

A S S E M B L É E N A T I O N A L E

1 7 ^e L É G I S L A T U R E

Compte rendu

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

– Audition de M. Mathias Thépot, journaliste 2

Jeudi 29 janvier 2026
Séance de 11 heures 15

Compte rendu n° 5

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

Présidence de
M. Emmanuel Mandon,
Président



La séance est ouverte à onze heures vingt.

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

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

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

(M. Mathias Thépot prête serment.)

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

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

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

En France, on observe un développement récent et important du capital-investissement. France Invest, la fédération du secteur, revendique 2,5 millions d'emplois dans des entreprises sous gestion de fonds, soit 25 % de plus qu'en 2019. Cela représente plus de dix mille entreprises, soit 38 % de plus qu'en 2018. En termes d'emploi, cela correspond à environ 13 % de l'emploi salarié dans le secteur privé, hors agriculture. C'est donc un secteur qui pèse aujourd'hui.

Les opérations de *Leveraged Buy-Out* (LBO) présentent trois caractéristiques : des investissements à court terme, des taux de rendement très élevés pour les investisseurs et des montages reposant sur un fort endettement. Pour une entreprise valant 100, un fonds apportera 50 en capital et lèvera 50 de dette auprès d'autres établissements financiers. Les 50 de capital sont eux-mêmes levés auprès d'investisseurs, auxquels le fonds promettra un taux de retour sur investissement (TRI) de 15 % à 20 % en quelques années seulement.

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

Le second problème survient lorsque la conjoncture se dégrade, ce qui est le cas actuellement. Entre 2015 et 2022, des politiques monétaires accommodantes ont inondé les marchés de liquidités et la dette ne coûtait presque rien. Les opérations ont donc été nombreuses : un singe aurait réussi à faire de l'argent dans le capital-investissement entre 2015 et 2020... La contrepartie a été une inflation énorme du prix des actifs. Aujourd'hui, avec la remontée des taux d'intérêt, l'argent coûte plus cher et il est beaucoup plus coûteux de rembourser une dette. Nous nous retrouvons donc avec un certain nombre d'entreprises malades de leur dette.

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

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

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

Quand les entreprises vont mal, d'autres types de fonds arrivent, des *hedge funds* spécialisés dans la dette et d'autres comme Alpha Blue Ocean (ABO), qui a repris les

Fonderies de Bretagne et Valdunes. Ce fonds, basé dans les paradis fiscaux, a été réprimandé par l'Autorité des marchés financiers (AMF) et est sous le coup d'une enquête du Parquet.

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

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

M. le président Emmanuel Mandon. Au fil de vos investigations, identifiez-vous des points communs dans les stratégies des fonds, que vous jugez les plus problématiques pour les entreprises et leurs salariés ? Pensez-vous qu'il existe des failles dans le cadre actuel de contrôle et de régulation ? Si oui, pouvez-vous d'ores et déjà les décrire ?

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

Concernant les fonds de retournement, un mode opératoire revient régulièrement : reprendre une entreprise pour un euro symbolique, avec une « dot » laissée par le cédant. Ensuite, le fonds se nourrit sur l'entreprise, avant de la recéder juste avant la liquidation, afin de ne pas avoir à assumer les plans sociaux. C'est une pratique fréquente.

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

La première mesure à mettre en place, fondamentale à mon sens pour éviter une déflagration dans les prochaines années, consiste à limiter la part de la dette dans les montages. C'est ce qui revient le plus souvent dans mes discussions avec mes sources. La seconde concerne le rôle des institutions publiques lorsqu'elles sont co-investisseurs. L'État doit-il se contenter d'accompagner le mouvement ou doit-il exiger des contreparties et exercer un contrôle, notamment via ses représentants dans les conseils d'administration, comme la

Caisse des dépôts et consignations ou BPIFrance ? Étant donné le risque qui pèse aujourd'hui sur des entreprises importantes, un contrôle accru de l'État sur ces montages me semble nécessaire pour ne pas s'exposer à une catastrophe pour l'emploi en France, que ce soit dans l'industrie ou les services.

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

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

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

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

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

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

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

Le problème est évidemment le lien étroit qui se tisse alors entre la finance et le politique, ce qui n'est pas simple pour la démocratie. Il faut que les autorités de transparence

fassent leur travail, il y a un besoin de clarté et cette situation pose de vrais problèmes : l'un des plus grands banquiers français actuel, M. Nicolas Namias, président-directeur général de la BPCE, était ainsi le conseiller de M. Jean-Marc Ayrault lors de l'élaboration de la loi bancaire. J'ai moins d'exemples aussi frappants concernant les fonds d'investissement, car le phénomène est récent alors que l'industrie bancaire en France est plus mature et très puissante.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Compte tenu de la mauvaise réputation de certains de ces fonds (Mutares a liquidé vingt-cinq entreprises et détruit 2 600 emplois, ce qui finit par se savoir...), n'auraient-ils pas pour stratégie de se tourner vers des entreprises plus modestes, y compris du point de vue du statut des salariés et de la faible présence syndicale ? Je pense notamment à TeamTex, dont on peut se demander si elle n'a pas été visée précisément pour cette raison. Plus généralement, pourquoi, selon vous, la France est-elle à ce point la cible de ce type de fonds ?

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

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

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

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

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

Cependant, cette approche est délétère, y compris pour les finances publiques, dans les zones touchées par des plans de licenciement. On ne peut pas laisser faire la liquidation en règle d'entreprises, pendant des années, puis se plaindre du coût de notre modèle social. Il

faudrait peut-être agir en amont, avec plus de prévention et d'intervention pour éviter ces déflagrations. Derrière, il y a des histoires humaines et un coût politique important, car les gens sont très en colère de se sentir abandonnés. Ils voient des gens en col blanc prendre beaucoup d'argent et les licencier.

Cela me permet de faire la transition avec TeamTex. Les salariés y sont souvent issus de l'immigration, certains en situation de handicap, d'autres ne maîtrisant pas bien le français. La disproportion entre leur situation et celle des financiers qui décident de leur sort peut être très choquante. Je pense aussi à MMT-B, l'ancienne usine Ford près de Bordeaux, où des ouvriers usés par quarante années de travail se font licencier dans l'indifférence générale. Ou encore aux salariés d'Ynsect, près d'Amiens, dont certains ont été licenciés trois fois en sept ans par des repreneurs successifs qui leur promettaient de les sauver. C'est pourquoi votre commission d'enquête est intéressante : elle doit se pencher sur les interventions de l'État et des pouvoirs publics face à ce monde de la finance, qui peut faire des dégâts humains très importants.

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

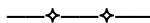
M. Mathias Thépot. Sur le sujet précis de Lapeyre et Mutares, l'administratrice judiciaire, Mme Hélène Bourbouloux, a sous-entendu, l'an dernier, devant une commission d'enquête, qu'elle n'était pas d'accord avec ce qui s'était passé. Les salariés lui reprochent d'avoir permis cette cession et de ne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

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

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

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

La séance s'achève à douze heures vingt.



Membres présents ou excusés

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

Réunion du jeudi 29 janvier 2026 à 11 h 20

Présents. - M. Laurent Lhardit, M. Emmanuel Mandon, Mme Aurélie Trouvé

Excusés. - Mme Émilie Bonnard, M. Hervé de Lépinau

Assistait également à la réunion. - Mme Élisabeth Martin