers \(AMF\) pour tout fonds réalisant un LBO sur une entreprise installée en France, ainsi qu'un régime d'autorisation préalable des grandes opérations à fort levier, étendu aux secteurs stratégiques et aux secteurs financés par la solidarité nationale.](#)

S'agissant des droits des salariés, il est recommandé de [renforcer le droit d'expertise et d'alerte des comités sociaux et économiques \(CSE\)](#), avec possibilité de saisine des autorités de supervision.

S'agissant des professions réglementées enfin, les [Ordres professionnels doivent obtenir communication préalable du pacte d'actionnaires lors de toute entrée d'un fonds au capital](#), et l'Assurance-maladie (Cnam) doit établir une cartographie régulièrement mise à jour des structures de santé détenues par des fonds.

Le cas du secteur de la santé

Le secteur de la santé constitue la cible la plus préoccupante des fonds prédateurs, pour une raison structurelle : ses recettes proviennent quasi exclusivement de la solidarité nationale.

Les cas de Cerba Healthcare (sixième LBO, dette atteignant 4,9 milliards d'euros) et de Colisée (reprise en main par les créanciers après l'échec du plan de redressement d'EQT) illustrent l'impasse à laquelle conduit l'application des logiques de LBO à des activités de service public de fait. Au-delà de la biologie médicale, ce sont la radiologie, l'ophtalmologie ou les cabinets vétérinaires qui sont désormais dans le viseur des fonds.

LES ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ FACE AUX FONDS PRÉDATEURS

La commission d'enquête s'est particulièrement penchée sur Mutares SE, holding industrielle allemande active en France depuis près de 20 ans. Depuis 2015, au moins seize des vingt-et-une entreprises que Mutares a détenues en portefeuille ont été conduites à la barre d'un tribunal de commerce.

Or, Mutares affiche d'excellents résultats financiers (130 millions d'euros de bénéfice net pour la holding en 2025). Le produit des cessions représente seulement 19 % de ses revenus. En d'autres termes, le succès de Mutares ne repose pas sur le redressement des entreprises. Plusieurs mécanismes d'extraction de la trésorerie des entreprises rachetées permettent à Mutares de générer des profits au détriment de celles-ci : frais de conseil, frais de gestion (*management fees*), prêts intra-groupe et optimisation de la trésorerie, dividendes décorrélés de la performance de l'entreprise, etc.

La reprise de Lapeyre par Mutares est un cas d'école

Malgré l'avis négatif unanime des douze CSE du groupe, les réserves formelles de la conciliatrice et l'existence d'alternatives, le PDG de Lapeyre impose la reprise de Lapeyre par Mutares en laissant une trésorerie de près 240 millions d'euros à la holding allemande.

De fin 2021 à fin 2024, Mutares va facturer près de 20 millions d'euros de frais de conseil à Lapeyre, à côté de frais de conseil externe massifs et de la rémunération des dirigeants de l'entreprise qui explose.

Pour maintenir artificiellement la trésorerie et continuer les prélèvements, Mutares procède à la vente du foncier et des murs des magasins et des usines de Lapeyre, ce qui génère des charges d'exploitation supplémentaires (les loyers) et compromet durablement le redressement de l'entreprise.

Au-delà de Lapeyre, d'autres exemples, passés ou présents, témoignent de ce même schéma d'accaparement de la trésorerie et de vente des actifs. Lorsque l'entreprise atteint le stade de la liquidation judiciaire (Pixmania, Artmadis, TeamTex, etc.), Mutares se repose sur le régime de garantie des salaires financé par la solidarité nationale.

D'autres acteurs du retournement ne prennent pas directement le contrôle du capital des entreprises en difficulté mais accordent des financements dilutifs qui ruinent les actionnaires et empêchent bien souvent un redressement durable de l'entreprise.

