

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. Jérôme Cesbron, président de Notaires
conseils d'entreprise (NCE) 2

Jeudi 9 avril 2026

Séance de 14 heures

Compte rendu n° 27

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

**Présidence de
M. Gérard Leseul,
Vice-Président**



La séance est ouverte à quatorze heures cinq.

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. Jérôme Cesbron, président de Notaires conseils d'entreprise (NCE).

M. Gérard Leseul, président. Les notaires sont des acteurs importants de la vie des entreprises, qu'il s'agisse de la gestion de certains biens constitutifs de l'actif, de modifications à apporter à une architecture sociétaire ou encore de transmission, lorsqu'un fondateur et dirigeant souhaite prendre sa retraite. Obtenir l'éclairage de votre profession sur certains montages juridiques, financiers et fiscaux, ainsi que sur les choix liés aux opérations de transmission, nous paraissait donc important pour enrichir nos travaux et notre réflexion.

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. Jérôme Cesbron prête serment.)

M. Jérôme Cesbron, président de Notaires conseils d'entreprise (NCE). Après avoir rappelé ce qu'est NCE, j'aborderai le rôle des notaires dans l'accompagnement des entreprises et des chefs d'entreprise.

NCE est une association de type « loi 1901 » et il est important de préciser qu'à ce titre, nos échanges refléteront le retour d'expérience de ses adhérents. NCE ne constitue pas une instance officielle du notariat et je ne peux donc pas m'exprimer au nom des notaires de France, ce que seules les institutions représentatives, notamment le Conseil supérieur du notariat, sont habilitées à faire. J'espère néanmoins que le retour d'expérience de nos adhérents, avec lesquels j'ai pu échanger en amont de cette audition, sera utile à vos travaux.

Créée en 2008, cette association regroupe aujourd'hui deux cent soixante offices notariaux, soit un peu plus de mille deux cents notaires, dont la particularité réside dans leur appétence pour le droit des affaires et le conseil aux chefs d'entreprise. Dans un premier temps, sa mission consistait à accompagner, former et favoriser les échanges entre notaires dans ce domaine spécifique. Puis, rencontrant un certain succès, elle s'est donné une seconde mission, qui est de faire savoir aux dirigeants que le notaire constitue un interlocuteur pertinent pour leurs entreprises : car si le notaire est davantage attendu sur ses domaines habituels d'intervention que sont l'immobilier et le droit de la famille, sa légitimité et sa compétence en matière de conseil aux chefs d'entreprise n'en demeurent pas moins tout à fait évidentes.

Le notaire peut intervenir dès la création de l'entreprise, période au cours de laquelle nous accompagnons les futurs dirigeants dans la rédaction des statuts – un sujet essentiel qui nécessite une véritable adaptation aux spécificités de l'entreprise – et celle des pactes d'associés, des éléments déterminants pour permettre à l'entreprise de vivre et de se développer dans de bonnes conditions. Notre intervention se poursuit à travers une activité de secrétariat juridique, c'est-à-dire l'accompagnement annuel de l'entreprise dans la préparation et la rédaction des actes de l'assemblée générale approuvant les comptes, mais également l'examen de différentes questions juridiques relatives à l'état et à l'évolution de la société.

Notre intervention s'étend aussi aux opérations de croissance externe, telles que le rachat d'autres sociétés ou de fonds, ainsi qu'aux opérations sur capital et aux restructurations de groupes. Elle se prolonge enfin dans l'accompagnement de l'entreprise lors de sa transmission, domaine dans lequel le notariat est particulièrement attendu et légitime – notamment dans le cadre de transmissions familiales, qui soulèvent à la fois des enjeux de transmission d'entreprise et de donation : nous intervenons principalement sur les transmissions à titre gratuit, sans que cela soit exclusif, puisque, lorsque la transmission familiale ne se réalise pas, nous sommes également compétents pour accompagner le chef d'entreprise dans une cession à des tiers.

