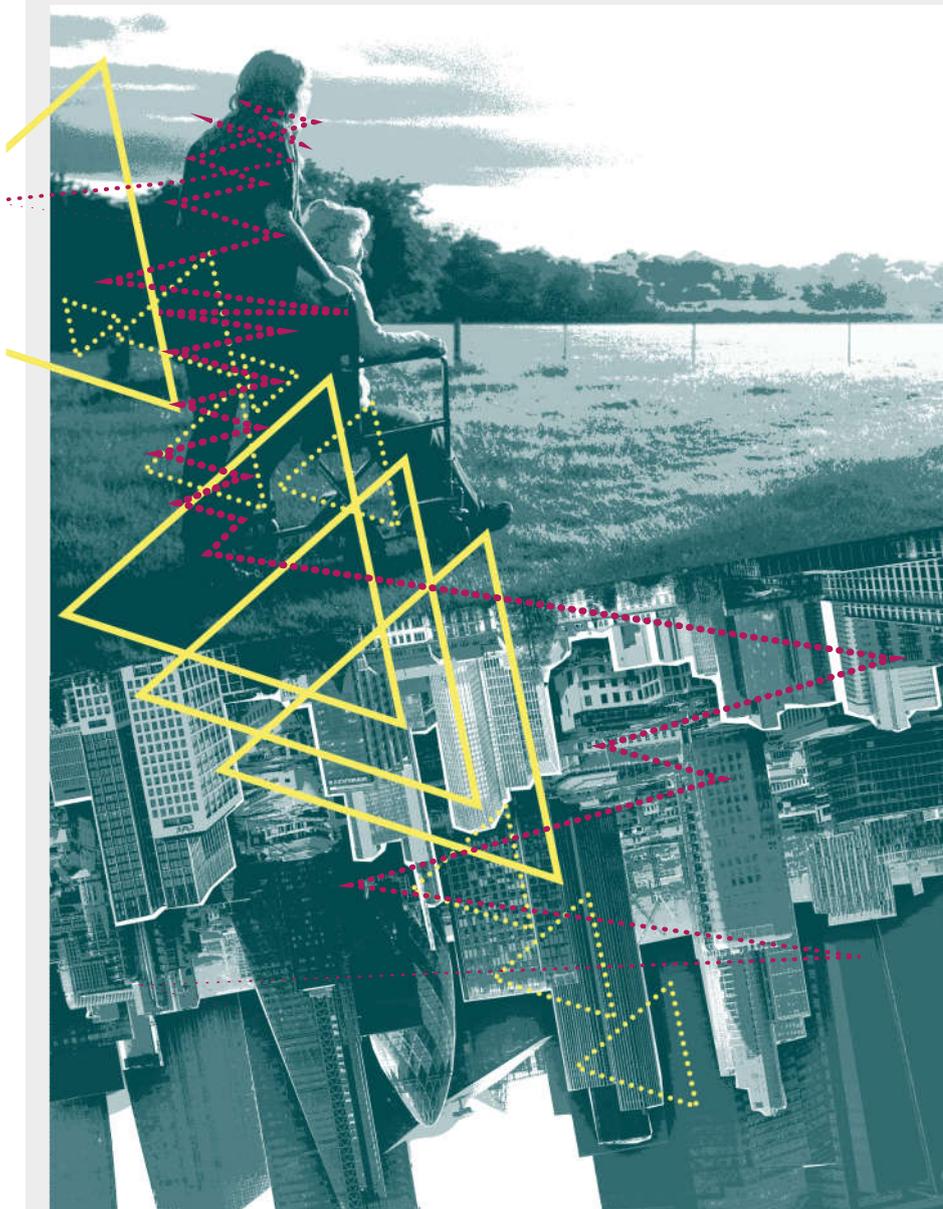


## FINANCIARISER LE GRAND ÂGE

Le rôle du capital-investissement  
dans la gestion des maisons de retraite  
au Royaume-Uni, en Allemagne et en France



Théo Bourgeron  
Caroline Metz  
Marcus Wolf

Révision par  
Julien Hallak

# FINANCIARISER LE GRAND ÂGE

## Les auteurs

Théo Bourgeron • Caroline Metz • Marcus Wolf

Révision par Julien Hallak

**Théo Bourgeron** est chercheur en postdoctorat ERC à University College Dublin (ERC Misfires). Il est titulaire d'un doctorat en sociologie à l'Université d'Edimbourg et a réalisé un stage postdoctoral à Sciences Po. Spécialiste de la financiarisation, il a récemment publié un livre sur le soutien aux politiques autoritaires menées par les acteurs des marchés financiers : *La Finance autoritaire - Vers la fin du néolibéralisme* (Raisons d'agir, 2021).

**Caroline Metz** est chercheuse en économie politique et consultante en politiques publiques. Elle a obtenu son doctorat à l'Université de Manchester et travaille sur la dette des entreprises et des ménages ainsi que la réglementation bancaire et financière européenne. Elle est maintenant responsable de la politique européenne chez ShareAction.

**Marcus Wolf** est chercheur à Finanzwende Recherche et a obtenu son doctorat à l'Université de Brême. Il a travaillé sur les politiques d'éducation financière ainsi que sur les conséquences de la financiarisation sur les ménages.

**Julien Hallak** est chargé de mission à l'Institut Veblen en charge du programme «L'économie écologique dans l'enseignement et la recherche». Il est diplômé d'un master d'économie internationale et du développement de l'Université Paris-Dauphine.

**L'Institut Veblen** pour les réformes économiques est un think-tank français créé en 2010, œuvrant pour la transition vers un mode de développement soutenable et une économie socialement juste, en promouvant les idées économiques et les politiques publiques en faveur de la transition écologique.

**Remerciements** Les auteurs remercient Rainer Bobsin, Benjamin Braun, Janis Evers, Olivier Godechot, Lothar Kamp, Lisa Nathan, Peter Rossman, Christoph Scheuplein et Uwe Zöllner. Nous remercions tout particulièrement Lucie Nedellec pour l'enthousiasme avec lequel elle a abordé le sujet de ce rapport et pour nous avoir recommandé le livre de Jean Arcelin *Tu verras maman, tu seras bien*, paru en 2019, et bien sûr Gerhard Schick, Michael Peters, Magdalena Senn et Gaston Bronsterning. Un grand merci à Nicolas Shaxon et au Balanced Economy Project pour leurs commentaires, ainsi que Investigate Europe et Harald Schumann.

Les demandes de permission doivent être adressées à *Transformative Responses to the Crisis*, *Finanzwende/Fondation Heinrich-Böll*.

**Citation suggérée:** Bourgeron, Théo; Metz, Caroline; Wolf, Marcus (2021): *Financiariser le grand âge. Le rôle du capital-investissement dans la gestion des maisons de retraite au Royaume-Uni, en Allemagne et en France*, Berlin : Finanzwende/Heinrich-Böll-Foundation.

Publié dans le cadre de «Transformative Responses to the Crisis», un projet de Finanzwende et de la Fondation Heinrich-Böll.

Pour en savoir plus : <https://transformative-responses.org/>



Finanzwende Recherche  
Motzstraße 32  
10777 Berlin  
[info@finanzwende-recherche.de](mailto:info@finanzwende-recherche.de)



Le projet Transformative Responses est soutenu par:

## RESUME EXECUTIF

De nombreux établissements privés d'hébergement des personnes âgées ont ouvert leur capital aux sociétés de capital-investissement (*private equity*). Le présent rapport s'intéresse aux techniques financières utilisées par ces investisseurs pour maximiser la rentabilité à court terme, ainsi qu'aux conséquences sur le modèle économique, les conditions de travail et la qualité des soins de ces établissements. Dans les cas évoqués plus loin, le rachat de groupes de maisons de retraite s'accompagne de réorganisations et de montages financiers, qui semblent surtout destinés à préparer une revente rapide et non à instaurer un modèle économique viable et pensé pour le long terme.

Le secteur du grand âge semble être une cible d'investissement idéale pour les sociétés de *private equity* et leurs investisseurs. La demande de soins augmente rapidement et continuera de le faire en raison du vieillissement des populations. Elle fournit des flux de revenus durables grâce aux régimes d'assurance publics ainsi qu'à l'argent des patients. Les biens immobiliers des groupes de maisons de retraite constituent un actif intéressant pour les investisseurs, qui peuvent les acquérir en vue de les revendre.

Cette arrivée d'acteurs financiers à la recherche de profits élevés à court terme a modifié la logique qui régit la prise en charge du grand âge dans les établissements privés à but lucratif. Les investisseurs déploient une ingénierie financière complexe pour exercer une pression financière sur les établissements, ingénierie qui repose en grande partie sur des pratiques d'optimisation fiscale. Au final, des ressources privées et publiques qui auraient pu être destinées à la production de soins sont captées par les sociétés de capital-investissement.

L'analyse des plus grands groupes détenus par des sociétés de capital-investissement révèle que les fonds utilisent systématiquement la même « boîte à outils » pour générer des bénéfices à court terme.

- Les détenteurs de capital-investissement risquent peu leur propre argent, mais utilisent « l'argent des autres » fourni par des co-investisseurs tels que les fonds de pension, d'une part et, d'autre part, des montages financiers où les niveaux d'endettement sont exceptionnellement élevés. Une grande partie de cette dette est transférée aux sociétés acquises, ce qui menace la viabilité à long terme du groupe d'établissements de santé.
- Les groupes de maisons de retraite sont souvent contraints de contracter des prêts auprès de leurs actionnaires, assortis de taux d'intérêt élevés. Dans certains cas, cela a contribué à la faillite de groupes comme Southern Cross au Royaume-Uni, dont le cas est détaillé dans l'étude.

- Les fonds de capital-investissement acquièrent des biens immobiliers des sociétés achetées et réaménagent le parc. Dans tous les cas étudiés, les groupes ont cédé leurs biens pour les louer ensuite à des prix élevés (on parle de « cession-bail »).
- Sans exception, les bénéfices des groupes de maisons de retraite ont été transférés à des holdings mères domiciliées dans des paradis fiscaux tels que le Luxembourg ou Jersey.
- Les investisseurs dégagent ainsi des rendements élevés, souvent à deux chiffres, tout en se déchargeant d'une grande partie des risques sur les groupes rachetés et sur la collectivité.

Pour y remédier, le rapport évoque plusieurs pistes qui méritent d'être approfondies:

- protéger le secteur des EHPAD des dérives du capital-investissement;
- renforcer la réglementation et la supervision;
- interdire le démembrement des actifs;
- réglementer la transmission de dettes et des prêts intragroupes;
- responsabiliser les sociétés de capital-investissement après la revente.

## TABLE DES MATIERES

Résumé exécutif .....	3
1. Introduction: la crise de la prise en charge du vieillissement .....	6
2. La boîte à outils du capital-investissement dans le secteur du grand âge.....	9
3. Allemagne .....	14
3.1. Évolution générale du marché allemand des maisons de retraite .....	14
3.2. Le capital-investissement dans le secteur allemand de la prise en charge du grand âge	14
3.3. Conséquences pour les travailleurs et la qualité des soins .....	19
4. France.....	21
4.1. Evolution générale du marché français des EHPAD lucratifs .....	21
4.2. Le capital-investissement dans le secteur des EHPAD en France.....	21
4.3. Conséquences pour les travailleurs et la qualité des soins .....	25
5. Royaume-Uni.....	28
5.1. Evolution générale du marché britannique des maisons de retraite .....	28
5.2. Le capital-investissement dans le secteur britannique de la prise en charge du grand âge	29
.....	29
5.3. Conséquences sur les travailleurs et la qualité des soins.....	36
6. Conclusion .....	38

# 1. INTRODUCTION :

## LA CRISE DE LA PRISE EN CHARGE DU VIEILLISSEMENT

Lorsqu'on parle de « financiarisation », on désigne habituellement des situations où la gouvernance des sociétés non financières est entièrement dominée par les objectifs des investisseurs, au détriment de toutes les autres parties prenantes et parfois au point de nuire à la viabilité de l'entreprise elle-même<sup>1</sup>. Ce terme permet de résumer les tendances observables depuis une vingtaine d'années chez les groupes privés des maisons de retraite. Les tendances discutées plus loin sont pour l'instant plus prononcées en Allemagne et au Royaume-Uni, mais les risques de dérives sont perceptibles aussi en France.

20 % de l'offre d'hébergement française est actuellement gérée par les acteurs privés à but lucratif, mais cette moyenne nationale cache de fortes disparités territoriales, avec une part du privé plus élevée dans les habitats denses, où le coût du foncier est élevé. Surtout, la France affronte un problème plus général du financement des EHPAD, des conditions de travail dans les établissements et de la qualité des soins. Il est urgent, dans ce cadre, de s'intéresser aux mutations en cours dans le secteur privé lucratif et de se demander si la vague de fusions et acquisitions qui traverse le secteur est porteuse de modèles économiques plus viables et d'une qualité des soins améliorée. Notons que, pendant la crise de la pandémie, les EHPAD privés à but lucratif ont été significativement plus touchés par des épisodes graves que les autres, à localisation et autres caractéristiques comparables<sup>2</sup>.

Le présent rapport analyse les techniques financières utilisées dans ce cadre et leurs conséquences pour les établissements et la qualité des soins. À partir d'une analyse des cas en France, en Allemagne et au Royaume-Uni, il alerte sur les risques qui pèsent sur le secteur et plus largement sur notre système de santé.

### Un sous-financement structurel

La pandémie de Covid-19 a provoqué une prise de conscience de la vulnérabilité de nos sociétés. Les chaînes d'approvisionnement se sont effondrées, les marchés financiers ont été synonymes de risques et d'incertitudes, et les systèmes de santé ont été soumis à d'importantes pressions. Les maisons de retraite, en particulier, ont connu des épidémies majeures de Covid-19<sup>3</sup>, avec une

---

<sup>1</sup> Epstein (2005) : Financialization. Londres : Edward Elgar.

<sup>2</sup> « En 2020, trois Ehpads sur quatre ont eu au moins un résident infecté par la Covid-19 », note de la Drees n° 1196, juillet 2021.