Le groupe [Europlasma](#), groupe industriel coté placé en redressement judiciaire en 2019, est financé depuis 2016 par [Alpha Blue Ocean](#) (ABO), fonds structuré dans des paradis fiscaux (Bahamas, Îles Caïmans, Dubaï, Luxembourg) déjà condamné par les autorités de régulation et dont les dirigeants font l'objet de plaintes pénales. Le fonds ABO est notamment spécialisé dans les obligations convertibles en actions avec bons de souscription d'actions (Ocabsa). Les Ocabsa provoquent une chute mécanique des cours de bourse, puisque l'intermédiaire financier convertit les obligations et les revend immédiatement sur les marchés. ABO a financé Europlasma à hauteur d'environ 100 millions d'euros depuis 2016 par ce mécanisme.

Depuis 2021, malgré ses fragilités criantes, Europlasma a procédé à l'acquisition de six entreprises en redressement judiciaire (Forges de Tarbes, Forges de Gerzat, Satma Industries, Valdunes, FP Industries, Fonderie de Bretagne), certaines relevant de la défense nationale, toutes reprises avec le soutien explicite ou implicite de l'État — par le biais d'autorisations au titre du contrôle des investissements étrangers, de prêts ou de subventions ainsi que d'avances remboursables. Dans toutes ses reprises, le plan d'affaires n'est pas respecté. Les investissements promis par Europlasma sont repoussés et les impayés auprès de fournisseurs s'accumulent. L'État est pourtant devenu totalement dépendant de cet acteur.

Face à l'absence totale de régulation des acteurs du retournement, le rapport établit plusieurs recommandations. La commission estime notamment que [le recours aux Ocabsa et aux autres instruments financiers dilutifs doit être fortement limité voire interdit](#).

REPRENDRE LE CONTRÔLE DE NOS CAPACITÉS PRODUCTIVES

La montée en puissance des fonds prédateurs n'est pas un phénomène spontané, mais le résultat d'une politique délibérée des gouvernements successifs, qui s'est accélérée depuis 2017 et vise à attirer les capitaux privés en France, sans la régulation appropriée. C'est même tout un système qui favorise ces fonds prédateurs, dénonce Aurélie Trouvé.

Cette politique de soutien délibéré a pris la forme d'un allègement général de la fiscalité du capital et de mesures spécifiques pour le développement des fonds de capital-investissement explique la rapporteure. La fiscalité s'appliquant aux bonus de performance des gestionnaires de fonds (*carried interest*) ou des cadres dirigeants d'entreprises rachetées par des fonds (*management package*) a été allégée, ce sur quoi il faut revenir.

Sur le plan réglementaire, la loi Pacte de 2019 a ouvert les contrats d'assurance-vie et les PER au capital-investissement. Parallèlement, la création de la société de libre partenariat (SLP) par la loi Macron de 2015, a doté la France d'un véhicule juridique favorisant l'implantation des fonds en France.

Cette politique de soutien doit être mise en perspective avec un phénomène de pantouflage vers les fonds d'investissement qui s'accélère. C'est le cas de ministres (Julien Denormandie, Florence Parly, Nathalie Kosciusko-Morizet, Fleur Pellerin, François Fillon), comme de hauts fonctionnaires ou de membres de cabinets.

Un contrôle des fonds spéculatifs insuffisant sinon inexistant

La politique de soutien aux fonds d'investissement est d'autant plus frappante que la portée des contrôles des investissements de ces fonds reste limitée.

Elle propose ainsi de remédier à l'absence totale de suivi des effets économiques (emploi, investissement, défaillance) par les autorités de régulation ou les pouvoirs publics au regard des lacunes actuelles de la directive européenne « AIFM » (gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs). Les sociétés de gestion de droit étranger échappent, quant à elles, à toute régulation.

Par ailleurs, la régulation macro-prudentielle est quasi-nulle. Les fonds d'investissement alternatifs n'ont pas d'obligation réelle en matière de solvabilité, de liquidité ou de levier contrairement aux banques, même lorsqu'ils exercent des activités similaires à ces dernières. Or les risques d'explosion d'une crise de la « dette privée » n'ont jamais été aussi importants. Les fonds doivent impérativement être soumis aux mêmes obligations réglementaires que les banques.

L'insuffisance du contrôle des investissements étrangers en France

La rapporteure regrette que le contrôle des investissements étrangers en France (IEF) demeure davantage un filtre administratif qu'un véritable outil de souveraineté économique.

