

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

– Examen du rapport, suivi d'un vote, à huis clos 2

Mardi 9 juin 2026
Séance de 16 heures 30

Compte rendu n° 48

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

Présidence de
M. Emmanuel Mandon,
Président



La séance est ouverte à seize heures trente-cinq.

Sous la présidence de M. Emmanuel Mandon, la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs a procédé à l'examen, puis au vote du projet de rapport, à huis clos.

M. le président Emmanuel Mandon. Notre commission d'enquête arrive au terme de ses travaux et nous allons procéder, à huis clos, à l'examen du projet de rapport. Ce projet a été mis en consultation la semaine dernière. Des copies sont à votre disposition à l'entrée de la salle et elles devront être restituées en fin de séance afin de préserver la confidentialité du rapport d'ici à sa publication éventuelle.

En notre nom à tous, je remercie chaleureusement notre rapporteure Aurélie Trouvé pour son engagement – d'une part, pour les quarante-six auditions ou tables-rondes que nous avons tenues, soit au total soixante-dix heures de travaux, d'autre part, pour les contrôles sur pièces et sur place et autres visites qu'elle a effectués. Ce projet de rapport est le fruit de ses réflexions et de contributions collectées à ces diverses sources.

Une commission d'enquête est une forme d'aventure commune. J'aurais aimé parfois qu'elle fût partagée par un plus grand nombre de collègues. Je remercie celles et ceux qui ont manifesté leur intérêt pour ses travaux. Notre rapporteure, sans jamais renoncer à ses fortes convictions, a contribué personnellement à leur sérénité.

Dans ce projet de rapport, elle expose ses thèses avec une ampleur nouvelle. Il nourrira le débat, nécessaire, sur le rôle des fonds d'investissement dans notre économie et sur un éventuel encadrement juridique de leur fonctionnement. Néanmoins le parti pris de dénonciation sans repentance qui a été choisi dans le rapport m'interroge. La charge menée contre plusieurs fonds d'investissement – dont je n'entends pas me faire le défenseur, loin s'en faut – ne permet pas, à mes yeux, de répondre complètement à cette question : pourquoi a-t-on eu et a-t-on encore besoin de ces fonds ? Ce n'est pas une question mineure.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Cette ultime réunion est l'aboutissement d'un travail collectif inédit. Je veux d'abord remercier toutes celles et ceux qui y ont contribué et, en premier lieu, le président Emmanuel Mandon, d'abord pour s'être attaché en permanence au bon fonctionnement de notre commission et avoir fait des propositions d'auditions extrêmement précieuses, ensuite pour son constant soutien face aux efforts de certains témoins pour passer entre les mailles de notre filet. J'ai vraiment pu compter sur lui. Mes remerciements vont bien entendu aussi aux administrateurs de l'Assemblée nationale pour leur indispensable travail. Je remercie évidemment les membres de la commission d'enquête qui, même si nous siégeons dans des groupes différents, ont contribué avec exigence à notre travail de contrôle parlementaire. Je remercie enfin toutes les personnes auditionnées et, particulièrement, les représentants syndicaux des salariés, dont certains ont pris des risques importants en venant devant nous. Derrière les montages financiers, il y a des entreprises, des savoir-faire industriels et des salariés. Penser à eux m'a guidée pendant ces six mois et je veux leur rendre hommage.

Si ce travail est inédit, il l'est d'abord par sa nouveauté : on ne disposait d'aucune enquête parlementaire ni rapport administratif sur les fonds d'investissement et les pratiques de prédation d'un certain nombre d'entre eux au détriment d'entreprises françaises. Pourtant, nos investigations le révèlent : une grande partie de notre économie et de nos entreprises dépend désormais de ces fonds d'investissement.

Il est inédit, ensuite, par l'ampleur des investigations menées. Nous avons pu entendre les plus grands fonds d'investissement présents en France, des spécialistes reconnus de la finance, des dirigeants d'entreprises, des représentants de l'État, des salariés. Nous nous sommes rendus sur le terrain, par exemple à Commeny et dans la région lyonnaise, pour nous confronter aux réalités. Nous avons effectué un grand nombre de contrôles sur pièces et sur place – une dizaine, à commencer par Bercy, mais aussi à la banque publique d'investissement (BPIFrance), qui n'en avait jamais connu. Au terme de ces travaux, le constat est, pour moi, très clair : la montée en puissance des fonds d'investissement n'est absolument pas un phénomène marginal. Elle transforme profondément notre tissu productif et notre économie. Elle s'accompagne de multiples formes de prédation de nos entreprises, liées à la recherche de taux de rentabilité extrêmement élevés, bien plus que dans n'importe quel autre domaine de la finance.