Pour mémoire, les entreprises familiales constituent un socle essentiel de l'activité économique française, puisqu'elles représentent 71 % des entreprises, 73 % des entreprises de taille intermédiaire (ETI), 69 % des emplois et 65 % du PIB, ce qui en fait un pilier majeur (parfois sous-estimé, au bénéfice de grandes entreprises davantage médiatisées). Il convient également de garder à l'esprit que si 83 % des dirigeants d'entreprise familiale expriment le souhait de privilégier une transmission intrafamiliale, moins de la moitié y parvient en pratique, du fait de l'absence d'intérêt des enfants ou de motifs économiques – ce qui confère également au notariat un rôle dans les transmissions à des tiers, y compris au bénéfice de salariés de l'entreprise. À titre d'illustration de notre retour d'expérience, l'essentiel des entreprises accompagnées par les adhérents de l'association sont des PME ou de petites ETI, dont le chiffre d'affaires se situe entre un et cinquante millions d'euros.

Bien que les fonds « spéculatifs » ne disposent pas d'une définition juridique, la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, transposée en droit national en 2013 (article L. 214-24 du code monétaire et financier), a néanmoins introduit une définition des « fonds d'investissement alternatifs » (FIA), au sein desquels la doctrine considère que les fonds spéculatifs sont inclus. Si les travaux de votre commission devaient conduire à des réflexions ou à des évolutions applicables à ces fonds, il serait nécessaire de les définir au préalable afin d'éviter un effet indésirable et fréquent, à savoir légiférer pour répondre à des abus ou à une problématique identifiés et adopter des mesures ciblant une situation particulière, mais s'appliquant en réalité à l'ensemble des fonds concernés – au risque donc de pénaliser les situations majoritaires par une réglementation nouvelle et contraignante. La définition du sujet apparaît ainsi comme un préalable essentiel.

M. Gérard Leseul, président. Pourriez-vous nous indiquer la fréquence des opérations de cession ou de restructuration impliquant des fonds d'investissement ? À titre d'information, pourriez-vous également nous préciser, dans les transmissions à des tiers, la part des transmissions aux salariés ?

Quelles sont les principales évolutions que votre profession a pu observer ces dix dernières années dans les montages juridiques organisés par des fonds d'investissement, notamment lorsque ceux-ci achètent des entreprises dans le cadre d'un rachat avec effet de levier (*Leveraged Buy-Out*, LBO) ou d'une opération de retournement ?

Enfin, quelles sont vos obligations légales, déontologiques et morales en matière de vigilance face à des montages potentiellement abusifs ? Existe-t-il un devoir d'alerte ou de signalement ? Dans quelles circonstances – notamment, lorsque vous avez le sentiment que la viabilité économique de l'entreprise pourrait être compromise par un tel montage ?

M. Jérôme Cesbron. La transmission aux salariés représente un volume faible, qui tend à augmenter ces dernières années tout en demeurant très minoritaire. Elle constitue néanmoins une solution que nous parvenons à mettre en place et qui permet, dans un certain nombre de cas, d'assurer la survie de l'entreprise.

Quant à la fréquence de l'intervention des fonds dans les transmissions d'entreprise, il faut distinguer deux hypothèses : celle dans laquelle le fonds d'investissement entre au capital de manière minoritaire, que ce soit en fonds propres ou par un emprunt obligataire, et celle du rachat de l'entreprise dans sa totalité. Dans la pratique des adhérents de NCE, la première hypothèse est, de loin, la plus fréquente. Un fonds d'investissement peut d'ailleurs se limiter à un groupe de quelques chefs d'entreprise qui, après avoir cédé leur propre société, se réunissent pour financer d'autres projets – ce type de financement alternatif est relativement courant, y compris dans des entreprises de petite taille. Cette situation s'explique principalement (et malheureusement) par la difficulté à obtenir des financements traditionnels, de sorte que le recours à un financement alternatif, par définition plus onéreux, est souvent subi dans le cadre de petites opérations.