Les cas de Biogaran et de LMB Aerospace, qui ont fait la une en début d'année, illustrent à la fois les capacités et les limites du dispositif. Si, dans les deux cas, l'État a posé des conditions à la cession des entreprises à des acteurs anglo-saxons, ces conditions s'avèrent insuffisantes au vu du contrôle qui a été exercé par la rapporteure. L'État n'a pas été en mesure non plus d'empêcher la prise de contrôle par des fonds étrangers d'entreprises opérant dans des secteurs pourtant jugés sensibles. Le contrôle IEF permet ainsi de conditionner les cessions, non de les orienter vers des acteurs nationaux.

Le rapport formule plusieurs recommandations visant à **faire du contrôle IEF un véritable instrument de politique industrielle et de souveraineté**. Il propose d'étendre le périmètre du dispositif à de nouveaux secteurs stratégiques, notamment la sidérurgie, la chimie, et d'**instaurer une obligation de notification préalable pour tout investissement étranger dépassant un certain seuil, quel que soit le secteur concerné**. Un mécanisme de contrôle *a posteriori* est également préconisé, pour les cas où des activités acquièrent ultérieurement un caractère stratégique. Sur le plan des garanties exigées des investisseurs étrangers, le rapport recommande de **rendre systématiques les accords économiques lors du rachat d'entreprises stratégiques, d'imposer des engagements contraignants de maintien de l'emploi, de la production et des achats auprès de sous-traitants français pour une durée minimale de cinq ans, et d'accorder une priorité aux repreneurs français ou européens lors des cessions**. Enfin, la notion d'« action de concert » doit être adaptée afin de mieux appréhender les prises d'influence collectives exercées par des fonds ou créanciers étrangers lors de restructurations financières. **Dans le cas spécifique d'Atos, la nationalisation des activités stratégiques restantes, en particulier les systèmes de missions critiques (MCS) et les activités de cybersécurité, est expressément recommandée.**



Le cas Atos : les limites de la doctrine de l'État en matière de souveraineté économique.

Le passage sous contrôle de créanciers et fonds anglo-saxons à l'issue de la restructuration financière de 2024 constitue un échec majeur. Si l'État a su protéger certains actifs jugés critiques, il a laissé une part importante des activités numériques stratégiques du groupe sous l'influence de fonds spéculatifs étrangers. Ce cas met en lumière une lacune doctrinale de taille : le contrôle IEF ne prend pas en compte les prises d'influence collectives exercées par des fonds ou créanciers étrangers lors de restructurations financières, qui peuvent aboutir à un changement de contrôle effectif sans déclencher un contrôle.

Un nouveau rôle pour Bpifrance ?

Bpifrance pourrait jouer le rôle de grande banque publique en soutien des besoins économiques des entreprises, soit en se substituant aux fonds soit, *a minima*, en imposant des standards d'investissement socialement et économiquement responsables aux fonds avec lesquels ou dans lesquels (activité fonds de fonds) elle investit. Trop souvent, Bpifrance ne se distingue pas des investisseurs privés. Elle se définit par sa « culture de la performance » comme le dit lui-même le directeur général, Nicolas Dufourcq, dont la première fierté est d'avoir fait émerger une industrie française du capital-investissement comparable aux standards anglo-saxons.

En tant qu'actionnaire minoritaire, Bpifrance ne peut pas peser sur les décisions opérationnelles des entreprises dans lesquelles elle co-investit. Le cas Biogaran est à cet égard emblématique : entré au capital à hauteur de 15 % aux côtés du fonds BC Partners, le directeur général de Bpifrance a admis en audition ne pas disposer de droit de veto sur le remplacement d'un sous-traitant français par un sous-traitant étranger. Sa collaboration avec le fonds américain Apollo dans Verallia n'a pas empêché des remontées agressives de dividendes par un alourdissement de la dette (*dividend recap*), ni une structure holding domiciliée au Luxembourg et un fonds dans les Îles Caïmans. Le co-investissement avec EQT dans Cerba Healthcare montre, quant à lui, l'absence totale de doctrine claire concernant le niveau d'endettement accepté dans le cadre d'une opération de LBO (ratio de dette nette/EBE de 6,7).