J'en tire quatre enseignements principaux.

Premièrement, les opérations de rachat avec effet de levier (LBO) sont un facteur majeur de fragilisation des entreprises. J'en rappelle le principe : un fonds d'investissement contracte une dette pour racheter une entreprise, mais il ne la rembourse pas lui-même, il en transfère le poids sur l'entreprise et ses salariés. Dans de nombreux cas, cela se traduit par un endettement massif, excessif, des entreprises, des risques considérables de défaillance, une réduction drastique de l'investissement, une pression sur les salaires. De nombreux travaux d'économistes ont déjà été menés sur le sujet. Notre commission a enquêté sur deux cas en particulier, Kem One, entreprise de la chimie, et Cerba, le grand acteur des laboratoires d'analyses médicales. Les conclusions étaient très claires.

En second lieu, certains secteurs sont particulièrement exposés à cette prédation, notamment la santé – laboratoires de biologie médicale, radiologie, ophtalmologie, maisons de retraite. Nous ne pensions pas que le secteur médical était autant soumis à l'exigence de rentabilité des fonds d'investissement. C'est que des acteurs financiers parient sur le fait que l'État ne pourra pas laisser tomber des activités essentielles aux soins et profitent, par ailleurs, de l'argent de la sécurité sociale. De mon point de vue, cette situation n'est ni économiquement saine ni socialement acceptable.

Troisièmement, les entreprises en difficulté constituent un terrain privilégié pour la prédation financière. Nous avons examiné plusieurs opérations de reprise : dans beaucoup de cas, les promesses de redressement servent davantage à organiser une extraction brutale de la trésorerie qu'à reconstruire durablement l'activité. Je pense par exemple au fonds Mutares, mais nous avons aussi examiné attentivement des mécanismes de financement dilutif comme celui des Ocabsa, dont d'ailleurs l'ancien ministre de l'économie Bruno Le Maire nous a dit qu'il ne connaissait pas le principe. Les cas du fonds Alpha Blue Ocean ou d'Europlasma illustrent les dégâts considérables qu'ils causent, pour les entreprises, les salariés, les fournisseurs et les actionnaires. Mais Alpha Blue Ocean fait partie des auditions que nous n'avons pas pu mener, puisque son fondateur est aux Bahamas.

Le quatrième enseignement, sans doute le plus important, est que cette situation est la conséquence de choix publics. Depuis plus d'une décennie, les gouvernements ont multiplié des mesures qui favorisent le développement du capital-investissement et de ses pratiques prédatrices. Il y a une absence quasi totale de règles prudentielles, au point que c'est le président de la Fédération bancaire française qui est venu dire au législateur qu'il fallait imposer aux fonds d'investissement les mêmes règles qu'aux banques. Il y a une immense

faiblesse du contrôle public. Il y a surtout des avantages fiscaux accordés et des aides publiques versées dans des cas flagrants de prédation.

Nos travaux pointent, en particulier, le rôle de BPIFrance. Son directeur a été auditionné deux fois et je le remercie pour sa disponibilité, mais il en est ressorti que la banque publique d'investissement n'est pas du tout le levier de souveraineté économique et industrielle qu'on pourrait espérer. Au contraire, ma conclusion est qu'elle se comporte en investisseur financier privé comme les autres, en soutenant directement pour la moitié de ses fonds propres les fonds d'investissement, et en favorisant ainsi certaines pratiques prédatrices plutôt que d'agir comme un outil stratégique au service de l'intérêt général. Enfin, je dois mentionner que nos travaux interrogent grandement le rôle des tribunaux de commerce et de la justice commerciale.