L'intervention d'un fonds peut intervenir dans deux situations : l'entreprise connaît un réel besoin de trésorerie pour poursuivre son activité et cherche un financement afin de franchir un cap difficile ; à l'inverse, elle se trouve en période de fort développement et a besoin d'une trésorerie que les financements traditionnels ne peuvent lui apporter, en raison des politiques prudentielles qui s'imposent aux établissements financiers. En termes de volume, environ 20 % des opérations que nous accompagnons impliquent l'intervention d'un fonds, au sens large du terme.

Vous avez évoqué les LBO : toute cession d'entreprise passe aujourd'hui, de manière systématique, par un LBO (qu'un fonds y participe ou non), puisque ce mécanisme permet à une entité d'emprunter pour acquérir l'entreprise-cible, puis de rembourser cet emprunt en évitant un double degré d'imposition. À défaut d'un tel montage, le repreneur qui emprunterait en son nom propre devrait d'abord acquitter l'impôt sur les sociétés au niveau de l'exploitation, puis percevoir des dividendes sur lesquels il serait à nouveau imposé, avant de pouvoir rembourser son emprunt, ce qui rendrait les entreprises quasiment invendables. Le LBO constitue ainsi un « véhicule » utilisé dans 100 % des rachats d'entreprises et il ne s'agit pas d'un outil propre aux fonds d'investissement, même si un fonds peut y participer en tant qu'associé minoritaire.

Je me permets de vous signaler que, dans une logique de simplification de la transmission d'entreprise, on pourrait assez aisément envisager un système évitant le recours à la holding de rachat, en prévoyant simplement une exonération d'impôt sur les dividendes à hauteur du remboursement de la dette senior. On obtiendrait ainsi le même résultat que par un LBO, mais de manière beaucoup plus simple ; or la simplicité favorise la transmission et la survie des entreprises. Un tel dispositif ne pénaliserait pas les finances publiques, tout en simplifiant le montage.

Le LBO, tel qu'il existe aujourd'hui, est donc indispensable à la transmission d'une entreprise, au même titre que des régimes comme le « pacte Dutreil » le sont à la transmission familiale car, en l'absence de ces dispositifs, les transmissions seraient moins nombreuses et les fermetures d'entreprise plus fréquentes.

M. Gérard Leseul, président. Il y a également la question de la vigilance face à des montages qui sembleraient abusifs et celle du devoir d'alerte, sur les plans réglementaire et moral.

M. Jérôme Cesbron. Nous sommes des conseillers et non des contrôleurs. À la différence des commissaires aux comptes, qui sont soumis à une obligation réglementaire d'alerte, nous sommes tenus par le secret professionnel, ce qui nous interdit absolument de faire part de nos alertes – même lorsqu'elles reposent sur des convictions personnelles ou morales – à des tiers tels que le procureur de la République ou le tribunal de commerce. En revanche, nous exerçons pleinement notre rôle de conseil auprès du chef d'entreprise puisque, lorsque nous identifions des risques dans un montage (par exemple, lorsqu'une demande formulée par un fonds nous paraît exorbitante au regard des pratiques habituelles), nous lui faisons part de notre analyse ainsi que des dangers pressentis. Toutefois, en raison du secret professionnel, notre intervention ne peut aller au-delà.

La seule exception, qui ne relève pas du risque économique, concerne la lutte contre le blanchiment. Lorsque nous observons des éléments laissant supposer l'existence d'un blanchiment, nous avons alors l'obligation d'effectuer une déclaration de soupçon auprès de Tracfin. Dans ce cas, le secret professionnel s'impose vis-à-vis du chef d'entreprise, que nous ne pouvons informer de notre démarche. Tracfin dispose ensuite d'un délai pour nous indiquer la conduite à tenir. Il s'agit toutefois d'une situation très spécifique, qui ne concerne pas le risque économique et qui constitue la seule exception à l'impossibilité dans laquelle nous nous trouvons d'exercer un quelconque devoir d'alerte.

M. Gérard Leseul, président. Je ne suis pas tout à fait d'accord avec vous sur le fait que les procureurs soient des tiers « ordinaires ». Mais nous pourrions ouvrir ce débat ultérieurement...

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs. La présente commission d'enquête porte sur les fonds spéculatifs ou, plus largement, les fonds d'investissement.