<sup>3</sup> Emmerson et al. (2021) : Facteurs de risque pour les épidémies de COVID-19 dans les maisons de retraite après la sortie de l'hôpital : A national cohort analysis. *Influenza Other Respir Viruses*, 15(3): 371-380.

augmentation importante des décès<sup>4</sup>. Dans le même temps, les conditions de travail dans le secteur se sont détériorées pendant la pandémie (bien qu'il s'agisse également d'une tendance de long terme). Les personnels de santé – dont la majorité sont des femmes<sup>5</sup> –, en première ligne, se sont exposés au risque d'infection pour satisfaire nos besoins essentiels<sup>6</sup>. Cet engagement a pu être reconnu de manière symbolique à travers la manifestation, dans plusieurs pays, de la population aux balcons et fenêtres pour applaudir leurs soignantes et soignants.

La pandémie nous rappelle aussi combien le renforcement de nos systèmes de santé est un enjeu d'avenir. Les dépenses liées à la prise en charge du vieillissement sont parmi celles qui augmentent le plus rapidement dans l'Union européenne (UE), et devraient atteindre 2,5 % du PIB d'ici 2050<sup>7</sup>. Malgré ces augmentations, bon nombre des améliorations promises pour le secteur ne sont toujours pas réalisées. **La santé reste sous-financée et manque de personnel, ce qui la rend vulnérable aux chocs** tels que le Covid-19. De nombreux hôpitaux et maisons de retraite sont soumis à des pressions pour être gérés comme des entreprises rentables et privilégient les rendements à court terme à la qualité des soins. Cette tendance générale influence tant le public que le privé non lucratif et lucratif.

Les fonds de capital-investissement financent et amplifient la tendance actuelle au regroupement de maisons de retraite du secteur lucratif en grands groupes multinationaux. La gestion par les sociétés de *private equity* conduit à **faire passer l'exigence de rendement pour les investisseurs avant la qualité des soins**, aggravant un problème structurel de sous-effectifs et de sous-investissement. Plus largement, ces investisseurs ont véritablement transformé le modèle des chaînes de maisons de retraite dans les trois pays européens que nous examinons – la France, le Royaume-Uni et l'Allemagne.

Mais pourquoi le secteur du grand âge est-il si attrayant pour les sociétés de capital-investissement ? Comment expliquer des rendements aussi exceptionnels<sup>8</sup>? Les principales raisons de cet appétit sont faciles à comprendre : **le vieillissement de la population, l'attrait des biens immobiliers détenus par les chaînes, un faible pouvoir de négociation collective et des contrôles de qualité trop rares** font des soins aux personnes âgées une cible d'investissement

---

<sup>4</sup> DW (04/2020) : [German retirement homes isolate the elderly from COVID-19 threat](#) (13.8.2021).

<sup>5</sup> Lotta et.al. (2021) : Gender, race, and health workers in the COVID-19 pandemic. *The Lancet*, 397(10281).

<sup>6</sup> Lokot/Bhatia (2020) : Unequal and Invisible: A Feminist Political Economy Approach to Valuing Women's Care Labor in the COVID-19 Response. *Frontiers in Sociology*, Nov 2020.

<sup>7</sup> Commission européenne (2021): [2021 Long-term care in the EU](#).

<sup>8</sup> Au cours des 25 dernières années, les fonds de capital-investissement américains ont réalisé un rendement net annuel moyen (TRI net) d'environ 13% (1993-2018), selon Catherwood & Mehrotra (2021): [Private Equity Outlook, 3 considerations for a competitive market](#) (13.08.2021). Il convient toutefois de mentionner que le TRI est parfois considéré comme une mesure insuffisante des véritables rendements des fonds de capital-investissement, car ils touchent généralement des commissions considérables (généralement 6-7 % par an), voir KPMG (06/2016) : [Evaluating Private Equity's Performance](#) (13.08.2021).

privé<sup>9</sup>. L'afflux de liquidités sur les marchés financiers et la baisse à long terme des taux d'intérêt permettent aux sociétés de *private equity* de lever plus facilement des fonds. De plus, l'approche accommodante des autorités de la concurrence en matière d'acquisitions<sup>10</sup> permet aux sociétés de capital-investissement d'être de véritables « machines à acquérir » des entreprises du secteur. Enfin, les fonds de capital-investissement peuvent compter sur des **revenus réguliers provenant des familles des patients ainsi que des sources de financement public ou quasi public.**

Cependant, les conséquences de cette évolution sont potentiellement très graves. Un premier avertissement nous vient des États-Unis, où une étude récente a révélé un **taux de mortalité dû au Covid plus élevé dans les maisons de retraite appartenant à des sociétés de capital-investissement**<sup>11</sup> ainsi qu'une **rotation** généralement **plus élevée du personnel**<sup>12</sup>. Un rapport récent<sup>13</sup> a montré comment l'entrée du capital-investissement a entraîné des conséquences désastreuses non seulement pour les travailleurs, mais aussi pour la **viabilité économique des entreprises cibles**. Par ailleurs, **l'État a, dans tous les cas, activement encouragé ces développements**, et les réglementations financières<sup>14</sup> ainsi que les paradis fiscaux<sup>15</sup> permettent aux sociétés de capital-investissement de poursuivre cette activité très lucrative.

Après une analyse détaillée des pratiques des fonds de *private equity* et leurs conséquences sur la gestion des maisons de retraite, nous proposons des pistes de réforme pour construire des systèmes de santé à la hauteur des défis contemporains.

---

<sup>9</sup> Investigate Europe (07/2021): "The biggest private equity companies in the sector", partie de *Grey gold – The billion Euro business of elder care* (13.08.2021).

<sup>10</sup> Voir, par exemple : The Counterbalance (04/ 2021) : [The European System of Monopoly, and how to fix it](#), comportant un entretien avec l'ancien économiste en chef de la concurrence en Europe, Tommaso Valletti.

<sup>11</sup> CBS News (02/2021) : [At private equity-owned nursing homes, an "enormous" increase in death rates, study finds](#) (13.08.2021).

<sup>12</sup> New York Times (03/2021) : [High Staff Turnover at U.S. Nursing Homes Poses Risks for Residents' Care](#) (13.08.2021).

<sup>13</sup> Notre sécurité financière (2019) : [Pirate Equity. How Wall Street Firms are Pillaging American Retail](#) (13.08.2021).

<sup>14</sup> Warren (2019) : [The Stop Wall Street Looting Act](#) (13.08.2021).

<sup>15</sup> New York Times (06/2021) : [Private Equity - How a Powerful Industry Conquered the Tax System](#) (13.08.2021).

## 2. LA BOITE A OUTILS DU CAPITAL-INVESTISSEMENT DANS LE SECTEUR DU GRAND AGE

Dans le contexte d'une économie de plus en plus financiarisée, de nouveaux acteurs tels que les sociétés de capital-investissement<sup>16</sup> ont émergé à partir des années 1980, spécialisées dans la réorganisation d'entreprises en vue de réaliser une plus-value à la revente. Certaines de leurs pratiques (voir encadré) ont des effets négatifs sur l'économie réelle et **s'étendent aujourd'hui à des secteurs qu'on qualifierait de « biens communs » comme celui des soins.**

En effet, il semble que le déploiement d'une **ingénierie financière complexe permettant le transfert d'actifs** entre une entreprise et ses propriétaires soit plus lucratif que l'amélioration réelle des services. Dans le cas que nous étudions, il s'agit par exemple de l'acquisition du parc immobilier des groupes de maisons de retraite par les sociétés mères, ainsi qu'un transfert indirect de la charge de la dette contractée par les fonds d'investissement.

### Qu'est-ce que le capital-investissement ?

Les sociétés de capital-investissement sont des entreprises spécialisées dans la collecte de l'argent de tiers dans un fonds – obtenu par exemple auprès de fonds de pension ou de particuliers fortunés – et l'investissent pour leur compte, **avec la promesse de rendements élevés.**

Elles rachètent des entreprises actives dans n'importe quel secteur, qu'il s'agisse de l'industrie manufacturière, allant de l'informatique, des soins, du cinéma, à la défense. Ces rachats ne sont pas *en soi* problématiques, et peuvent améliorer le fonctionnement d'entreprises en difficulté. Toutefois, la principale voie vers la rentabilité, en particulier dans le secteur des soins, où les coûts de personnel représentent un poste de dépenses important, consiste généralement à :

- **transférer les risques financiers aux entreprises rachetées**, par exemple en incitant celles-ci à contracter des emprunts onéreux auprès de leurs actionnaires ;
- **minimiser les coûts**, autant par l'optimisation fiscale que la compression des coûts salariaux ou l'assouplissement des normes.

Cela dans le but d'**obtenir des rendements financiers plus élevés.**

Les fonds rassemblent de nombreuses petites entreprises dans de grands groupes, qui ont tendance à être valorisés par les marchés financiers à un niveau supérieur à la somme de leurs parties. Il est ainsi possible de générer des bénéfices importants par la revente du groupe et de partager le produit avec les co-investisseurs. En moyenne, ces stratégies d'extraction génèrent des rendements internes élevés pour le fonds, mais, après paiement des frais, les investisseurs extérieurs reçoivent en moyenne des rendements faibles.

<sup>16</sup> Windolf (1994): Die neuen Eigentümer. Zeitschrift für Soziologie, 23(2), 79-92.

En outre, le recours à des techniques d'optimisation fiscale est systématique, **siphonnant des sommes importantes vers des centres financiers offshore**. Enfin, les fonds et cabinets de conseil les assistant touchent des honoraires importants<sup>17</sup> pour la mise en place de ces stratégies.

**Une partie importante des ressources d'un groupe de maisons de retraite à but lucratif est ainsi détournée vers la rémunération du capital, au détriment de l'investissement dans le personnel et le matériel, c'est-à-dire dans la qualité des soins.**

L'implication des sociétés de *private equity* dans le secteur est importante, bien que récente. En 2018, les investissements dans la santé ont donné lieu à plus de 800 transactions et 100 milliards de dollars de capitaux investis dans le monde<sup>18</sup>. Ces opérations sont motivées par la nécessité de consolider et rationaliser le secteur pour faire face au vieillissement des populations<sup>19</sup>. La société suédoise de capital-investissement Nordic Capital, par exemple, qui a acheté la deuxième chaîne de maisons de retraite d'Allemagne, Alloheim, souhaite « accélérer la croissance... et identifier les perspectives de transformation... » dans les entreprises qu'elle cible<sup>20</sup>.

**L'activité principale des fonds de capital-investissement est « le rachat à effet de levier »** (*leveraged buy-out, LBO*), une opération qui suscite depuis plusieurs années des controverses quant à sa pertinence et aux risques financiers qu'elle fait courir. En effet, cette opération consiste à **acquérir une société avec des fonds empruntés** et à ainsi générer des bénéfices importants avec relativement peu de capitaux propres<sup>21</sup>. Cela permet à des sociétés de capital-investissement relativement petites et inconnues d'acheter des parts de contrôle de géants du secteur<sup>22</sup>. Cette pratique reste toutefois très risquée ; dans le cas des groupes de maisons de retraite étudiés ici, ce risque est transféré de l'investisseur à l'entreprise rachetée.

La dette contractée par les sociétés de capital-investissement pour réaliser leurs acquisitions représente environ six fois les bénéfices de l'entreprise achetée, un niveau nettement supérieur à celui des sociétés cotées en Bourse.<sup>23</sup> Ce recours massif à la dette comme mode de financement, dans un contexte où les taux d'intérêt sont exceptionnellement bas, ouvre des possibilités de gains très importants une fois l'opération réalisée. Parallèlement, des taux rémunérateurs faibles poussent les acteurs financiers avides de rendement à des stratégies de

---

<sup>17</sup> Finance Magazin (03/2016) : [Private-Equity-Branche streitet über Managementgebühr](#) (13.08.2021).

<sup>18</sup> Appelbaum/Batt (2020) : Private Equity Buyouts in Healthcare: Who Wins, Who Loses? Institute for New Economic Thinking Working Paper Series No. 118, p. 3.

<sup>19</sup> InvestEurope (2020) : [Private Equity at Work](#) (13.08.2021).

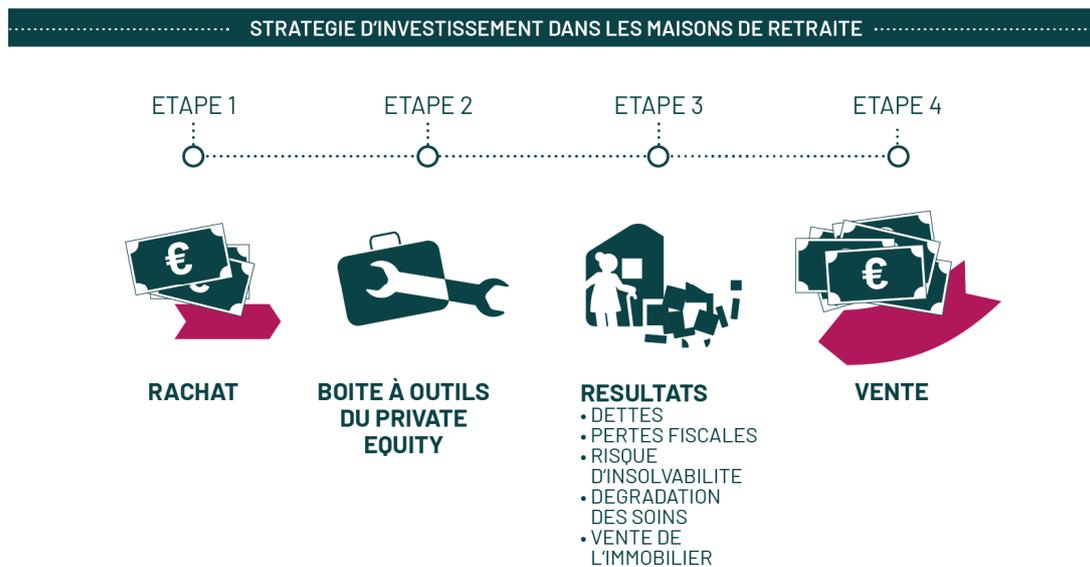
<sup>20</sup> Nordic Capital (2021) : [Ownership Excellence](#) (13.08.2021).

<sup>21</sup> Appelbaum/Batt (2014) : Private Equity at Work: When Wall Street Manages Main Street. New York : Russell Sage Foundation.

<sup>22</sup> Les actifs de l'entreprise sont alors utilisés comme garantie de la dette.