Face à ces constats, le rapport formule quarante recommandations, regroupées en cinq orientations. Premièrement, mettre fin aux avantages fiscaux qui encouragent artificiellement l'endettement des entreprises, encadrer bien davantage les opérations à fort effet de levier et empêcher les LBO destructeurs d'entreprises. Deuxièmement, donner davantage de droits aux salariés afin qu'ils puissent être pleinement informés et associés aux décisions qui engagent l'avenir de leurs entreprises. Troisièmement, encadrer bien plus fortement les reprises d'entreprises en difficulté et empêcher les mécanismes financiers les plus spéculatifs, tels que les Ocabsa. Quatrièmement, renforcer notre souveraineté économique en élargissant fortement le contrôle des investissements étrangers et en protégeant nos secteurs stratégiques. Enfin, réorienter profondément l'action de BPIFrance afin qu'elle devienne une banque publique des besoins productifs.

Pour conclure, cette commission n'a pas travaillé contre l'investissement ni contre l'entreprise, elle a travaillé contre la prédation. Ce rapport propose donc de reprendre le contrôle sur les mouvements de capitaux, sur les opérations les plus prédatrices et sur les secteurs stratégiques de notre économie, ainsi que de rendre aux salariés et à la puissance publique une place qu'ils ont progressivement perdue. Certaines de nos recommandations pourraient être mises en œuvre rapidement, par exemple dans le cadre du débat budgétaire. D'autres supposent des choix politiques plus profonds. C'est le cas d'une refondation de BPIFrance en banque publique des besoins. Toutes répondent à une même exigence : faire en sorte que l'argent soit de nouveau au service des besoins et de l'économie réelle et non l'inverse.

M. le président Emmanuel Mandon. J'invite ceux qui le souhaitent à prendre la parole, au nom de leur groupe ou à titre personnel. Chacun pourra également déposer une contribution personnelle d'ici demain, mercredi 10 juin, au soir.

Mme Sophie-Laurence Roy (RN). Le travail accompli par cette commission d'enquête mérite considération. La perte silencieuse de pans entiers de notre appareil productif, la cession d'entreprises stratégiques à des intérêts financiers étrangers, la fragilisation de bassins d'emplois constituent une préoccupation que notre groupe porte de longue date. Le cas de l'aciériste NovAsco, à l'origine de la création de cette commission, illustre cette réalité que la France a laissé filer une part de sa souveraineté industrielle.

Le rapport comporte quelques recommandations de bon sens, par exemple sur la nécessité de conditionner les aides publiques à des engagements vérifiables d'emploi et d'investissement, assortis d'un remboursement majoré en cas de manquement. Cela relève de la plus élémentaire rigueur. Étendre le contrôle des investissements étrangers en France aux

secteurs industriels les plus sensibles est aussi un impératif de souveraineté. Recentrer BPIFrance sur des prises de participation directes au service des seules entreprises réellement stratégiques va aussi dans le bon sens.

En revanche, notre groupe ne peut approuver un rapport dont l'analyse d'ensemble repose sur une vision idéologique de l'économie. Il ignore la cause du problème. Si une entreprise est cédée à un fonds, c'est presque toujours faute d'avoir trouvé un repreneur industriel. Un dirigeant qui part à la retraite, une entreprise qui cherche un financement que les banques, contraintes par les accords de Bâle, lui refusent, n'ont souvent pas d'autre issue. Supprimer ou durcir la déductibilité des charges financières, alourdir la fiscalité des plus-values ou plafonner indistinctement les frais de gestion ne protégera pas nos entreprises : cela asséchera encore plus le financement dont elles ont besoin et précipitera leur disparition.

Ce rapport ignore en effet les causes structurelles de leur fragilité. Nos entreprises ploient sous les normes, les charges, une fiscalité de production qui n'a d'équivalent ni en Allemagne ni en Italie. Les représentants de France Industrie, du Medef et de la CPME l'ont rappelé devant la commission. Ce rapport ignore aussi un trait national déterminant : l'épargne des Français, massivement orientée vers l'assurance vie, se détourne des actions, surtout non cotées, ce qui prive nos PME et nos entreprises de taille intermédiaire d'investisseurs nationaux. Les fonds étrangers interviennent là où les fonds français ont renoncé.

En se focalisant sur des mécanismes financiers, la commission a négligé l'atout le plus puissant dont la France dispose pour défendre ses capacités productives : une électricité nucléaire abondante, pilotable, décarbonée et peu coûteuse. Les industries qui ont vacillé ces dernières années, la chimie avec Kem One, l'acier avec NovAsco, sont d'abord des activités électro-intensives, frappées de plein fouet par la flambée des prix de l'énergie née de la crise de 2022 et des stupides règles européennes du marché de l'électricité. Le bilan électrique 2025 de Réseau de transport d'électricité (RTE) confirme que le nucléaire a couvert près des trois-quarts de notre production nationale et que la France demeure le premier exportateur net d'Europe.