Au fil des auditions, nous avons identifié trois types d'acteurs principaux susceptibles d'adopter des comportements prédateurs : des *family offices* qui interviennent au moyen d'obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (Ocabsa), comme Alpha Blue Ocean ou Metavisio ; des fonds de retournement particulièrement agressifs, tels que Mutares ou Aurelius ; de grands fonds d'investissement, puissants en termes de capacité financière et qui recourent à des LBO « agressifs » caractérisés par des niveaux de dette très imposants, pouvant atteindre six, sept voire huit fois le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, Ebitda), et par des taux de rentabilité attendus très élevés.

Un LBO consiste à emprunter pour acquérir une entreprise, puis à faire en sorte que l'intégralité de cette dette pèse sur l'entreprise elle-même, ce qui est susceptible de la placer en grande difficulté alors même qu'elle ne l'était pas initialement. Notre champ d'enquête ne porte donc pas sur un phénomène marginal, puisque ces comportements prédateurs concernent des dizaines d'entreprises importantes et des milliers d'emplois.

Confirmez-vous que 100 % des cessions d'entreprise se font aujourd'hui par le biais d'un LBO ? Si je comprends bien, vous indiquez que le LBO permet de contourner la fiscalité grâce à une holding et vous en déduisez qu'il conviendrait d'abaisser cette fiscalité.

On pourrait également envisager, à l'inverse, d'en élargir l'assiette afin d'éviter un tel contournement. Ma question est donc la suivante : confirmez-vous que le LBO a pour objet de contourner la fiscalité en place ?

M. Jérôme Cesbron. Quand vous affirmez que le LBO constitue un emprunt qui pèse sur l'entreprise, ce n'est pas tout à fait exact, car l'emprunt est en réalité contracté par la holding, qui le rembourse effectivement grâce aux remontées de dividendes. Juridiquement, la situation est très différente, puisque le débiteur n'est pas l'entreprise, mais la holding, et il serait d'ailleurs pénalement répréhensible que l'entreprise supporte l'emprunt destiné au rachat de ses propres titres : le montage est indispensable et implique nécessairement que ce soit l'entité « supérieure » supporte l'emprunt.

Par ailleurs, si le mécanisme du LBO est effectivement quasi systématique dans les cessions d'entreprise, il ne s'agit pas, à mon sens, d'« échapper à la fiscalité », dans la mesure où ce montage est parfaitement légal. Mis en place dans les années soixante-dix, il vise en effet à éviter un double niveau d'imposition qui rendrait, d'un point de vue économique, l'entreprise intransmissible, ce qui reviendrait à la condamner à disparaître. Il ne s'agit donc pas d'un contournement, mais d'une solution conçue pour permettre le financement dans des conditions de fiscalité raisonnables.

Mme Aurélie Trouvé, rapporteure. Vous nous répondez en juriste. Mais d'un point de vue économique et pratique, la charge retombe sur l'entreprise, puisqu'elle doit dégager les ressources nécessaires pour permettre à la holding de rembourser le prêt... ce qui revient bien, en réalité, à faire peser la dette sur elle. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle un LBO « mal calibré », ce qui est un cas fréquent, peut placer l'entreprise en grande difficulté. La holding apparaît comme un écran commode, à la fois pour faire porter la dette par l'entreprise et pour contourner la fiscalité : vous pouvez le formuler différemment, mais, pour ma part, j'y vois un contournement.

Les notaires que vous représentez sont-ils en mesure d'identifier les bénéficiaires effectifs des montages juridiques dans lesquels interviennent des fonds d'investissement ? Quels sont les mécanismes d'alerte lorsqu'une opération est susceptible de mettre en péril la viabilité d'une entreprise ? Disposez-vous d'indicateurs d'alerte et estimez-vous nécessaire de les renforcer ? Avez-vous les moyens de vous opposer à certains montages ? Enfin, vous arrive-t-il de subir des pressions de la part de certains fonds ?