<sup>23</sup> Financial Times (07/2021) : [Private equity and the raid on corporate Britain](#) (13.08.2021).

plus en plus risquées ; c'est la raison pour laquelle les investisseurs institutionnels comme des fonds de pension ou des compagnies d'assurances confient leurs fonds à des sociétés de capital-investissement. Ainsi, le secteur explose, avec **plus de 3 000 milliards de dollars d'actifs au total et un stock croissant** de liquidités détenues par le fonds en attente d'être investies<sup>24</sup>. Les levées de fonds des sociétés de capital-investissement ont atteint des records ces dernières années, la politique monétaire très accommodante ayant permis le développement de pratiques d'investissement reposant sur le recours à l'endettement.



Les séquences successives d'une opération-type de l'entrée d'un fonds au capital d'une société est illustrée ci-dessus : **un rachat financé par la dette** est suivi d'**une réorganisation de la société acquise**, d'une **croissance externe via de nouvelles acquisitions**, et enfin d'une **revente**. Ce processus dure généralement entre cinq à sept ans. Les sociétés de capital-investissement ont généralement leur mot à dire dans presque toutes les décisions de l'entreprise acquise et reçoivent **une rémunération** pour un grand nombre de leurs services<sup>25</sup>.

Un aspect surprenant des opérations de capital-investissement est le transfert de la dette pour les achats d'entreprises à l'entreprise elle-même (le « **debt pushdown** » dans le jargon) : en transférant la dette qu'il a contractée sur l'entreprise qu'elle a achetée, le fonds d'investissement engrange les bénéfices tout en supportant un coût minimal. De leur côté, les groupes de maisons

<sup>24</sup> Financial Times (06/2021) : [Private capital industry soars beyond \\$7tn](#) (13.08.2021).

<sup>25</sup> Appelbaum/Batt (2020), 7.

de retraite déjà en difficulté doivent servir la charge de la dette<sup>26</sup>. Il peut s'agir de la dette externe (par exemple envers les banques) d'une part ; de la dette interne (souvent assortie de taux d'intérêt très élevés) envers les propriétaires et holdings, de l'autre. Les deux catégories de dettes sont généralement enregistrées dans des pays à faible taux d'imposition comme le Luxembourg ou Jersey. Chaque type de prêt, qu'il provienne de sources externes ou d'un « prêt d'actionnaire » interne, est utilisé à des fins très spécifiques liées aux stratégies financières des sociétés de capital-investissement. Dans certains des cas que nous avons étudiés, l'endettement important des groupes de maisons de retraite, notamment dû à la dette externe, a mené à la faillite de l'entreprise.

Les investisseurs peuvent par ailleurs pousser les sociétés acquises à **vendre leurs actifs**, en **particulier le parc immobilier**, et à utiliser les liquidités pour faire d'autres acquisitions. En effet, comme le note Alexandre Denby Wilkes de la société de capital-investissement Amundi PEF, « certaines entreprises préfèrent externaliser immédiatement l'immobilier pour réinjecter le cash dans la croissance<sup>27</sup> ». Ces ventes intéressent souvent des investisseurs particuliers, désireux de placer leur argent dans un actif sûr, avec un locataire stable et un environnement fiscal favorable.

En conséquence, les groupes d'établissements de santé se retrouvent à payer à leurs propriétaires, en plus du service de la dette, des loyers souvent très importants. En effet, si le parc immobilier n'est pas directement détenu par le fonds d'investissement, celui-ci, dans de nombreux cas, détient la société qui a acquis le parc. Cette opération de vente des actifs en vue de payer un loyer à la société mère (« cession-bail » dans le jargon) est une autre méthode d'extraction de la valeur de la maison de retraite vers le fonds de *private equity*.

Parmi les autres éléments de la boîte à outils figurent la domiciliation des holdings dans des paradis fiscaux ainsi que d'autres stratégies visant à réduire la fiscalité, notamment la possibilité de déduire des bénéfices imposables les intérêts élevés payés pour les prêts aux actionnaires<sup>28</sup>.

Enfin, l'implication des fonds transforme le secteur lui-même. En effet, les stratégies dites de « *buy-and-build* », c'est-à-dire le regroupement d'établissements en grandes entreprises, offrent de nombreux bénéfices pour les investisseurs :

---

<sup>26</sup> Voir la représentation d'une opération typique de transfert de dette par l'autorité allemande de surveillance des marchés financiers BaFin (2019) : [Private Equity und Venture Capital im Aufsichtsrecht](#), 16 (13.08.2021).

<sup>27</sup> Magazine Fusions & Acquisitions (07/2020) : [Ce secteur est pour nous une méga-tendance](#), 42 (13.08.2021).

<sup>28</sup> Depuis 2017, cette possibilité est restreinte dans certains pays, comme au Royaume-Uni.

- augmentation de la taille des acteurs et réduction de leur nombre, ce qui augmente leur pouvoir de marché ainsi que le pouvoir de négociation du privé auprès du public<sup>29</sup> ;
- économies d'échelle au sein des grands groupes nouvellement formés permettant de réaliser une plus-value à la revente par les propriétaires sans avoir besoin d'améliorer la qualité du service.

Au final, la « boîte à outils » du montage financier est toujours la même : **rachats par endettement, prêts intragroupes**, propriété par des sociétés offshore ainsi que **vente et cession-bail** (une forme de **démembrement des actifs**). Ces pratiques peuvent être considérées comme faisant partie d'une stratégie visant à externaliser les coûts pour l'investisseur tout en maximisant les bénéfices de l'investissement<sup>30</sup>. En plus de transférer des risques financiers à un secteur déjà fragile, celles-ci, comme nous le montrerons par la suite, mènent à une dégradation de la qualité des soins.

---

<sup>29</sup> Frank Knight (2020) : European Healthcare - Elderly Care Market (13.08.2021).

<sup>30</sup> Corlet Walker/Druckman/Jackson (2021) : Careless finance: Operational and economic fragility in adult social care. CUSP Working Paper No 26. Guildford: Centre for the Understanding of Sustainable Prosperity (13.08.2021). Cité comme "Careless Finance (2021)" à partir de maintenant.

## 3. ALLEMAGNE

### 3.1. Évolution générale du marché allemand des maisons de retraite

Ces dernières années, de nombreux établissements allemands ont été fusionnés ou rachetés par de grands groupes. En Allemagne, les soins sont fournis à la fois par des organisations à but non lucratif (ou caritatives) et à but lucratif. Parmi les trente principaux opérateurs, il n'existe que huit organisations à but non lucratif<sup>31</sup>, et la croissance du marché se produit principalement parmi les groupes à but commercial. Un secteur sous-financé depuis de nombreuses années rencontre ainsi les énormes capacités de financement des grands investisseurs. Avec une population vieillissante et une demande croissante, de nombreux fonds d'investissement s'attendent à des gains importants<sup>32</sup> et intensifient leurs rachats (les acquisitions réalisées sur le marché allemand représentent 18 % du volume total européen<sup>33</sup>).

### 3.2. Le capital-investissement dans le secteur allemand de la prise en charge du grand âge

L'Allemagne compte une part relativement importante (plus de 40 % du total) d'établissements privés à but lucratif ; le reste est en grande partie géré par le secteur associatif, le public ne jouant qu'un rôle marginal.

Avec l'introduction de l'assurance-soins de longue durée en 1995, la présence de prestataires de soins privés à but lucratif a augmenté de manière significative<sup>34</sup>. Et avec un flux de revenus relativement sûr provenant du système d'assurance quasi public, les investisseurs ont commencé à s'activer sur le marché dans les années 2010 et notamment depuis 2017, lorsque le nombre d'acquisitions a commencé à croître fortement. **Tant en 2017 qu'en 2018, plus de vingt entreprises allemandes du secteur ont été rachetées par des sociétés de capital-investissement**<sup>35</sup>. De plus en plus d'opérateurs font partie de chaînes détenues par des sociétés de capital-investissement, les rachats de chaînes comme Alloheim et Vitanas consolidant davantage le marché des soins et créant des conglomérats plus importants, avec des milliers de lits chacun<sup>36</sup>.

---

<sup>31</sup> Pflegemarkt.com (12/2020): [Die 30 größten Pflegeheimbetreiber 2021](#) (13.08.2021).

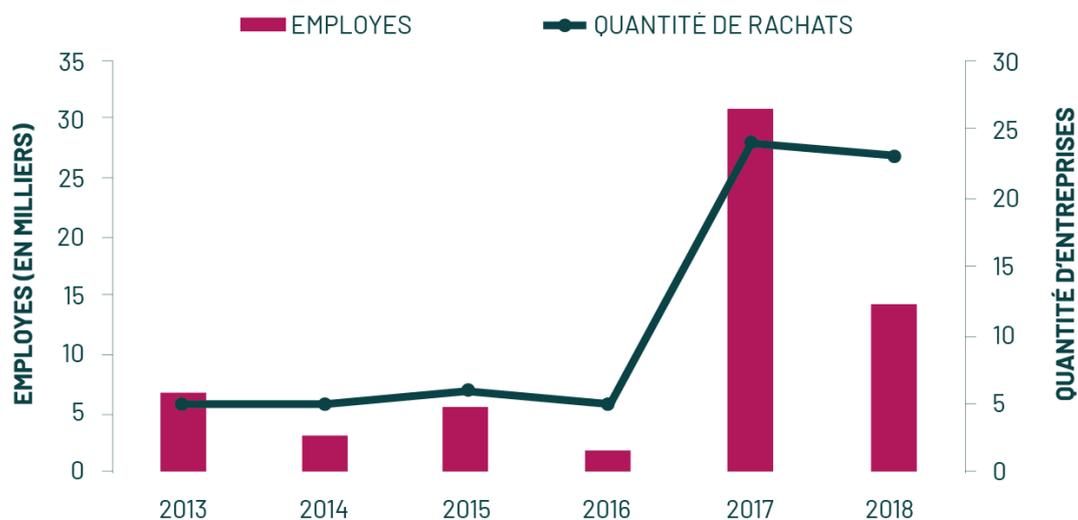
<sup>32</sup> Der Freitag (08/2021): [Schwester Heuschrecke](#) (13.08.2021).

<sup>33</sup> PwC (2021): [Private equity trend report: Can private equity save the world?](#), 10 (13.08.2021).

<sup>34</sup> Evans/Scheuplein (2019): Private-Equity-Investitionen im Pflegesektor: Relevanz, Dimensionen und Handlungserfordernisse. Forschung Aktuell, n° 08/2019, Institut Arbeit und Technik (IAT), Gelsenkirchen.

<sup>35</sup> Ibid.

<sup>36</sup> Bobsin (2020) : Private Equity im Bereich der Gesundheits- und Pflegeeinrichtungen in Deutschland. Hanovre: Offizin.



Source: Evans/Scheuplein (2019), Private-Equity-Investitionen im Pflegesektor: Relevanz, Dimensionen und Handlungserfordernisse, Forschung Aktuell No. 08/2019

Si certaines des entreprises achetées ces dernières années ont été gardées dans le portefeuille de leur acquéreur – c’est le cas par exemple de la holding Argentum Pflege, achetée en 2019 par Trilantic Capital Partners<sup>37</sup> ou de la holding Mirabelle en 2020, acquise par Auctus Capital Partners<sup>38</sup> –, d’autres ont déjà été vendues et revendues plusieurs fois, et ont donc subi toute une série de réorganisations. Ces rachats continus témoignent de la stratégie consistant à **créer des chaînes plus grandes qui peuvent ensuite être revendues avec des bénéfices substantiels**. La société de capital-investissement américaine Carlyle a, par exemple, acheté le groupe allemand Alloheim en 2013 pour 180 millions d’euros<sup>39</sup> et a revendu l’entreprise quatre ans plus tard pour 1,1 milliard d’euros.

Ainsi, les maisons de retraite allemandes intègrent de plus en plus des grands groupes européens appartenant à des fonds d’investissement privés. Par exemple, la société Römergarten Residenzen GmbH a récemment été rachetée par le groupe français Domidep, lui-même détenu par un groupe américain de capital-investissement. La tendance transfrontalière à la consolidation et à la concentration du marché devrait se poursuivre dans les années à venir. La richesse circule non seulement vers le haut, des soignants et des résidents des maisons de retraite vers les propriétaires de fonds d’investissement privés, mais aussi vers l’étranger, vers des investisseurs américains ou britanniques par exemple, tandis que les bénéfices sont domiciliés dans les paradis fiscaux.

<sup>37</sup> FinanzNachrichten (11/2019) : [Finanznachrichten : Laufende Fusionskontrollverfahren : Argentum Pflege Holding GmbH](#) (13.08.2021).

<sup>38</sup> Pflegemarkt (11/2021) : [AUCTUS übernimmt Mirabelle Care](#) (13.08.2021).

<sup>39</sup> Unquote (08/2013) : [Star Capital sells Alloheim to Carlyle for €180m](#) (13.08.2021).

Sur les quinze plus grands groupes allemands, seuls trois sont aujourd'hui à but non lucratif. Parmi les autres, Alloheim, Dorea, Schönes Leben et Vitana comptent parmi les plus grands et sont tous en pleine expansion. Si les sociétés de capital-investissement détiennent une part croissante du secteur, certaines acquisitions sont réalisées par des entreprises cotées en Bourse. Les groupes français Korian et Orpéa ont par exemple intensifié leurs activités sur le marché allemand<sup>40</sup>. Les deux premiers opérateurs privés en termes de taille en Allemagne représentent en effet ces deux modèles de financement : Korian est une société cotée sur la place de Paris, tandis que Alloheim appartient à la société suédoise de capital-investissement Nordic Capital. Sur un marché encore très fragmenté, Korian compte plus de 25 000 lits et Alloheim plus 20 000<sup>41</sup>.