Le Rassemblement national est cohérent. Tandis que d'autres veulent réguler la finance pour soigner les symptômes, nous proposons de rendre à la nation les moyens de sa puissance industrielle, par la relance du nucléaire avec de nouveaux réacteurs et la montée en puissance du parc existant, par l'instauration d'un prix national de l'électricité protégeant les familles et les entreprises, par la sortie des règles européennes de fixation des prix de l'énergie et par un soutien aux énergies renouvelables non intermittentes. Une industrie alimentée par une énergie nationale abondante et bon marché redevient attractive pour les repreneurs comme pour les investisseurs.

Le Rassemblement national entend mobiliser aussi d'autres leviers : la suppression des impôts de production, l'allègement des charges pesant sur l'emploi, la suppression des normes inutiles et enfin l'allègement de la fiscalité sur les dividendes des entreprises non cotées détenues par des personnes physiques, afin que l'épargne nationale s'oriente enfin vers le capital de nos entreprises plutôt que de fuir le risque.

Voter contre ce rapport reviendrait à nier la réalité d'une prédation qui ampute effectivement notre souveraineté industrielle. Voter pour reviendrait à cautionner un diagnostic et des remèdes idéologiques qui achèveraient de la condamner. Le groupe Rassemblement national s'abstiendra donc, fidèle à sa conviction que la France reconquerra

sa souveraineté industrielle par la baisse des charges, la libération de l'énergie nucléaire et la confiance rendue à ceux qui produisent – et non par une défiance de principe envers le capital.

M. Aurélien Saintoul (LFI-NFP). En premier lieu, je tiens à remercier le président et la rapporteure pour l'esprit de coopération exemplaire dans lequel ils ont travaillé et nous ont permis à tous de le faire, alors que d'autres commissions d'enquête faisaient beaucoup de bruit en raison de leurs défaillances.

Sans surprise, je partage presque à 100 % le rapport de ma collègue Aurélie Trouvé. Au nom de mon groupe, je soulèverai deux points.

D'abord, sur le fond, il était indispensable d'établir ce diagnostic, cette cartographie de ce qu'est réellement le capitalisme contemporain. Certaines réalités sont apparues qui n'avaient pas été anticipées, comme l'importance des activités de santé parmi les cibles de cette finance prédatrice.

S'agissant ensuite du fonctionnement, nous devons tous être préoccupés par la façon dont certains ont cru pouvoir s'affranchir de leurs obligations à l'égard de la représentation nationale, que ce soit de simples particuliers – comme les fondateurs d'Alpha Blue Ocean, qui n'ont pas répondu à nos sollicitations – ou – et c'est probablement plus grave – le Premier ministre, qui n'a pas cru devoir créer les conditions de son audition sur ces sujets d'importance fondamentale. Nous avons auditionné l'ancien ministre Bruno Le Maire avec difficulté. Le Premier ministre avait le devoir de nous répondre concernant la souveraineté et les dossiers qu'il a pu connaître quand il était ministre des armées. Une commission d'enquête est un bel outil qui risque de perdre de sa pertinence si l'exécutif ne joue pas le jeu.

M. Gérard Leseul (SOC). Je vous remercie à mon tour pour la belle tenue de cette commission, ainsi que la rapporteure pour son initiative. Nous y voyons plus clair notamment en ce qui concerne la santé et l'ensemble des professions libérales. Les fonds d'investissement alternatifs commettent en France – c'est différent aux États-Unis – des excès qui, sans prendre la forme d'un péril systémique, appauvrissent de très nombreuses entreprises, dont la rentabilité est abîmée par le recours à ces fonds.

Face à ces dérives, des mesures ont déjà été prises. Le 11 décembre 2016 est entrée en vigueur la loi dite « Sapin 2 », dont un article visait à réguler l'action des fonds vautours sur le territoire français. De son côté, le Haut Conseil de stabilité financière a recommandé une plus grande transparence des fonds et une surveillance renforcée de l'effet de levier pour prévenir les crises financières. Mais – et c'est une conclusion utile de cette commission – le cadre législatif actuel s'avère insuffisant pour protéger les entreprises en difficulté contre les tactiques prédatrices. Aussi nous paraît-il nécessaire de renforcer les leviers de la régulation. Sans y revenir en détail, je remercie la rapporteure d'avoir mis en évidence les cinq grandes classes de mesures et les recommandations qu'il convient de déployer.