Au titre de son activité fonds de fonds (1,725 milliard d'euros en 2025), qui représente la moitié de ses investissements directs, Bpifrance se révèle être un investisseur passif et spectateur. Le directeur général a dû reconnaître en audition qu'il n'avait jamais dressé la liste des sous-jacents (entreprises effectivement financées par ces fonds) avant que la rapporteure ne le demande dans le cadre de ses prérogatives de contrôle. De nombreux investissements paraissent sans lien direct avec l'intérêt économique bien compris de la Nation. La commission a relevé une surreprésentation des fonds spécialisés dans l'ingénierie financière ou les nouvelles technologies. A l'inverse, les secteurs traditionnels de l'industrie semblent délaissés.

Plus inquiétante encore est la [quasi-totale absence d'intervention de Bpifrance pour financer la reconversion des entreprises en difficulté](#). De 2016 à 2025, Bpifrance a investi moins de 200 millions d'euros en capital-retournement alors même que le secteur du retournement est sous-investi par les fonds privés de capital-investissement. L'argument des contraintes du droit européen ou du manque d'équipes compétentes ne paraît pas fondé. En réalité, l'absence d'intervention relève d'un présupposé idéologique, assumé par la formule caricaturale du directeur général qui refuse que Bpifrance devienne une « agence de pétrification de l'économie ».

Dans ce contexte, [la doctrine d'investissement de Bpifrance doit être refondée](#) juge la rapporteure. Elle doit devenir une banque publique des besoins, sous contrôle démocratique. Les fonds d'investissement, avec lesquels elle investit, doivent se soumettre à des contraintes beaucoup plus fortes pour pouvoir investir avec Bpifrance (niveau de levier limité, implantation des holdings en France, durée d'investissement minimum). L'activité fonds de fonds doit être considérablement restreinte et Bpifrance doit disposer d'un droit de contrôle sur la gestion des investissements. Un véritable fonds public de soutien aux entreprises en reconversion doit être créé.

LISTE DES RECOMMANDATIONS

(Par ordre d'apparition dans le rapport)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Recommandation 13 : Réformer les procédures amiables :

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

Recommandation 14 : Instaurer à terme un droit de veto des salariés en cas de cession d'une entreprise in bonis qui ne respecte pas l'intérêt social et économique de l'entreprise.

À défaut, informer les représentants des salariés des CSE de l'existence d'une procédure ayant pour objectif d'organiser la cession de l'entreprise, les consulter avant l'audience d'homologation, imposer la présentation exhaustive des offres alternatives et du plan d'affaires homologué.

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

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

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

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

Recommandation 18 : Lutter contre les remontées agressives de trésorerie en :

- Encadrant strictement les prestations de services ou de conseil facturés par la holding à une filiale (barèmes, plafond en pourcentage maximum du chiffre d'affaires) ;
- Limitant la distribution de dividendes suivant toute reprise d'une entreprise en difficulté pendant une certaine durée ;
- Subordonnant toute reprise d'une entreprise, homologuée par le tribunal de commerce par des engagements stricts permettant de limiter les remontées de trésorerie et en garantissant la pérennité de ces engagements (5 à 7 ans a minima)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Recommandation 33 : Lorsque l'État soutient, même indirectement via Bpifrance ou l'APE, un fonds d'investissement dans le rachat d'actifs de la base industrielle et technologique de défense (BITD), prévoir des clauses contractuelles explicites encadrant les conditions de revente, notamment en imposant une priorité formelle de cession à des acteurs français ou, à défaut, européens, un délai minimal de détention et un droit de préemption de l'État en cas d'absence d'offre européenne crédible.

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

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

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

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

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

Recommandation 39 : Publier la liste des fonds dans lesquels Bpifrance investit ainsi que la thèse d'investissement du fonds.

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

Créer un véritable fonds public de soutien aux entreprises en difficulté adossé à une planification industrielle et écologique.

Faire de Bpifrance une banque publique et démocratique centrée sur l'économie des besoins.