### Le cas Alloheim

Alloheim est le plus grand groupe de maisons de retraite détenu par des capitaux privés en Allemagne. À première vue, Alloheim est géré par une société holding basée à Düsseldorf, mais cette société a conclu des accords de transfert de bénéfices avec une société holding appelée Cidron Atrium, dont le seul actionnaire est une entité basée au Luxembourg<sup>42</sup>. Alloheim fait l'objet d'une couverture médiatique importante et souvent négative, avec de nombreux scandales liés à la mauvaise qualité des soins et aux taux de mortalité liés à la pandémie du Covid<sup>43</sup>. Le groupe a déjà fait l'objet de trois<sup>44</sup> rachats consécutifs par des sociétés de capital-investissement : par exemple Carlyle l'a vendu en 2017 pour un montant six fois plus élevé qu'il n'avait déboursé en l'acquérant en 2013. Son nouveau propriétaire, Nordic Capital, promet généralement à ses investisseurs des rendements à deux chiffres<sup>45</sup>, mais il est difficile d'obtenir des informations sur les bénéfices spécifiques dus au groupe des maisons de retraite. **Ce dernier rachat en date a été financé par dette, qui représentait plus de dix fois son bénéfice** avant le paiement d'intérêts, d'impôts, de dépréciation et d'amortissement<sup>46</sup>.

---

<sup>40</sup> Redler (2021) : Unsere Gesundheit - Ihr Profit? Fallstudien zu Union-Busting privater Gesundheits- und Pflegekonzerne und gewerkschaftlicher Gegenwehr. Berlin : Rosa-Luxemburg-Stiftung.

<sup>41</sup> Pflegemarkt (12/2020) : [Die 30 größten Pflegeheimbetreiber 2021](#) (13.08.2021).

<sup>42</sup> La société s'appelle Cidron Kuma 2 S.ä r.l. et a été constituée en 2017, l'année où Nordic capital a acheté Alloheim.

<sup>43</sup> Des cas d'épidémies de Covid19 ont été liés aux conditions dans les maisons Alloheim, notamment à [Bramsche](#) et [Bredsted](#) (13.08.2021).

<sup>44</sup> Après son rachat initial par Star Capital en 2008, le groupe a été revendu au groupe Carlyle en 2013 et enfin à Nordic Capital.

<sup>45</sup> Buyout Insider (01/2018) : [Nordic Capital nearing final close on Fund IX](#) (13.08.2021). Le TRI est un indicateur délicat à utiliser, il gonfle les rendements des fonds de private equity et sous-estime les frais et coûts, voir McKinsey (2004) : [Internal rate of return : A cautionary tale](#) (13.08.2021).

<sup>46</sup> Reuters (10/2017) : [Strong private equity interest in German Alloheim sale -sources](#) (13.08.2021).

Notons que les résultats financiers d'Alloheim pendant ces années ont globalement été négatifs. Sa société mère Cidron Atrium SE enregistrait en 2019 des pertes de 138 millions d'euros par an, alors que ses revenus s'élevaient à environ 800 millions d'euros dans la même année. Son niveau d'endettement s'est considérablement accru au fil des années, et le résultat négatif s'explique largement par la hausse des coûts de location et des frais généraux d'exploitation<sup>47</sup>. Aujourd'hui, le groupe est locataire sur tous ses sites, et il n'est pas possible d'obtenir des informations détaillées sur les propriétaires des biens immobiliers. Cependant, les dépenses croissantes pour payer les loyers montrent qu'une partie des contributions des patients implique des fuites vers des complexes immobiliers dont la structure de propriété n'est pas transparente.

On peut ainsi se poser la question : si Alloheim est continuellement déficitaire, comment ce groupe fait-il gagner de l'argent à ses investisseurs ? C'est surtout en remboursant la pile de dettes acquises au fil des ans. Le coût des intérêts s'élevait à 82 millions d'euros pour 2019 (61,8 millions d'euros en 2018), ce qui veut dire que le groupe consacre près de 10 % de ses revenus uniquement au service de la dette. Environ la moitié de ce montant a été versée à des entreprises liées au propriétaire et constitue donc des **prêts intra-groupe**. Le montant total de l'encours de la dette s'élevait à 834 millions d'euros en 2019, dépassant ainsi son chiffre d'affaires pour cette année-là.

### **Le cas Dorea Holding**

Notre deuxième cas allemand est le groupe Dorea, qui a fait l'objet de deux rachats par des fonds d'investissement : une première fois en 2015, par Quadriga Capital basé à Francfort, puis en 2018 par l'intermédiaire du français Creadev/Maisons de Famille. Dès le premier achat, Dorea s'est transformée en une machine à dette. Commencant en 2016 avec une perte consolidée de 2,5 millions d'euros, la holding Dorea a subi des pertes de 10,4 millions d'euros en 2017 et un montant stupéfiant de 70,2 millions d'euros en 2019. Alors que le chiffre d'affaires a augmenté lentement, les pertes du groupe ont augmenté à une vitesse qui n'a rien à voir.

Comme dans le cas précédent, cela n'a pas empêché les investisseurs de récolter des bénéfices. Rien qu'entre 2016 et 2017, les paiements d'intérêts pour le crédit accordé par ses actionnaires ont à peu près quadruplé, passant de 375 000 euros à 1,2 million d'euros<sup>48</sup>. L'année précédant sa vente à des investisseurs français, le groupe avait des dettes envers des sociétés basées au Luxembourg, DOREA Beteiligung S.à r.l., pour un montant de 18 millions d'euros, et deux accords

---

<sup>47</sup> Cidron Atrium SE (2020) : états financiers consolidés pour l'exercice du 01.01.2019 au 31.12.2019, Bundesanzeiger.

<sup>48</sup> Dorea Holding GmbH (2018) : États financiers consolidés pour l'exercice du 01.01.2017 au 31.12.2017, par Bundesanzeiger.

de crédit avec Quadriga Capital IV First Holding II L.P. pour un montant de 10 millions d'euros. Ces accords de crédit directs avec des actionnaires situés dans les paradis fiscaux n'ont pas été mentionnés depuis le deuxième rachat du groupe. Toutefois, en 2019, les paiements d'intérêts aux sociétés liées au nouveau propriétaire se sont élevés à 4,7 millions d'euros<sup>49</sup>.

Comme dans les cas d'Alloheim et de Vitanas (présenté ci-après), la holding Dorea n'a cessé d'acheter de nouveaux établissements de soins partout en Allemagne. La holding peut faire valoir la plupart de ses nouvelles acquisitions comme des investissements qui s'amortissent avec le temps et peut ainsi réduire le montant total de son revenu imposable. L'expansion continue des investisseurs financiers réduit donc encore davantage leur charge fiscale.

### **Le cas Vitanas**

Fondé en 1969 à Berlin-Ouest, Vitanas est actuellement le cinquième plus grand groupe géré par des capitaux privés en Allemagne. Au milieu des années 2000, Vitanas a été racheté par un groupe allemand et a récemment bénéficié d'investissements privés qui ont modifié son modèle économique. C'est encore un opérateur à taille plutôt modeste (gérant environ 5 400 lits), mais affichant une dynamique similaire à celle des groupes plus grands comme Alloheim.

En 2017, Vitanas a été racheté par le groupe de capital-investissement américain Oaktree Capital. Dans une présentation à ses investisseurs, Oaktree Capital, basé à Los Angeles, affirme réaliser un TRI (taux de rendement interne) brut moyen annuel de 13 % pour ses investisseurs<sup>50</sup>. Grâce à des accords de transfert de bénéfices, tout est transféré à une société mère basée à Berlin, Vitanas AcquiCo GmbH. Pourtant, la société mère « la plus élevée » du groupe est – une fois de plus – une entreprise basée au Luxembourg<sup>51</sup>.

Malgré des revenus réguliers, l'ensemble de la société a fini, comme nous l'avons vu pour Alloheim, par enregistrer des pertes importantes. L'audit réalisé par Ernst & Young suggère que le groupe est surendetté mais pas insolvable. L'encours total de sa dette envers les « sociétés apparentées » s'élève à environ 42 millions d'euros, soit 18 % des recettes annuelles. La prise de contrôle par le capital-investissement étant récente, Vitanas se trouve encore à un stade précoce de l'ingénierie financière associée, mais l'augmentation de la dette envers les sociétés liées est visible (cette dette représentait 14 % du chiffre d'affaires en 2018, 18 % l'année suivante) ainsi que la hausse des dépenses de loyer, alors que dans la même période les paiements de salaires ont diminué. Son rapport annuel 2019

---

<sup>49</sup> Dorea Holding GmbH (2020) : États financiers consolidés pour l'exercice du 01.01.2019 au 31.12.2019, par Bundesanzeiger.

<sup>50</sup> Oaktree (2019) : [Premier trimestre 2019](#) (13.08.2021).

<sup>51</sup> Le nom du cabinet est "OCM Luxembourg EPF IV Vitanas TopCo S.à r.l.".

indique qu'après la vente du site de Geesthacht, toutes les installations immobilières de Vitanas seront louées, ce qui oblige le groupe à payer un loyer à l'avenir.

### 3.3. Conséquences pour les travailleurs et la qualité des soins

Les maisons de retraite ont été parmi les principaux foyers d'infection du Covid-19 en Allemagne<sup>52</sup>, et le personnel soignant figure parmi les professions le plus exposées au virus<sup>53</sup>. De nombreuses maisons de retraite ont fait la une des journaux en raison du nombre élevé de patients infectés ou décédés (un décès sur trois liés au Covid-19 en Allemagne est survenu dans un établissement pour personnes âgées).

Les soins font partie des secteurs les moins bien rémunérés en Allemagne : 58 % des travailleurs perçoivent un salaire inférieur au seuil de bas salaire de l'OCDE<sup>54</sup>. Même s'il n'existe pas encore de bonnes études comparatives sur les infections à Covid-19 dans les établissements selon le type de propriété, il semble que les maisons à but lucratif (et celles détenues par des capitaux privés parmi elles) exercent une pression plus forte sur le personnel soignant et réduisent la qualité de leurs soins envers les patients.

Des études menées en Allemagne ont généralement révélé une qualité de soins inférieure dans les maisons à but lucratif dans presque toutes les catégories examinées<sup>55</sup>. Aussi bien Alloheim, Vitanas que Dorea ont subi des critiques pour **la charge de travail élevée et la faible qualité des soins**. En 2016, par exemple, le ministère de la Santé de Rhénanie-du-Nord-Westphalie a déclaré qu'il y avait eu « des difficultés dans plusieurs établissements du groupe Alloheim<sup>56</sup> ». La critique a été réitérée à plusieurs reprises depuis et concerne les conditions de travail et la qualité des soins de nombreuses maisons de retraite du groupe<sup>57</sup>. À titre d'exemple, en 2018, la ville de Lingen a engagé une procédure contre deux dirigeants d'une maison de retraite du groupe suite aux accusations d'**une prise en charge défailante des personnes âgées**<sup>58</sup>. Les conditions de vie dans le foyer ont été critiquées, mais les deux responsables ont finalement été acquittés<sup>59</sup>.

---

<sup>52</sup> Robert-Koch-Institut (2021) : Täglicher Lagebericht des RKI zur Coronavirus-Krankheit-2019 (13.08.2021).

<sup>53</sup> Ärztezeitung (03/2021) : Pflegeheime bleiben Hotspot der Corona-Pandemie (13.08.2021).

<sup>54</sup> Ludwig & Evans (2020) : Löhne in der Altenpflege : Helferniveaus im Spiegel von Fachkräftesicherung und Lohnverteilung. Ein Beitrag zur Lohn- und Tarifdebatte, Forschung Aktuell No. 11/2020.

<sup>55</sup> Geraedts et.al. (2016): Verhältnis zwischen Qualität, Preis und Profitorientierung deutscher Pflegeheime. Zeitschrift für Evidenz, Fortbildung und Qualität im Gesundheitswesen, 112, 3-10.

<sup>56</sup> Stuttgarter Zeitung (02/2018): Weitere Alloheim-Einrichtungen haben Probleme (13.08.2021).

<sup>57</sup> StadtSpiegel (06/2021) : Halterner Senioren als Opfer von Rendite-Jägern? (13.08.2021).

<sup>58</sup> Deutschlandfunk Kultur (02/2020) : Big Business auf Kosten der Kranken (13.08.2021).

<sup>59</sup> NOZ (01/2019) : Alloheim in Lingen: Bußgeldverfahren gegen zwei Geschäftsführer (13.08.2021) & NOZ (06/2019): Freispruch im Verfahren gegen die Alloheim-Geschäftsführer (13.08.2021).

Dans de nombreux cas, le personnel des maisons de retraite est surchargé de travail, et les déficits de personnel sont comblés par des travailleurs intérimaires. Des enquêtes menées par le média allemand Frontal21 ont mis en évidence la surcharge de travail et de substantiels problèmes en matière d'hygiène et de qualité des soins, notamment dans les établissements d'Alloheim. Des accusations similaires ont été portées contre des établissements des groupes Vitanas<sup>60</sup> et Dorea<sup>61</sup>. Les gérants et les propriétaires des groupes visés rétorquent qu'il s'agit de cas isolés et non d'un problème systémique. Cependant, la forte pression financière qui pèse sur ces trois chaînes laisse penser que les mauvais traitements et la surcharge de travail font partie du problème.

Les données manquent actuellement pour établir une vision globale de l'ampleur des problèmes, malgré les contrôles sporadiques effectués par les agents des caisses d'assurance maladie<sup>62</sup>. Toutefois, les critiques ont abouti à la mise en place, à partir de 2019 (avec un retard dû au Covid-19), de nouveaux indicateurs et d'une nouvelle procédure d'audit. Celle-ci est utilisée par le service médical des caisses d'assurance maladie et évalue l'état de santé réel des résidents, la qualité des soins et les équipements disponibles dans les établissements.