Nous partageons l'ambition de durcir les conditions de déductibilité fiscale liées à la dette des opérations de LBO. Il nous paraît indispensable de renforcer le droit et l'information des salariés, nous l'avons dit à de très nombreuses reprises. Nous devons aussi mieux encadrer les reprises d'entreprise, qui sont de très bonnes occasions de prédation. Certes, les fonds d'investissement peuvent soutenir des entreprises en développement, mais parfois ils s'organisent pour fragiliser les entreprises en cours de reprise afin de les absorber.

En ce qui concerne la souveraineté, nous ne pouvons qu'être d'accord avec un encadrement plus strict des investissements étrangers. Madame la rapporteure, nous partageons aussi beaucoup de vos recommandations sur la réorientation de BPIFrance comme outil de souveraineté nationale, de dynamisation de notre tissu industriel, voire de renouveau industriel. Mais avez-vous, en dehors des auditions, eu des contacts directs avec son directeur pour tester vos différentes recommandations ?

Nous réclamons fortement une régulation renforcée de l'ensemble des fonds d'investissement. Pour répondre à la question du président : oui, il faut parfois rechercher un investissement extérieur et ce n'est pas choquant en soi, mais il faut protéger tous les épargnants et toutes les entreprises face aux fonds vautours et aux fonds spéculatifs. Certes, il peut être difficile de faire la distinction entre un fonds bienveillant et un fonds vautour. C'était l'enjeu de la réflexion et des auditions de cette belle commission d'enquête.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). J'ai apprécié le travail rigoureux mené par notre collègue Aurélie Trouvé mais aussi, monsieur le président, la liberté, que je n'ai pas connue dans toutes les commissions d'enquête, de nous exprimer et de jouer pleinement notre rôle. N'étant pas très familière de ces sujets, j'ai pu ici inscrire le constat que nous pouvons faire localement dans un tableau plus large, objectif et nullement idéologique, et comprendre précisément les mécanismes qui nous conduisent à tant de catastrophes. Ainsi, nous avons vu très concrètement comment s'y prenait le fonds Mutares pour piller les richesses des entreprises.

Révéler ces mécanismes permet de comprendre que tout ne tient pas à la fatalité : il existe bien un certain nombre de décisions et une latitude législative qui permettent à ces fonds d'agir comme ils le font. Nous sommes face aux résultats d'une forme de laisser-faire chère aux libéraux et censée bénéficier de manière naturelle à l'intérêt général – cette commission d'enquête a révélé l'inverse.

Elle recommande donc la régulation et l'interdiction d'un certain nombre de pratiques. On a mieux vu pourquoi la reprise par les salariés pouvait être écrasée par la force financière, mais aussi relationnelle, de ces fonds, souvent soutenus par la justice économique et commerciale. Par ailleurs, BPIFrance peut être un outil extrêmement précieux, mais il faut la refonder, qu'il s'agisse de ses objectifs ou de ses méthodes. Elle devra trouver toute sa place dans un pôle public bancaire dont j'espère, en tant que membre de La France insoumise, que nous pourrons le mettre en œuvre dès l'année prochaine.

Je renouvelle mes vifs remerciements à la rapporteure et au président, ainsi bien sûr qu'au personnel de l'Assemblée nationale pour son concours indispensable.

M. le président Emmanuel Mandon. Nous allons nous prononcer sur le projet de rapport, ce qui vaudra autorisation de publication.

*La commission **adopte** le projet de rapport.*

La séance s'achève à dix-sept heures trente.

Membres présents ou excusés

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

Réunion du mardi 9 juin 2026 à 16 h 35

Présents. – M. Julien Brugerolles, M. Emmanuel Duplessy, M. Gérard Leseul, M. Laurent Lhardit, M. Emmanuel Mandon, Mme Claire Marais-Beuil, Mme Élisabeth Martin, M. Thibaut Monnier, Mme Anna Pic, Mme Sophie-Laurence Roy, M. Arnaud Saint-Martin, M. Aurélien Saintoul, M. Arnaud Simion et Mme Aurélie Trouvé.