ISSN 2105-1909

Option Droit & Affaires

L'ÉVÉNEMENT

Isabelle Fillinger prend la direction juridique France de l'enseigne C&A

Le groupe européen de retail C&A, spécialisé dans la mode, s'est adjoint les services d'une nouvelle directrice juridique : Isabelle Fillinger. Cette dernière, qui officiait jusque-là chez Naf Naf, reprend les fonctions de Sonia Djegham, partie fin 2023 pour le family office de Moez-Alexandre et Soraya Zouari, actionnaire de référence des magasins Picard Surgelés.

Nouveau visage au top management des affaires juridiques dans l'Hexagone de la chaîne internationale de magasins de vêtements néerlandaise C&A, dont la filiale tricolore (161 succursales) est placée depuis fin 2024 sous la direction d'une transfuge d'Ikea, Nadia Bothorel. Il s'agit d'Isabelle Fillinger, spécialiste du secteur avec plus de 25 ans d'expérience dans le secteur du retail. La nouvelle directrice juridique France de C&A, diplômée d'un master 2 de juriste d'affaires, s'est d'abord illustrée au sein des hypermarchés Cora comme juriste pendant six ans avant de devenir responsable juridique et membre du comité de direction de la centrale d'achats Provera durant cinq ans. Isabelle Fillinger a ensuite intégré en qualité de directrice juridique la société La Grande Récré, enseigne de magasins de jouets du groupe Ludendo, pendant presque 11 ans. Depuis 2018, elle s'était vu confier le pilotage de la direction juridique et immobilière de la marque de prêt-à-porter féminin Naf Naf. Elle y était également membre du comité de direction. Dans le cadre de ses nouvelles fonctions au sein de l'enseigne C&A, Isabelle Fillinger reportera au directeur juridique groupe, basé en Allemagne, Christian Bank. Son périmètre couvrira tous les aspects juridiques de la France à l'exception du social et du fiscal. Le poste à la tête des affaires juridiques France de C&A était vacant depuis le départ de Sonia Djegham, qui officiait au sein du détaillant européen dans le domaine de la mode depuis dix ans. L'avocate de formation est depuis septembre 2023 directrice juridique du family office de la famille Zouari, acteur du commerce alimentaire de proximité, actionnaire de référence de Picard Surgelés et cofondateur de 2MX Organic devenu Teract (Jardiland, Boulangerie Louise, etc.). Sonia Djegham travaille désormais aux côtés d'Edouard Lacoste, directeur général de la structure du couple Moez-Alexandre et Soraya Zouari et par ailleurs secrétaire général de Teract (ODA du 30 novembre 2022). ■ Sahra Saoudi



AU SOMMAIRE

Communauté

Carnet p.2
Actualités de la semaine p.3
ADEO Services : la direction juridique et fiscale de Julie Guillotte p.4

Affaires

Restructuré, Solocal bientôt dans l'escarcelle du family office de Maurice Lévy p.5
Le conseil d'Ycor : Aurélien Loric, associé chez Orrick p.5
Deals p.6-7

Analyses

Les implications juridiques de la consolidation du private equity p.8-9
Quelques enseignements sur l'applicabilité de la procédure des avantages particuliers aux sociétés par actions simplifiées p.10-11

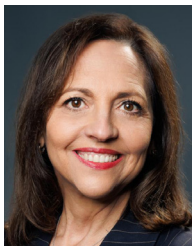
CARNET

Sadri Desenne prend la tête du département Financement d'Alerion



Alerion Avocats, qui a mis en place une nouvelle gouvernance en début d'année pilotée par les co-managing partners Nathalie Dupuy-Loup et Stanislas Vailhen, vient de recruter un nouvel associé. Il s'agit de Sadri Desenne, qui se voit confier la direction de la pratique financement. L'avocat de 39 ans intervient dans le cadre d'opérations de financements d'acquisition, corporate ou immobilier, ainsi que dans des opérations de restructuration de dettes. Sa clientèle est composée de banques, de fonds et de corporate. Sadri Desenne a commencé sa carrière en 2013 chez Ashurst, puis a rejoint CMS Francis Lefebvre Avocats (2015-2021). Il exerçait depuis 2021 chez Bird & Bird. Il est diplômé de l'Essec Business School, d'un master 2 droit bancaire et financier et d'un magistère droit des affaires de l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne. La nomination de Sadri Desenne porte à plus de 60 le nombre d'avocats dont 19 associés d'Alerion Avocats, cabinet créé en 2003.