---

<sup>60</sup> Nordkurier (01/2021) : [Wie schlimm geht es im Ueckermünder Vitanas Pflegeheim wirklich zu ?](#) (13.08.2021)

<sup>61</sup> Nordwest Zeitung (09/2020) : [Heim will nach Vorwürfen Kommunikation verbessern](#) (13.08.2021)

<sup>62</sup> Tagesschau (06/2021) : [Sterblichkeit in Pflegeheimen stark angestiegen](#) (13.08.2021)

## 4. FRANCE

### 4.1. Evolution générale du marché français des EHPAD<sup>63</sup> lucratifs

Le marché français des soins aux personnes âgées s'est financiarisé, dans le sillage de la privatisation croissante des groupes de maisons de retraite<sup>64</sup>. Historiquement, la France s'appuyait sur des établissements publics et des fondations caritatives mais, à partir des années 1980, l'État a mis en place un marché où des EHPAD privés, publics et à but non lucratif devaient entrer en concurrence pour attirer à la fois des patients et des financements. Jusqu'au milieu des années 2000, grâce à l'action favorable des autorités, de nombreux opérateurs privés ont ainsi émergé. Le secteur privé à but lucratif représente aujourd'hui 20 % de l'offre, soit 125 000 lits<sup>65</sup>. À partir de la fin des années 2000, un mouvement de consolidation a commencé à transformer le secteur : le nombre de nouvelles licences a baissé, l'accès au financement public est devenu plus difficile, et les fusions et acquisitions se sont multipliées dans le privé. Le regroupement permet de bénéficier d'économies d'échelle, d'une meilleure valorisation financière et d'un pouvoir de négociation accru face au régulateur, ce qui est essentiel dans un contexte où l'offre privée est en partie cofinancée par le public. En conséquence, **une grande majorité des lits dans le privé lucratif (plus de 70 000) sont aujourd'hui détenus par les cinq plus grands groupes** (Korian, Orpéa, DomusVi, Domidep, Colisée). Les trois plus grands groupes français font également partie des plus grands gérants européens de maisons de retraite et opèrent de plus en plus au-delà des frontières<sup>66</sup>.

### 4.2. Le capital-investissement dans le secteur des EHPAD en France

Les fonds de capital-investissement ont beaucoup investi dans le secteur français des maisons de retraite et jouent aujourd'hui un rôle essentiel dans la gestion des opérateurs privés lucratifs. Parmi les **cinq premiers groupes français de maisons de retraite, trois sont actuellement détenus par des fonds d'investissement (Colisée, Domidep, DomusVi)**. Ces investisseurs achètent également de petits établissements en vue d'acquisitions ultérieures (« *buy-and-build* » dans le jargon). Un exemple en est l'acquisition de Vivalto Vie par Amundi PEF en février 2020. Si le groupe ne possède que 2 200 lits, principalement dans l'ouest de la France et en Espagne, il

---

<sup>63</sup> Dans la partie française du rapport, les maisons de retraite sont entendues comme des établissements d'hébergement pour les personnes âgées dépendantes (EHPAD), une catégorie juridique qui comprend la plupart des maisons de retraite réglementées françaises.

<sup>64</sup> Delouette/Nirello (2016) : Le processus de privatisation du secteur des établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes. *Journal de gestion et d'économie médicales* 2016/7 (Vol. 34), 387-408.

<sup>65</sup> Les Echos (01/2017): Pourquoi les Ehpads doivent avoir une croissance "non core" (13.08.2021).

<sup>66</sup> Statista (2020): Les plus grands opérateurs européens de maisons de retraite en 2020, par nombre d'établissements (13.08.2021).

permet à Amundi d'intégrer d'autres petits réseaux de maisons de retraite dans l'ouest de la France, en région parisienne et en Espagne.

Les établissements français détenus par des capitaux privés ont tendance à acheter des groupes similaires à l'étranger, s'étendant ainsi à d'autres pays d'Europe, d'Asie et d'Amérique. Le groupe français DomusVi a ainsi récemment acheté ou ouvert des filiales au Chili, en Espagne et en Chine. Ces rachats successifs se sont accompagnés de fortes augmentations de la valeur financière des groupes, dues à la fois aux opérations de *build-up* et à l'augmentation de la valorisation du secteur en général. Par exemple, DomusVi a été acheté pour environ 640 millions d'euros en 2014 par PAI Partners et revendu à ICG pour 2,3 milliards d'euros en 2017<sup>67</sup>.

L'étude des rachats de DomusVi, Domidep et Colisée révèle que ces **trois groupes historiquement rentables ont été transformés en entreprises fortement endettées, dès leur premier rachat.**

## DomusVi

DomusVi, le troisième groupe français en termes de taille, a fait l'objet de deux rachats par des fonds de capital-investissement : une première fois en 2014 par PAI Partners, puis en juin 2017 par le fonds ICG. Depuis son premier rachat, DomusVi s'est fortement agrandi par l'acquisition de concurrents en Espagne (comme Residalya en 2019) et ailleurs. Très récemment, DomusVi a acquis Advita, l'une des principales sociétés allemandes (voir le chapitre précédent)<sup>68</sup>. Comme nous le verrons, c'est un cas d'école de l'utilisation de la boîte à outils du *private equity* en France. DomusVi a commencé à s'endetter fortement après son rachat par des fonds de capital-investissement. En 2020, l'entreprise affichait une dette de 969 millions d'euros, soit plus de sept fois son bénéfice avant intérêts et impôts<sup>69</sup>.

**DomusVi est détenue conjointement par la société luxembourgeoise Topvita Investment (21,5 %), SIDVH SAS (72,4 %) et Mancare I, II et III (5,9 %)**<sup>70</sup>. Le travail d'investigation des journalistes Maxime Rehany et Téo Cazenaves ainsi que d'organisations de la société civile comme SAS Madrid montrent que cette structure de propriété cache **un conglomérat de sociétés-écrans basées à Jersey et au Luxembourg**<sup>71</sup>. En effet, le fonds d'investissement propriétaire de DomusVi, ICG Europe, est domicilié à Jersey, une juridiction avec un faible taux d'imposition, un système fiscal opaque et un droit des sociétés favorable aux fonds d'investissement. Cependant,

<sup>67</sup> PAI Partners (2021) : [Investments](#) (13.08.2021).

<sup>68</sup> DomusVi (07/2021) : [Le groupe DomusVi acquiert advita](#) (13.08.2021).

<sup>69</sup> DomusVi (2017) : [Press Release](#) (13.08.2021).

<sup>70</sup> Bilan consolidé de Kervita pour l'année 2020.

<sup>71</sup> Le Media (2020) : [Révélations - Ehpad et Assurances Vie : Paradis Fiscaux, Opacité et Complicité d'État](#) (16.08.2021) et SAS Madrid (2020) : [DomusVi a Jersey](#) (16.08.2021).

ICG Europe n'a pas investi dans DomusVi directement ; il est passé par l'intermédiaire d'une **société holding basée au Luxembourg** (Topvita Investment). La société luxembourgeoise détient à la fois le capital de DomusVi et la dette qui a été contractée pour acquérir DomusVi. C'est donc un rachat classique à effet de levier : Topvita Investment a reçu une part du capital de ses investisseurs et a emprunté le montant nécessaire à l'acquisition du groupe de maisons de retraite.

**La charge de la dette contractée par le fonds semble avoir été transférée à l'entreprise rachetée.** En effet, à la fin de 2017, la dette nette de DomusVi s'élevait à 900 millions d'euros<sup>72</sup>, dont une partie contractée auprès de holdings comme Topvita. Cette dette augmente sans discontinuer et atteint actuellement 570 millions d'euros **avec un taux d'intérêt élevé (de 9 % à 11 %)**<sup>73</sup>. **En deux ans, de mars 2017 à mars 2019, la holding luxembourgeoise Topvita Investments a prélevé 105 millions d'euros de taux d'intérêt auprès de DomusVi**<sup>74</sup>.

Nous pouvons constater combien l'endettement permet ici non pas tant de développer l'entreprise que de maximiser le rendement d'opérations d'achat et de revente. En effet, les bénéfices opérationnels de DomusVi permettent de rembourser les intérêts payés pour son rachat et de faciliter son expansion, avec des acquisitions internationales financées par la dette. Ces opérations successives de rachat à crédit constituent le principal moteur de croissance de la valeur du groupe, ce qui lui permet d'espérer une plus-value importante à la revente. Par exemple, entre le deuxième rachat de DomusVi en 2014 par PAI Partners et sa vente à un nouveau fonds d'investissement privé en 2017, la valeur financière du groupe est passée de 650 millions d'euros à 2,3 milliards d'euros. Les gains ont été répartis entre PAI Partners et ses investisseurs. Notons que l'ingénierie financière qui organise l'extraction de la valeur générée par un EHPAD n'est pas seulement l'œuvre des acteurs extérieurs ; elle peut également servir les dirigeants de l'entreprise. Un des principaux propriétaires de DomusVi est une holding détenue par le fondateur du groupe, Yves Journal ; quant à Mancare SAS, un propriétaire mineur du même groupe, elle est détenue en partie par des dirigeants de DomusVi et de ses filiales étrangères. Toute cette ingénierie financière permet la constitution de véritables fortunes personnelles.

---

<sup>72</sup> DomusVi (03/2018) : [Press Release](#) (13.08.2021).

<sup>73</sup> LeMedia (06/2020) : [Révélations - Ehpads et Assurances Vie : Paradis Fiscaux, Opacité et Complicité d'État](#) (13.08.2021).

<sup>74</sup> Ebd.

## Colisée

Colisée, le quatrième plus grand groupe français du secteur, a été racheté trois fois en l'espace de six ans : d'abord par Eurazeo (2014), puis par IK Investment Partners (2017), enfin en 2020 par EQT Infrastructure V<sup>75</sup>, une société de capital-investissement gérée depuis le Luxembourg<sup>76</sup>.

Déjà pendant sa détention par Eurazeo, entre 2014 et 2017, Colisée a réalisé **de nombreuses acquisitions de maisons de retraite**, augmentant son nombre d'établissements de 45 à 270<sup>77</sup> (dont 104 en France<sup>78</sup>). Là encore, on observe une **stratégie classique de buy-and-build** censée augmenter les parts de marché par croissance externe. Ces dernières années, le groupe a poursuivi son expansion avec de nombreux investissements en Espagne et en Allemagne, et fait désormais partie du top 10 des gérants d'EPHAD en Espagne ; il coopère avec des investisseurs immobiliers pour séparer l'exploitation des services de soins de celle des biens immobiliers<sup>79</sup>.

Cependant, ces expansions continues ont un coût. **En 2020, Colisée avait une dette nette de 900 millions d'euros**, ce qui représentait **plus de six fois son bénéfice avant impôts et intérêts (140 millions d'euros)**<sup>80</sup>. C'est trois fois le montant de la dette que Colisée avait accumulé jusqu'à son deuxième rachat en 2015 – une somme de 310 millions d'euros<sup>81</sup>.

## Domidep

Domidep, le cinquième groupe français, a d'abord été racheté par un fonds d'investissement en 2007, associant Azulis Capital et BNP Paribas Développement. Il a ensuite été vendu à la branche assurance du Crédit agricole, Predica, en 2013<sup>82</sup>. Le regroupement d'EPHAD a ensuite été racheté à nouveau par le fonds de capital-investissement américain I Squared en octobre 2019. Lors de ces rachats successifs, Domidep a joué le rôle de plateforme pour acquérir des groupes d'établissements plus petits : la taille de Domidep a doublé entre 2014 et 2021 grâce à des acquisitions externes (passant de moins de 40 établissements à plus de 100 en France, et 20 à l'étranger)<sup>83</sup>.

---

<sup>75</sup> Groupe EQT (08/2020) : [EQT Infrastructure entre en négociations exclusives pour acquérir une participation majoritaire dans Colisée - un leader européen des soins aux personnes âgées](#) (13.08.2021).

<sup>76</sup> SEC (2021) : [EQT Infrastructure IV](#) (13.08.2021).

<sup>77</sup> LesEchos (08/2020) : [Le fonds suédois EQT prend le contrôle de Colisée, le numéro quatre français des Ehpads](#) (16.08.2021).

<sup>78</sup> Cap Retraite (2021) : [Le groupe Colisée](#) (16.08.2021).

<sup>79</sup> Chronique juridique mondiale (03/2021) : [Acquisition par Colisée et Threestones d'une nouvelle maison de retraite à Oviedo](#) (16.08./2021).

<sup>80</sup> LesEchos (03/2020) : [Ehpads: IK ouvre la porte à sa prochaine sortie de Colisée](#) (16.08.2021).

<sup>81</sup> SilverEco (2015) [Le Groupe Colisée renforce sa capacité financière pour accélérer son développement](#) (16.08.2021).

<sup>82</sup> Géroscopie (06/2016) : [Les leaders accélèrent](#) (13.08.2021).

<sup>83</sup> Les Echos (01/2019) : [Domidep se prépare à animer le large cap](#) (16.08.2021) & Domidep (2021) : [Qui sommes-nous?](#) (16.08.2021)

Le recours à la dette a joué un rôle important dans l'acquisition de Domidep. Son rachat en 2019 par I Squared a été financé par 412 millions d'euros de dettes, soit près d'une fois et demie son chiffre d'affaires annuel (300 millions d'euros) et presque six fois son bénéfice avant intérêts et impôts au moment du rachat (75 millions d'euros). Cela signifie qu'il faudrait six ans au groupe pour rembourser toute la dette qu'on lui a fait porter, s'il utilisait tous ses bénéfices pour le remboursement. Comme dans les cas précédents s'installe un système coûteux de prêts intra-groupe, dont le fournisseur de soins assure le service. Par exemple, Domidep assure le service des intérêts d'un prêt de 385 millions d'euros qu'il a reçu de sa société mère, Cube Healthcare Bidco SAS<sup>84</sup>.

### 4.3. Conséquences pour les travailleurs et la qualité des soins

Le secteur des EHPAD en France connaît actuellement une crise structurelle, comme le reconnaît le rapport de la mission d'information sur les EHPAD réalisé en 2018 par les députées Monique Iborra et Caroline Fiat. Les patients accueillis sont de plus en plus âgés, de plus en plus malades et de plus en plus dépendants, avec des moyens et une prise en charge médicale qui peinent à s'adapter.

Si l'on ne peut résumer la crise des EHPAD en France à l'influence des fonds de *private equity*, ni à la seule question du financement, l'implication de ces investisseurs aggrave des dynamiques déjà en cours. Les stratégies détaillées ci-dessus posent problème dans la mesure où elles font supporter aux EHPAD, et donc à la collectivité et aux patients, des coûts financiers importants. En même temps, **l'encadrement, mesuré en équivalent temps plein (ETP) pour 100 résidents est, en 2018, nettement plus faible dans le secteur privé lucratif (49,3 ETP) que dans les EHPAD publics hospitaliers (64,1 ETP), public territorial (65,1 ETP) et associatif (59,6 ETP)<sup>85</sup>**. Il reste nettement au-dessous du taux médian, estimé à 61 ETP, ainsi que de la recommandation de seuil minimal de 65 ETP faite par le rapport parlementaire de Monique Iborra et Caroline Fiat.