M. Jérôme Cesbron. Concernant notre capacité à identifier les bénéficiaires effectifs, plusieurs cas de figure se présentent. Si le fonds, même étranger, dispose d'un établissement stable en France, ses bénéficiaires effectifs ont été identifiés lors de son immatriculation et nous pouvons alors consulter le registre des bénéficiaires effectifs. À défaut, il appartient aux parties de nous fournir les éléments nécessaires pour les identifier et, si nous ne parvenons pas à les obtenir – notamment face à des structures telles que des *trusts*, dont l'objectif est précisément de rendre cette identification difficile, – nous nous trouvons alors dans une situation où l'obligation de déclaration de soupçon s'impose à nous.

La question de la possibilité de s'opposer à un acte est délicate, puisque le principe applicable au notaire est celui de l'« obligation d'instrumenter », c'est-à-dire de recevoir les

actes qui lui sont soumis. Cette obligation est quasiment absolue dans nos domaines réservés, tels que l'immobilier ou le droit de la famille, et son caractère peut être discuté dans des domaines concurrentiels comme le droit des affaires. Toutefois, par principe, nous sommes tenus de recevoir les actes qui nous sont demandés.

Évidemment, si nous avons la certitude qu'un montage est dangereux et compromet la survie de l'entreprise, nous mettons tout en œuvre pour ne pas le réaliser, ce qui consiste concrètement à convaincre l'entreprise et à l'alerter sur les risques encourus.

Parmi les situations susceptibles de mettre les entreprises en danger figurent les LBO agressifs et mal calibrés, ainsi que les hypothèses de prestations surfacturées. Là encore, je ne dispose pas de la capacité de m'y opposer, mais je peux rappeler au chef d'entreprise l'existence de dispositifs juridiques permettant de contester ces pratiques, tels que la notion d'« acte anormal de gestion » en matière fiscale, qui autorise la remise en cause de telles opérations, ou encore l'abus de droit, relevant du droit pénal des affaires. Les outils existent, la difficulté résidant dans leur contrôle et leur mise en œuvre.

Les indicateurs d'alerte qui nous permettent de déceler un risque tiennent aux écarts par rapport aux standards économiques d'une opération. L'expérience nous permet d'apprécier la valorisation d'une société, le prix de reprise ou encore le niveau d'endettement et, dès lors que l'on s'en écarte, un signal d'alerte apparaît. Toutefois, une fois ces indices identifiés et en dehors du conseil consistant à recommander au chef d'entreprise de ne pas poursuivre l'opération, nous disposons de peu de moyens pour nous y opposer.

Mme Élisabeth Martin (LFI-NFP). Vous avez indiqué que, lorsque vous soupçonnez un cas de blanchiment dans le cadre de l'achat d'une entreprise, vous n'en informez pas la personne concernée. Cela m'interroge, car celle-ci pourrait elle-même être une victime, manipulée par un délinquant.

Par ailleurs, vous avez évoqué les prestations surfacturées ainsi que le cadre réglementaire existant pour lutter contre ce phénomène, en particulier l'abus de droit et l'acte anormal de gestion. Pourriez-vous en préciser davantage les contours et expliquer les raisons pour lesquelles ce dispositif ne fonctionne pas toujours ? Vous avez mentionné des enjeux liés au contrôle et à la mise en œuvre : nous serions intéressés de savoir quelles améliorations pourraient être envisagées en la matière.

Enfin, avez-vous une idée de la part que représente le droit des affaires dans l'activité globale des notaires ?

M. Jérôme Cesbron. S'agissant du blanchiment, nous sommes soumis à une interdiction absolue d'informer les parties – en particulier, le chef d'entreprise qui s'apprêterait à céder sa société – de l'existence d'un soupçon. Concrètement, lorsque cette situation se présente, nous devons trouver un motif permettant de surseoir à la signature de l'acte pendant le délai qui suit la déclaration de soupçon, dans l'attente de la réponse de Tracfin.