Ce constat d'une qualité des soins dégradée dans des établissements à but lucratif, souvent destinés à une clientèle plus fortunée, paraît contre-intuitive. On peut l'expliquer en partie par un **manque de transparence quant au taux d'encadrement** auprès des patients-clients, comme le suggère l'économiste Cécile Martin<sup>86</sup>. Ainsi, les établissements peuvent se différencier sur des critères plus immédiatement visibles, comme la qualité du parc immobilier ou la localisation géographique, près des grandes agglomérations. Ces critères ont l'avantage de participer à la

---

<sup>84</sup> Domidep (2020) : Dépôt des Comptes Annuels (11/2020), p. 23.

<sup>85</sup> CNSA (2019) : La situation des EHPAD en 2017, 33 (16.08.2021).

<sup>86</sup> Martin (2014) : "Concurrence, prix et qualité de la prise en charge en EHPAD en France". Thèse de doctorat Université Paris-Dauphine, p. 165.

valorisation du groupe de maisons de retraite en vue de sa revente, finalité de la stratégie d'acquisition, alors que la main-d'œuvre est un coût à minimiser.

On remarque aussi que les écarts de salaire sont les plus importants dans le secteur lucratif entre les médecins et le reste du personnel, soignant ou support<sup>87</sup>. Pourtant, le manque d'effectifs amène généralement les salariés à accomplir des gestes techniques au-dessus de leurs qualifications et responsabilités habituelles, faute de soignants disponibles. Alors que leurs dirigeants et investisseurs captent une partie importante de la valeur créée via les schémas présentés ci-dessus, des grèves régulières ont lieu, depuis le milieu des années 2010, dans les établissements détenus par des capitaux privés – notamment chez Domidep<sup>88</sup> et DomusVi<sup>89</sup> entre 2016 et 2021<sup>90</sup>.

Certains cas sont particulièrement alarmants : un soignant a évoqué des conditions de travail « déplorables » dans une maison de retraite DomusVi située à Bordeaux, entraînant la démission de plusieurs employés et le départ de certains patients. Le soignant a dénoncé une véritable maltraitance due au sous-effectif, avec un temps moyen quotidien dédié aux patients de 20 minutes. Il est aussi dénoncé un sous-investissement dans le matériel : « Il y a un problème de matériel médical, nous sommes toujours en manque de draps et de serviettes<sup>91</sup>. » Suite à une grève dans un établissement DomusVi situé non loin de Nice, un autre employé a noté le manque d'autres types d'équipements, tels que des appareils de levage de patients, des chaises de douche et des produits de nettoyage efficaces<sup>92</sup>. Cette situation va jusqu'au point où des atteintes graves aux libertés syndicales sont dénoncées : des directeurs des maisons de retraite de DomusVi ont été accusés de payer les employés pour qu'ils dénoncent les comportements des syndicalistes afin de pouvoir les licencier<sup>93</sup>.

La pandémie de Covid-19 a rendu encore plus visibles ces défaillances. Par exemple, DomusVi a été fortement mis en cause pour sa gestion de la crise dans ses établissements, autant par les familles que le personnel. Plusieurs journaux espagnols ont dénoncé le rôle du groupe dans la

---

<sup>87</sup> CNSA (2019) : La situation des EHPAD en 2017, 33 (16.08.2021).

<sup>88</sup> Ouest France (01/2021) : Rennes. Les personnels de l'Ehpad des Roseraies en grève (16.08.2021).

<sup>89</sup> Quelques cas illustrent les dynamiques présentées ci-dessus, par exemple le témoignage d'un syndicaliste à Rennes : « Les employés absents ou en vacances ne sont pas remplacés, ce qui augmente constamment notre charge de travail. Le sous-effectif entraîne une fatigue générale, un épuisement physique et moral », L'Union (07/2020) : Des salariés des Jardins de Médicis sont en grève. Ils disent être à bout (16.08.2021).

<sup>90</sup> Ouest France (01/2021) : Rennes. Les personnels de l'Ehpad des Roseraies en grève (16.08.2021)

<sup>91</sup> Nice Matin (05/2019) : Manque d'effectif et de matériel, économies sur la nourriture, conditions d'hébergement... Une dizaine d'employés de l'EHPAD de Gorbio en grève jeudi (16.08.2021).

<sup>92</sup> Rue89 Bordeaux (04/2016) : A l'Ehpad des Carmes, les aides-soignantes ne battent pas en retraite (16.08.2021).

<sup>93</sup> l'Humanité (10/2020) : Korian, DomusVi : dans les Ehpad, la répression antisyndicale bat son plein (16.08.2021).

mauvaise gestion de la pandémie<sup>94</sup>. Des situations comparables ont été constatées en France, avec le cas de plusieurs établissements DomusVi submergés par la première vague en raison d'un sous-investissement matériel et de sous-effectifs non compensés. On peut retenir le cas d'un EHPAD du groupe à Marseille au sein duquel le virus s'est propagé, au point que plus de la moitié de son personnel était en arrêt maladie à cause de l'épidémie, ou un autre à Toulouse, dont les infirmières se sont confrontées à leur direction sur le manque d'équipements de protection individuelle, notamment des masques, des gants et des blouses<sup>95</sup>.

---

<sup>94</sup> Info Libre (07/2021) : [El 'mapa de la muerte' de la multinacional DomusVi](#) (16.08.2021).

<sup>95</sup> Voir Actu Toulouse (07/2020) : [Toulouse. Deux infirmiers licenciés pour avoir réclamé des masques à leur direction](#) (16.08.2021).

## 5. ROYAUME-UNI

### 5.1. Evolution générale du marché britannique des maisons de retraite

Au Royaume-Uni, tout comme en France et en Allemagne, les soins sont fournis par un mélange d'acteurs privés lucratifs, privés non lucratifs et publics. L'organisation des soins en quasi-marché a commencé dans les années 1980 et s'est poursuivie depuis<sup>96</sup>. La loi de 1990 a notamment transféré la responsabilité du financement des soins de longue durée aux autorités locales et a conduit à une mise en concurrence des soins avec des prestataires à but lucratif ainsi qu'avec des prestataires à but non lucratif, bénévoles et publics. À la suite de cette « privatisation partielle du NHS<sup>97</sup> », **les entreprises privées à but lucratif en sont venues à dominer le secteur des soins**. En 2019, les acteurs privés possédaient 84 % des lits des maisons au Royaume-Uni<sup>98</sup>, avec seulement 13 % des lits fournis par le secteur non lucratif et 3 % par le secteur public<sup>99</sup>.

En 2021, les cinq plus grands groupes de maisons de retraite – HC-One, Four Seasons, Care UK, Barchester et Bupa – contrôlent environ 11 % du marché britannique et couvrent ensemble un total de 50 000 lits<sup>100</sup>, tandis que de nombreux groupes beaucoup plus petits sont en charge de l'essentiel des soins de longue durée pour personnes âgées<sup>101</sup>. HC-One et Care UK sont détenus par des fonds de capital-investissement, Four Seasons est contrôlé par le fonds spéculatif américain H/2 Capital depuis qu'il a été placé sous administration en 2019 et Barchester est détenu par un groupe de cinquante investisseurs, dont trois milliardaires irlandais qui possèdent des actions majoritaires. Seul Bupa est une société privée qui réinvestit tous ses bénéfices dans l'entreprise.

L'investissement à but lucratif dans les groupes de maisons de retraite, impliquant des pratiques de démembrement des actifs et des structures de propriété et d'endettement excessivement complexes, signifie qu'**environ 10 % du revenu annuel total du secteur au Royaume-Uni, soit 15 milliards de livres sterling, ont été perdus** « sous la forme de loyers, de paiements de dividendes, de paiements d'intérêts nets, de jetons de présence et de bénéfices avant impôts<sup>102</sup> ».

---

<sup>96</sup> Scourfield (2011) : Caretelization revisited and the lessons of Southern Cross, *Critical Social Policy*, 32(1), 137-148.

<sup>97</sup> Harrington et.al. (2017) : Marketization in Long-Term Care: A Cross-Country Comparison of Large For-Profit Nursing Home Chains. *Health Services Insights*, Juni 2017.

<sup>98</sup> Blakeley/Quilter-Pinner (2019) : Who Cares? The financialisation of adult social care (16.08.2021)

<sup>99</sup> Il s'agit d'un changement majeur par rapport aux années 1980, où plus de 60 % des lits étaient gérés par les autorités locales ou le NHS : Bayliss/Gideon (2020) : The privatisation and financialisation of social care in the UK (16.08.2021).

<sup>100</sup> Statista (2019) : Principaux opérateurs de maisons de retraite au Royaume-Uni (RU) en 2019, par nombre de lits (16.08.2021).

<sup>101</sup> Walker (2021) : Care homes - Why investment firms can be bad owners (16.08.2021).

<sup>102</sup> Kotecha (2019) : Plugging the leaks in the UK care home industry. Strategies for resolving the financial crisis in the residential and nursing home sector. Londres : CHPI (16.08.2021).

Les trois cas sélectionnés pour le Royaume-Uni (Southern Cross, Four Seasons et HC-One) sont emblématiques des questions soulevées par ceux qui critiquent la financiarisation, et sont la parfaite illustration des trois étapes du « parcours typique » des grands groupes détenus par des fonds de capital-investissement. Les trois groupes ont suivi des trajectoires similaires : ils ont été rachetés (parfois plusieurs fois de suite) par des sociétés de capital-investissement et ont subi une restructuration complexe, et tous ont rencontré des difficultés croissantes d'endettement. Cela a conduit Southern Cross à faire faillite en 2011 et Four Seasons à se placer sous administration judiciaire en 2019. HC-One, le deuxième plus grand opérateur en Europe par le nombre d'établissements<sup>103</sup> et le premier en termes de revenus (3,8 milliards d'euros) en 2020<sup>104</sup>, est confronté à des difficultés financières depuis plusieurs années et en vente depuis 2018<sup>105</sup>. Reste à savoir si un récent prêt et une injection de fonds propres<sup>106</sup> permettront à HC-One d'échapper au sort de ses prédécesseurs.

## 5.2. Le capital-investissement dans le secteur britannique de la prise en charge du grand âge

Au cours des deux dernières décennies, les sociétés de capital-investissement ont de plus en plus ciblé les secteurs du grand âge au Royaume-Uni. **Entre 2005 et 2008, 370 opérations de capital-investissement ont été réalisées dans le domaine, pour une valeur totale de 33,3 milliards de livres sterling**<sup>107</sup>. Nous présentons ci-dessous les exemples de Southern Cross, Four Seasons et HC-One, qui ont chacun fait l'objet de plusieurs séries de rachats et de reventes par des investisseurs internationaux. Southern Cross étant un exemple historique de rachat par un fonds de capital-investissement et d'insolvabilité ultérieure, c'est un cas d'école du recours à la « boîte à outils » du *private equity*.

### Southern Cross

Southern Cross a été fondé en 1996 par l'homme d'affaires John Moreton<sup>108</sup>. En 2002, il était devenu le troisième plus grand groupe de maisons de retraite au Royaume-Uni. Cette année-là, la direction de Southern Cross – soutenue par la société de capital-risque West Private Equity<sup>109</sup>

---

<sup>103</sup> Statista (2020) : [Les plus grands opérateurs européens de maisons retraite en 2020, par nombre d'établissements](#) (16.08.2021).

<sup>104</sup> Statista (2019) : [Les plus grands opérateurs européens de retraite en 2019, en fonction de leurs revenus](#) (16.08.2021).

<sup>105</sup> Financial Times (05/2018) : [Britain's biggest care home business for sale](#) (16.08.2021).

<sup>106</sup> Senior Housing News (04/2021) : [Welltower Provides \\$750 Million in Re-Cap of U.K.-Based Provider HC-One](#) (16.08.2021).

<sup>107</sup> Financial Times (05/2008) : [Four Seasons tries to repay debt](#) (16.08.2021).

<sup>108</sup> Guardian (06/2011) : [The rise and fall of Southern Cross](#) (16.08.2021).

<sup>109</sup> ThisIsMoney (08/2002) : [West heads Southern Cross buyout](#) (16.08.2021).

et Healthcare Investments Limited – a mené une opération de rachat pour 80 millions de livres sterling<sup>110</sup>. Les nouveaux investisseurs ont continué à développer l'entreprise et, en 2004, l'ont vendue pour 162 millions de livres sterling – soit le double du prix qu'ils avaient payé pour son acquisition deux ans auparavant – à Blackstone Capital Partners IV<sup>111</sup>, une filiale de la société américaine de capital-investissement Blackstone.

Avant son effondrement en 2011, Southern Cross a réalisé des profits importants pour ceux qui ont réussi à quitter le navire à temps. Philip Buscombe, directeur général de West Private Equity, a déclaré que la vente de Southern Cross en 2004 avait permis à l'entreprise de « **restituer des sommes substantielles à [ses] investisseurs**<sup>112</sup> ». Blackstone est sorti du jeu juste à temps, c'est-à-dire juste avant que la crise financière mondiale ne frappe. Lorsqu'elle a vendu sa participation restante dans Southern Cross en 2007, la société était évaluée à environ 770 millions de livres sterling<sup>113</sup>, **ce qui a permis à Blackstone de quadrupler le rendement de son investissement initial**. La même année, trois hauts dirigeants de Southern Cross ont quitté l'entreprise avec une aubaine personnelle de 36,6 millions de livres sterling provenant de la vente d'actions. Le directeur général de l'époque, Philip Scott, a gagné à lui seul 11,1 millions de livres<sup>114</sup> ; Colvin, président non exécutif, aurait gagné 6,6 millions de livres<sup>115</sup>.

En outre, les conditions mêmes qui ont conduit à l'effondrement de Southern Cross ont également fourni l'occasion à d'autres sociétés de capital-investissement de réaliser davantage de profits<sup>116</sup>. Des sociétés telles que HG Capital, Duke Street et Blackstone ont montré leur intérêt, dans l'espoir d'acheter des parts de la société à des prix fortement réduits en raison de ses problèmes financiers persistants. Il s'est avéré que Southern Cross n'a pas réussi à régler les problèmes financiers que certains de ses cadres supérieurs et propriétaires avaient créés. **La plupart des établissements de Southern Cross ont été vendus à Four Seasons (ce qui en faisait la plus grande chaîne du Royaume-Uni à l'époque), et un tiers a été acheté par HC-One Limited**. Par conséquent, deux de nos études de cas sont basées sur les vestiges de la troisième.

---

<sup>110</sup> Ibid.

<sup>111</sup> Blackstone (09/2004) : [Blackstone Acquires Southern Cross Healthcare](#) (16.08.2021).

<sup>112</sup> Ibid.

<sup>113</sup> BBC (06/2011) : [Southern Cross care homes: GMB urges government support](#) (16.08.2021).

<sup>114</sup> ThisIsMoney (04/2018) : [Southern Cross duo turn their sights on CCTV for care homes with new firm Care Protect](#) (16.08.2021).

<sup>115</sup> Guardian (09/2008) : [Care home chief quits after speculation backfires](#) (16.08.2021).

<sup>116</sup> Scourfield (2011).

### La boîte à outils du Private Equity chez Southern Cross

En reprenant Southern Cross en 2004, Blackstone a réorganisé les activités du groupe (qui gérait alors 162 établissements<sup>117</sup>) et celles d'une autre société de maisons de retraite récemment acquise, Nursing Home Properties (NHP), de sorte que cette dernière soit désormais propriétaire de la plupart des installations immobilières et que Southern Cross paie un loyer à NHP<sup>118</sup>. D'autres acquisitions ont suivi, faisant de Southern Cross le plus grand opérateur du Royaume-Uni<sup>119</sup>. En juin 2008, cependant, Southern Cross s'est trouvé dans l'incapacité de respecter une échéance de remboursement et a dû négocier en urgence avec les banques. En effet, « le groupe fortement endetté n'a pas été en mesure de vendre un certain nombre d'actifs immobiliers » sur lesquels il comptait « pour rembourser les coûteux prêts relais utilisés pour financer une série d'achats de maisons de retraite<sup>120</sup> ». Il s'agissait d'un jeu spéculatif très rentable tant que le crédit restait bon marché et que la bulle immobilière se développait.

**Le cercle vicieux du rachat à effet de levier (menant à l'endettement de l'entreprise) et du démembrement des actifs** (par exemple, la vente de biens immobiliers) a rendu Southern Cross sensible aux fortes augmentations de loyer et de dette et à la chute des valeurs du marché immobilier. Les difficultés de Southern Cross se sont aggravées au cours des années suivantes. En 2011, Southern Cross avait du mal à payer son loyer à ses différents propriétaires, qui comprenaient désormais des financiers internationaux, des sociétés de capital-risque, des sociétés de capital-investissement ainsi que d'autres prestataires de soins. GMB, un syndicat britannique du secteur de la santé, a affirmé que les loyers payés pour les 750 établissements de Southern Cross étaient beaucoup plus élevés qu'ils n'auraient dû l'être et que les « 100 millions de livres sterling provenant de fonds publics et destinés à payer les soins appropriés aux personnes âgées ont été détournés pour payer des loyers astronomiques<sup>121</sup> ».

Le fait que Southern Cross n'était pas propriétaire de l'immobilier et la complexité des accords de propriété et de location donnaient beaucoup de pouvoir aux propriétaires. La chercheuse Amy Horton a constaté que, lors de l'effondrement de Southern Cross, « les propriétaires ont refusé de participer aux efforts du gouvernement pour assurer la continuité des soins aux résidents<sup>122</sup> », et que le gouvernement a même eu du mal à « identifier les propriétaires en raison d'un manque

---

<sup>117</sup> Guardian (06/2011) : [The rise and fall of Southern Cross](#) (13.08.2021).

<sup>118</sup> BBC (06/2011) : [NHP controls fate of Southern Cross](#) (13.08.2021).

<sup>119</sup> Guardian (06/2011) : [The rise and fall of Southern Cross](#) (13.08.2021).

<sup>120</sup> Guardian (07/2008) : [Nursing homes: Southern Cross in emergency talks over £46m loan deadline](#) (13.08.2021).

<sup>121</sup> EPSU (2012) : [Summary Information on "Southern Cross Case and Social Care Market in the UK](#) (13.08.2021).

<sup>122</sup> Horton (2017) : *Financialisation of Care: Investment and organising in the UK and US*. University of London, 114.

de transparence<sup>123</sup> », ce qui signifie que le sort de milliers de résidents vulnérables était entre les mains de propriétaires non identifiés.

## Four Seasons

Four Seasons a changé quatre fois de propriétaire depuis 2000, dans le cadre d'un « tour de passe-passe », où « chaque vendeur a réalisé un bénéfice parce que l'acheteur suivant était prêt à payer plus cher et à couvrir le coût en émettant une dette<sup>124</sup> ». Four Seasons était encore une chaîne relativement petite, basée en Écosse, lorsqu'elle a été rachetée pour la première fois par une société de capital-investissement, Alchemy Capital, en 1999. En 2016, **dix-sept ans et plusieurs rachats plus tard, le groupe se débat et fait face à des menaces d'insolvabilité, alors que la rémunération de ses administrateurs s'élevait à 2,71 millions de livres sterling**<sup>125</sup>. En 2017, alors que la situation financière s'aggravait, cinq administrateurs de l'entreprise ont reçu un total de 2,04 millions de livres sterling<sup>126</sup>. Fin 2017, Four Seasons n'a pas été en mesure de respecter un délai de paiement de ses dettes. Son principal créancier, H/2 Capital Partners, un fonds spéculatif américain dirigé par le milliardaire Spencer Haber, a effectivement pris le contrôle de l'entreprise. Cependant, les efforts de restructuration n'ont pas abouti et **Four Seasons a été placé sous administration judiciaire en avril 2019**<sup>127</sup>. À cette époque, elle exploitait 322 résidences abritant 17 000 résidents et employant 22 000 personnes<sup>128</sup>. En février 2020, plus de 320 résidences Four Seasons avaient été reprises ou fermées<sup>129</sup>.

Le rachat de Four Seasons en 2006 par Three Delta, soutenu par le fonds souverain Qatar Investment Authority (QIA), était un parfait exemple de rachat à fort effet de levier. **L'acquisition de 1,47 milliard de livres sterling – soit 14 fois le bénéfice annuel de la société avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement**<sup>130</sup> – **a été financée à 80 % par la dette, dont une partie a été titrisée**<sup>131</sup>. Un consortium de trente banques, dirigé par la Royal Bank of Scotland, a prêté environ 1,5 milliard de livres<sup>132</sup> à Three Delta pour financer l'acquisition. **En 2008, Four Seasons avait une dette externe globale de 1,5 milliard de livres sterling et une charge d'intérêt annuelle de plus de 100 millions de livres sterling, ce qui représentait « une créance insoutenable de 100**

---

<sup>123</sup> Ibid.

<sup>124</sup> Burns et al. (2016) : Where does the money go? Financialised chains and the crisis in residential care. Wales Institute of Social and Economic Research and Data: CRESC Public Interest Report, 7.

<sup>125</sup> Financial Times (02/2020) : [Private equity and Britain's care home crisis](#) (13.08.2021).

<sup>126</sup> Ibid.

<sup>127</sup> Guardian (01/2018) : [Four Seasons Health Care rescue talks suffer setback](#) (13.08.2021).

<sup>128</sup> TheSun (04/2019) : [Four Seasons Health Care with 22,000 staff and 17,000 patients goes into administration](#) (13.08.2021).

<sup>129</sup> Financial Times (02/2020) : [Private equity and Britain's care home crisis](#) (13.08.2021).

<sup>130</sup> Financial Times (05/2011) : [Human cost forgotten in race to invest](#) (18.08.2021).

<sup>131</sup> Burns et al. (2016), 22.

<sup>132</sup> The Times (12/2009) : [Banks swallow bitter pill over Four Seasons debts](#) (18.08.2021).

**livres sterling par semaine sur chaque lit de la chaîne**<sup>133</sup> ». Lorsqu'un remboursement de la dette senior de 1,24 milliard de livres sterling est arrivé à échéance en septembre 2008, la Qatar Investment Authority, qui ne souhaitait pas refinancer la dette, a radié la valeur de sa participation (100 millions de livres sterling)<sup>134</sup>, se retirant de fait. Cette opération a été suivie d'un échange de créances contre des participations<sup>135</sup> : la Royal Bank of Scotland a pris une participation de près de 40 % et annulé 300 millions de livres de prêts, tandis que trente prêteurs ont partiellement annulé des dettes. La dette de Four Seasons a ainsi été réduite de moitié, à 780 millions de livres. Pourtant, en 2009, trois ans après son rachat par Three Delta, Four Seasons était toujours « incapable de faire face à sa montagne de dettes et menacé de faillite<sup>136</sup> ».

Four Seasons, qui exploitait alors 500 maisons<sup>137</sup> (25 000 résidents<sup>138</sup>) et se débattait toujours avec ses dettes en cours, a finalement été rachetée en 2012 par la société de capital-investissement Terra Firma, basée à Guernesey, via sa filiale Elli Acquisitions Limited. Le fonds Terra Firma de Guy Hands a payé 825 millions de livres sterling pour Four Seasons, dont environ 500 millions ont été empruntés<sup>139</sup>, et a injecté plus de 300 millions de livres de capitaux frais dans l'entreprise<sup>140</sup>. **Terra Firma a affirmé avoir « mis en place une structure de capital sûre, en réduisant les risques de l'entreprise et en abaissant le coût du capital**<sup>141</sup> ». Pourtant, en 2017, après avoir émis une dette externe de 525 millions de livres sterling, dont le coût des intérêts s'élevait à 50 millions de livres sterling (175 millions de livres sterling d'obligations juniors non garanties à 12,25 % d'intérêts et 350 millions de livres sterling d'obligations seniors à 8,75 % par an)<sup>142</sup>, **Four Seasons a de nouveau été confronté à un défaut de paiement**. Le groupe a tenté une restructuration de dernière minute de sa dette fin 2017<sup>143</sup>, mais le plan a été rejeté par les prêteurs. H/2 Capital Partners, un fonds spéculatif américain et le plus grand créancier de Four Seasons depuis qu'il a acheté la dette de l'entreprise en difficulté à de fortes décotes depuis 2015, était désormais effectivement aux commandes de l'entreprise, qui a été placée sous administration en avril 2019.

---

<sup>133</sup> Burns et al. (2016), 7.

<sup>134</sup> The News Line (11/2011) : [Four Seasons 'The Son Of Southern Cross' Warns Gmb](#) (18.08.2021).

<sup>135</sup> Ibid.

<sup>136</sup> Waples et Marlow 2009, dans Scourfield (2011).

<sup>137</sup> Guardian (09/2011) : [Four Seasons to take Southern Cross's mantle as biggest care homes operator](#) (18.08.2021).

<sup>138</sup> Guardian (05/2012) : [Terra Firma care homes takeover triggers MPs' calls for tighter regulation](#) (18.08.2021).

<sup>139</sup> Guardian (12/2017) : [A shocking way to fund UK care homes](#) (18.08.2021).

<sup>140</sup> Reuters (04/2012) : [Four Seasons Health Care in talks with Terra Firma-FT](#) (18.08.2021).

<sup>141</sup> Burns et al. (2016), 8.

<sup>142</sup> YahooFinance (06/2018) : [Four Seasons owner says unable to pay coupons on 525 million pound of company debt](#) (18.08.2021).

<sup>143</sup> Financial Times (11/2017) : [Terra Firma care homes takeover triggers MPs' calls for tighter regulation](#) (18.08.2021):

Il est important de noter que Four Seasons avait une **dette intra-groupe importante en plus des 525 millions de livres sterling de dette externe**. En 2015 par exemple, Elli Investments (la société mère et principale holding de Four Seasons) a déclaré un **emprunt intragroupe de 300 millions de livres sterling facturé à un taux d'intérêt de 15 %**<sup>144</sup>, portant le coût des intérêts internes à 46,7 millions de livres sterling, et la dette totale de Four Seasons (externe et interne) à 800 millions de livres sterling<sup>145</sup>. En 2018, Elli Acquisitions Limited (son nouveau nom) a déclaré « 547,5 millions de livres sterling dus à la société mère et aux entreprises liées au sein du groupe de sociétés détenues par FSHC Group Holdings Limited, l'actionnaire indirect de la société<sup>146</sup> ».

**En ce qui concerne l'utilisation de lieux offshore dans la construction de sa société, Four Seasons, par exemple, a répertorié « 80 entreprises filiales en propriété exclusive avec divers objectifs et lieux d'enregistrement » en 2018, et son entité mère était enregistrée à Guernesey**<sup>147</sup>. Sa structure d'entreprise a « considérablement changé » au fil du temps, « ce qui rend très difficile de donner un sens aux changements (par exemple, dans la base d'actifs ou les loyers facturés) avant et après l'achat de Terra Firma en 2012<sup>148</sup> ».

### HC-One

HC-One, qui a été créée en 2011 à partir d'anciens foyers de Southern Cross, a été rachetée en 2014 par Formation Capital LLP, Safanad Inc (une société d'investissement basée aux États-Unis et à Dubaï) et Court Cavendish Healthcare Management Services Ltd. L'achat à effet de levier a été soutenu par un financement par emprunt de 394,5 millions de livres sterling de la part de l'investisseur principal, HCP<sup>149</sup>.

Après avoir repris un tiers des logements de Southern Cross après la faillite de la société en 2011, HC-One Limited a été rachetée en novembre 2014 par un consortium d'investisseurs comprenant la société américaine d'investissement immobilier Formation Capital, la société de gestion britannique Court Cavendish et le fonds d'investissement privé mondial Safanad<sup>150</sup>. Il s'agissait, là encore, d'une **opération à fort effet de levier** : sur les 477 millions de livres sterling versés, 83

---

<sup>144</sup> OpenDemocracy (03/2016) : [Britain's care homes are being turned into complex financial instruments](#) (18.08.2021).

<sup>145</sup> Burns et. al. (2016) dans Careless Finance (2021).

<sup>146</sup> Careless Finance (2021), 21.

<sup>147</sup> Ibid.

<sup>148</sup> Ibid.

<sup>149</sup> Business Wire (11/2014) : [HCP Announces £394.5 Million \(\\$630 Million\) Debt Investment In UK Care Home Portfolio](#) (18.08.2021).