S'agissant de l'acte anormal de gestion, il constitue une notion permettant à l'administration fiscale de remettre en cause certaines opérations économiques, notamment des prestations de gestion jugées exorbitantes. Il lui appartient d'en démontrer le caractère excessif, essentiellement au moyen de méthodes de comparaison. Les conséquences sont d'ordre fiscal, puisque la filiale ayant versé ces prestations voit les sommes correspondantes

réintégrées dans son résultat, tandis que la société-mère voit ces revenus requalifiés en distribution, imposés comme tels et assortis, le cas échéant, de pénalités pour manœuvre frauduleuse. L'abus de droit, quant à lui, relève du champ pénal et se caractérise lorsqu'une personne ou une entreprise détourne, à son profit et sans justification, les revenus de la société-fille.

Dans le cadre de notre mission de conseil, l'évocation du risque pénal a un poids particulier auprès des chefs d'entreprise.

Je n'ai pas indiqué que ces mécanismes étaient défailants, mais qu'ils ne peuvent être mis en évidence qu'au moyen de contrôles : ainsi, lorsqu'à l'occasion de la préparation d'une assemblée générale, je perçois que des prestations apparaissent excessives, je ne peux que signaler ce risque au chef d'entreprise, sans pouvoir en informer des tiers.

S'agissant, enfin, de la place du droit des affaires dans l'activité notariale, la réponse appelle des nuances. L'association NCE regroupe mille deux cents notaires sur seize mille, sans pour autant inclure l'ensemble des notaires exerçant en droit des affaires (et inversement). J'estime qu'environ 25 % des notaires exercent une activité significative en droit des affaires, au sens commercial et d'un véritable conseil aux entreprises. La proportion est différente pour la pratique du droit des affaires au sens large, que tout notaire est amené à pratiquer – par exemple, à travers les sociétés civiles immobilières (SCI) ou les transferts d'actions de société, dans le cadre des successions.

M. Gérard Leseul, président. Pensez-vous que la réglementation devrait être plus claire, ou plus directive, envers votre profession, notamment sur ce devoir d'alerte ?

M. Jérôme Cesbron. J'aurais tendance à répondre par la négative, car chacun est dans son rôle. Il existe déjà des commissaires aux comptes, qui exercent cette mission essentielle et qui bénéficient d'ailleurs de mandats de six ans non révocables – ce qui leur confère la capacité de l'accomplir, y compris lorsqu'elle est mal perçue par le chef d'entreprise. Nous ne disposons pas d'un tel cadre.

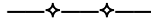
S'agissant de la question des pressions, la réponse est également négative. Il est toutefois évident que, si nous devons cumuler une fonction de conseil et une fonction de contrôle, l'exercice de notre mission de conseil deviendrait beaucoup plus délicat, dans la mesure où nous perdriions la confiance du chef d'entreprise. Il me paraît donc nécessaire de maintenir cette dualité entre les professions avec, d'un côté, les conseils, qu'il s'agisse des avocats ou des notaires, et, de l'autre, les contrôleurs, auxquels incombe ce devoir d'alerte.

M. Gérard Leseul, président. Vous avez évoqué la nécessité de mieux définir les fonds spéculatifs. Avez-vous d'autres recommandations à faire à notre commission d'enquête ?

M. Jérôme Cesbron. De manière générale, je comprends et partage la nécessité de trouver des solutions pour lutter contre les comportements les plus agressifs. Cependant, il est important de bien définir la cible des réglementations éventuelles : trop souvent, les textes législatifs ou réglementaires, conçus pour répondre à des besoins ponctuels, instaurent des dispositifs de portée générale qui produisent des « effets de bord ». Dans le cas présent, il est essentiel d'être en mesure de viser avec justesse.

M. Gérard Leseul, président. Je vous remercie et vous rappelle que nous vous avons adressé un questionnaire, pour lequel est attendu un retour écrit de votre part.

La séance s'achève à quatorze heures cinquante-cinq.



Membres présents ou excusés

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

Réunion du jeudi 9 avril 2026 à 14 h 05

Présents. – M. Gérard Leseul, Mme Élisabeth Martin, Mme Aurélie Trouvé.

Excusés. – M. Emmanuel Mandon.