<sup>150</sup> Careless Finance (2021), 10.

% (394,5 millions de livres sterling) étaient des dettes fournies par la société américaine d'investissement immobilier (REIT) HCP<sup>151</sup>.

HC-One et ses différentes filiales et holdings « **s'engagent dans une pléthore de prêts intra-groupe, avec des taux d'intérêt élevés**<sup>152</sup> ». En 2017, par exemple, FC Skyfall Holdco 1 Limited a émis un prêt à FC Oval Bidco Limited d'un montant de 80 millions de livres sterling à un **taux d'intérêt de 15-18 %**, et en 2019, les intérêts courus sur le prêt « signifiaient que le montant total dû avait augmenté à 103,7 millions de livres sterling<sup>153</sup> ». En examinant les rapports financiers 2020 de certaines sociétés du groupe, on constate que les **accords de financement intra-groupe** sont toujours légion. Selon le rapport comptable de HC-One Limited pour l'année se finissant en septembre 2020, 7,3 millions de livres sterling étaient dus à FC Skyfall Topco et 16,6 millions de livres sterling à Skyfall TA, deux entreprises du groupe qui ne font pas partie du groupe consolidé dirigé par FC Skyfall Upper Midco Ltd, mais qui font partie de l'empire financier plus vaste de « FC Skyfall »<sup>154</sup>. D'autres prêts interentreprises sont cités, **tels que 74,1 millions de livres sterling devant être remboursés en novembre 2022, à un taux d'intérêt fixe de 9 % par an**, ainsi que d'autres montants dus à moins d'un an mais ne portant pas d'intérêts, en plus de divers paiements de location<sup>155</sup>. L'ensemble de ces trois sommes s'élève à 98 millions de livres sterling dus à des entités appartenant au FC Skyfall, ce qui n'est pas une somme négligeable puisqu'elle représente près d'un cinquième du prix d'achat global de HC-One Limited en 2014.

Récemment, HC-One a entamé un nouveau cycle d'endettement. En avril 2021, FC Skyfall (UK) FinanceCo Limited, l'une des sociétés mères intermédiaires nouvellement créées du groupe HC-One, a conclu **un accord de prêt à un montant de plus de 500 millions de livres sterling sur cinq ans avec Welltower**<sup>156</sup>, qui s'est associé à Safanad (l'un des investisseurs dans l'acquisition de HC-One en 2014) pour « recapitaliser » HC-One. La nouvelle dette, d'une valeur bien supérieure au prix d'achat initial de 477 millions de livres de HC-One, **se compose d'un prêt garanti de 540 millions de livres adossé aux droits hypothécaires sur les biens immobiliers et autres actifs de HC-One**, qui sera utilisé pour rembourser les dettes existantes de FC Skyfall Holdco 3 Ltd, et d'une autre facilité différée de 30 millions de livres<sup>157</sup>. L'opération s'accompagne d'une injection de capital de 55 millions de livres sterling.

---

<sup>151</sup> Law360 (11/2014) : REIT HCP prête 630 millions de dollars pour l'acquisition d'un immeuble de soins de santé au Royaume-Uni (18.08.2021).

<sup>152</sup> Careless Finance (2021), p. 19.

<sup>153</sup> Careless Finance (2021), p. 16.

<sup>154</sup> HC-One Limited (2021) : Rapport stratégique, rapport des administrateurs et états financiers vérifiés pour l'exercice clos le 30 septembre 2020, 36.

<sup>155</sup> HC-One Limited (2021), 35.

<sup>156</sup> Senior Housing News (04/2021) : Welltower Provides \$750 Million in Re-Cap of U.K.-Based Provider HC-One (18.08.2021).

<sup>157</sup> Ibid.

HC-One est également un cas d'école pour illustrer le réseau complexe de propriétés offshore que les sociétés de capital-investissement tissent autour des entreprises du grand âge. HC-One Limited est le nom connu de la plus grande chaîne de maisons de retraite du Royaume-Uni. Bien que HC-One Limited soit un opérateur enregistré au Royaume-Uni, il ne s'agit que de la toute petite pointe d'un iceberg complexe de sociétés mères intermédiaires menant à plusieurs paradis fiscaux. La société mère immédiate de HC-One (propriétaire de 100 % de ses actions) est Libra Intermediate Holdco Limited, constituée à Jersey. Libra Intermediate Holdco Limited possède elle-même toute une chaîne de sociétés mères (par exemple NHP Holdco 1 Ltd, FC Skyfall Bidco Ltd, etc.) qui font toutes partie d'un plus grand groupe de sociétés, dont les comptes financiers consolidés se trouvent sous les états financiers de FC Skyfall Holdco 3 Limited, elle-même enregistrée dans les îles Caïmans. En outre, une enquête menée par The Ferret en juillet 2020 a révélé qu'en Écosse « HC-One loue six de ses maisons de retraite à HCP UK Investments (Jersey) Limited<sup>158</sup> ». HCP, qui est « en grande partie détenu par le ministère chinois des Finances par le biais du fonds d'investissement Cindat et de la banque China Cinda<sup>159</sup> » et en partie détenu par l'investisseur immobilier américain Omega Healthcare, était l'un des créanciers qui ont financé l'achat initial de HC-One. HC-One loue vingt-trois autres maisons de retraite écossaises « à sa propre société sœur, FC Skyfall IOM Properties Limited, qui est enregistrée sur l'île de Man », rapporte The Ferret<sup>160</sup>.

### 5.3. Conséquences sur les travailleurs et la qualité des soins

Entre mars 2020 et janvier 2021, plus de 20 000 décès liés au Covid-19 ont été enregistrés dans des maisons de retraite au Royaume-Uni, soit près de 5 % de la population totale des résidents. Plus généralement, les chaînes britanniques ont été au cœur de nombreux scandales au cours de la dernière décennie, liés à la maltraitance des résidents, mais aussi à des effondrements financiers de certains des plus grands groupes<sup>161</sup>.

Le travail de soignant, qui est principalement effectué par des femmes et de manière disproportionnée par des minorités ethniques et des travailleurs migrants, est l'un des secteurs les moins bien payés de l'économie britannique. En mars 2020, le salaire horaire médian des soignants britanniques était de 8,50 livres sterling, soit à peine 29 pence de plus que le salaire national de subsistance<sup>162</sup>, et la satisfaction professionnelle des soignants était faible et en déclin. Bien que les femmes représentent 83,9 % de la main-d'œuvre en 2019<sup>163</sup>, l'écart de

---

<sup>158</sup> The Ferret (07/2020) : [Scottish care homes owned by the Chinese state in tax havens](#) (18.08.2021).

<sup>159</sup> Cinda (2021) : [About Us](#) (18.08.2021).

<sup>160</sup> The Ferret (07/2020) : [Scottish care homes owned by the Chinese state in tax havens](#) (18.08.2021).

<sup>161</sup> BBC (04/2009) : [Britain's Homecare Scandal](#) (13.08.2021).

<sup>162</sup> Fenton et. al. (2020) dans *Careless Finance* (2021).

<sup>163</sup> CareerSmart (2021) : [Care workers and home carers](#) (18.08.2021)

rémunération entre les deux sexes pour les soignants et les aides à domicile était en moyenne de 1 564 livres sterling par an (selon l'enquête annuelle sur les heures et les salaires au Royaume-Uni). La même année, près de 25 % des travailleurs du secteur étaient sous contrat très précaire<sup>164</sup>.

Dans les établissements à but lucratif, les salaires sont inférieurs de 2 livres sterling par heure en moyenne à ceux du public<sup>165</sup>. Les salaires réels sont souvent tirés vers le bas « par une série de stratégies destinées à réduire les coûts<sup>166</sup> ; il peut s'agir de restrictions concernant les congés annuels ou les indemnités de maladie pour les salariés, de la réduction du nombre d'infirmiers qualifiés ou de l'augmentation du ratio résidents/personnel<sup>167</sup>.

En 2020, la Care Quality Commission (le régulateur public du secteur) a estimé que 16 % des maisons de retraite en Angleterre étaient « en difficulté » ou « nécessitaient des améliorations<sup>168</sup> », de nombreux problèmes affectant en particulier les chaînes gérées par le secteur privé et les sociétés à capitaux privés. Pour des chercheurs comme Corlet Walker, « les maisons à but lucratif fournissent des soins de moins bonne qualité que les opérateurs du secteur public et bénévole<sup>169</sup> ».

Le rapport 2019 « Who Cares » de l'IPPR (Institute for Public Policy Research) note qu'il est « prouvé que les prestataires privés forment moins bien leur personnel, que le taux de rotation est plus élevé et que les salaires sont plus bas » et que « les petites maisons de retraite et de résidence fournissent de meilleurs soins que les grands prestataires privés<sup>170</sup> ». Souvent, les établissements à but lucratif ont donc tendance à fournir des soins de moindre qualité que les établissements à but non lucratif.

---

<sup>164</sup> Dave et al. (2019) dans Careless Finance (2021).

<sup>165</sup> Burns et al. (2016) dans Careless Finance (2021).

<sup>166</sup> Careless Finance (2021), 11.

<sup>167</sup> Burns et al. (2016) dans Careless Finance (2021).

<sup>168</sup> CQC (2020) dans Finance Careless (2021).

<sup>169</sup> The Conversation (04/2021) : [Care homes: why investment firms can be bad owners](#) (18.08.2021).

<sup>170</sup> Blakely/Quilter-Pinner (2019) : [Who Cares? The Financialisation of Adult Social Care](#) (18.08.2021).

## 6. CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS

Les études de cas présentées dans ce rapport laissent penser que l'implication des fonds de *private equity* aggrave les problèmes structurels du secteur, plutôt qu'y remédier. Au lieu de renforcer les établissements en leur apportant des financements stables et à long terme, le capital-investissement les fragilise en leur imposant des exigences de rentabilité démesurées et un horizon de court terme, qui nuisent à l'investissement matériel et humain. Les pratiques financières décrites plus haut indiquent que l'objectif principal des propriétaires de groupes est de réaliser une plus-value lors de la revente, poussant à des stratégies de croissance externe financées par la dette et dont les coûts sont transférés de l'investisseur vers l'entreprise elle-même. Ces effets négatifs ne semblent pas compensés par des gains d'efficacité et les économies d'échelle, bien au contraire.

De plus, les stratégies financières du capital-investissement font porter des coûts particulièrement élevés à la collectivité, non seulement parce qu'elles reposent en grande partie sur l'évasion fiscale mais aussi, de manière plus indirecte, par la dégradation de la qualité des soins qu'elles engendrent.

Dans la mesure où la pandémie met à l'épreuve nos systèmes de santé, autant du point de vue des soins que financier, il devient encore plus nécessaire de protéger les EHPAD des effets pervers du financement par capital-investissement. Plusieurs pistes sont possibles et méritent d'être discutées et approfondies :

- **Protéger le secteur des EHPAD des dérives du capital-investissement**<sup>171</sup>
  - Dans le secteur du grand âge, **il n'est pas possible de concilier qualité des soins avec des exigences de rentabilité très élevée à un horizon d'investissement à court terme.**
  - **Le secteur public doit demeurer (ou redevenir) un acteur majeur de l'offre de soins et définir le cadre dans lequel le privé lucratif exerce ses activités.** Le « modèle Preston » de marchés publics est un bon exemple à cet égard<sup>172</sup>.
- **Renforcer la réglementation et la supervision**

---

<sup>171</sup> Blakeley/Quilter-Pinner (2019) ont défini avec brio les réformes nécessaires pour le secteur des soins au Royaume-Uni.

<sup>172</sup> Conseil municipal de Preston (2021) : *What is Preston Model?* (16.08.2021). Voir aussi « Le 'modèle Preston', ou comment une ville peut reprendre la main sur son économie, ses emplois et son bien-être », Basta !, 2 juillet 2020.

- Instaurer des **contrôles de qualité plus exigeants**, avec plus de moyens pour les mettre en œuvre et rendre les sanctions effectives. Il est aussi essentiel de **protéger les lanceurs d’alerte**.
- Exiger la **transparence des flux financiers** de la part des propriétaires de groupes de maisons de retraite, et plus largement d'autres services de santé.
- Là où ce n'est pas encore le cas, les régulateurs nationaux doivent **faire la distinction entre les différentes structures de propriété**. A minima, il s’agit déjà de se donner des outils pour protéger les établissements de santé des montages financiers construits par les fonds de *private equity*.
- **Interdiction du démembrement des actifs**
  - Alors que les services de la Commission européenne envisagent une réglementation visant à encadrer le démembrement des actifs<sup>173</sup>, nous avons montré comment des EHPAD viables se sont transformés en sociétés lourdement endettées. Les autorités nationales et européennes devraient **réglementer la vente de biens immobiliers et d'autres actifs** qui a lieu dans le secteur des soins.
- **Réglementation de la transmission de dettes et des prêts intra-groupes**
  - Les fonds ne devraient pas être en mesure de transmettre de manière illimitée leur dette envers les entreprises qu’ils acquièrent. Les règles européennes devraient être modifiées de manière à ce que la **dette soit déclarée au niveau du fonds**, et non plus seulement au niveau de l'entreprise.
  - Les pays devraient envisager de **réviser la réglementation et l'imposition des intérêts payés sur les prêts intra-groupes**.
- **Responsabilité des sociétés de capital-investissement après la revente**
  - Il est très problématique que les investisseurs en capital-investissement déclarent des bénéfices importants tout en transférant une grande partie des risques qu’ils prennent. Une façon d’y remédier serait de **rendre les fonds responsables des insolvabilités potentielles pendant une certaine période après leur sortie du capital**, à hauteur du montant total des dividendes perçus pendant la période, y compris les frais<sup>174</sup>.

---

<sup>173</sup> Voir la page 39 du document EU COM (2020) : COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT. Assessing the application and the scope of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers. SWD (2020) 110 final.

<sup>174</sup> Un plan pour une telle réglementation de la responsabilité du capital-investissement peut être trouvé dans le "Stop Wall Street Looting Act" d'Elizabeth Warren, voir Warren (07/2019) : [Warren, Baldwin, Brown, Pocan, Jayapal, Colleagues Unveil Bold Legislation to Fundamental Reform the Private Equity Industry](#) (13.08.2021).