Simon Associés se renforce en corporate M&A



Pascale Heller devient associée au sein de l'équipe Corporate cessions et acquisitions de Simon Associés. Conseil juridique devenue avocate, elle accompagne dirigeants, entreprises et investisseurs en matière de droit des sociétés et dans le cadre d'opérations en capital (transmission, capital-investissement, fusions-acquisitions, restructurations, pacte d'associés). Elle intervient également aux côtés des dirigeants et directions financières de groupes de PME-ETI dans le cadre de leur stratégie et suivi corporate global. La diplômée de l'université de Paris-X est par ailleurs titulaire d'un certificat d'aptitude à la médiation. Pascale Heller rejoint Simon Associés avec Lorena Lucet, juriste.

Un nouvel associé pour Addleshaw Goddard



Addleshaw Goddard promeut **Charles Tissier**, 39 ans, au rang d'associé au sein du département Finance, aux côtés de Julien Bacus. Figure parmi ses clients des entreprises, des institutions financières et des fonds d'investissement. Charles Tissier, titulaire d'un master droit approfondi de l'entreprise de l'université Paris Dauphine, les accompagne dans la structuration et la réalisation de leurs opérations de crédit et opérations de marché. Charles Tissier commence sa carrière en 2010 comme compliance officer chez AXA Investment Managers à Londres, avant de rejoindre en tant qu'avocat Linklaters (2012-2013), CMS Francis Lefebvre Avocats (2013-2018) et Dentons (2018-2021). En 2021, il a contribué à la création du département Finance d'Addleshaw Goddard. Le bureau parisien du cabinet, piloté par Rémy Blain, head of office et associé corporate, s'appuie sur plus de 40 avocats, dont 19 associés.

Marcela Moraru promue chez Simmons & Simmons



Simmons & Simmons renforce la pratique Création de fonds, dirigée par Agnès Rossi, en cooptant en tant qu'associée Marcela Moraru, portant à 12 le nombre d'associés au sein du département Marchés financiers piloté par Ian Rogers. Marcela Moraru intervient dans tous les aspects relatifs à la création et à la structuration de fonds d'investissement. Elle accompagne aussi bien les sociétés de gestion dans la structuration de leurs fonds, que des investisseurs français et internationaux dans le cadre de leurs investissements dans les fonds. Elle dispose d'une expertise particulière en matière de structuration de fonds de capital-investissement, de fonds infrastructure, de fonds de dette, ainsi que des transactions secondaires GP-led. L'avocate au barreau de Paris depuis 2008 a rejoint le cabinet d'affaires britannique en 2018, après avoir officié chez AXA Investment Managers (Real Assets) en tant que juriste senior pendant près de trois ans, puis chez SJ Berwin pendant huit ans. Elle est diplômée d'un magistère juriste d'affaires européen et d'un master 2 droit du commerce international de l'université Nancy 2, ainsi que d'un Diploma of legal studies de la Sheffield Law University (Royaume-Uni). Le bureau parisien de Simmons & Simmons, placé sous la responsabilité de Jacques-Antoine Robert, managing partner et associé en contentieux, compte désormais 14 femmes sur 32 associés.

Thomas Guerin, adjoint au directeur juridique de l'Autorité de la concurrence



Thomas Guerin est nommé adjoint auprès du directeur juridique, Mathias Pigeat (ODA du 31 mars 2021), en remplacement de Julien Neto, devenu rapporteur général adjoint, et dirige désormais le service concurrence 2 chargé notamment des dossiers numériques (publicité en ligne, secteur des télécoms). Il exercera ses fonctions aux côtés de Gaëlle le Breton également adjointe. Le titulaire d'un master 2 droit de l'Union européenne de l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne et détenteur du certificat d'aptitude à la profession d'avocat (CAPA) a officié pendant dix années en tant qu'avocat en droit économique et en droit de la concurrence chez Darrois Villey Maillot Brochier (2009-2012) et chez Baker & McKenzie (2012-2019). Depuis cinq ans, il a intégré la direction juridique de l'Autorité de la concurrence en tant que référendaire, y participant à la rédaction de plusieurs décisions significatives, notamment dans le secteur du numérique (droits voisins, publicité en ligne, technologies publicitaires). Thomas Guerin a également participé à la défense de nombreuses décisions de l'Autorité de la concurrence devant les juridictions de contrôle et à divers travaux de coopération avec les autres autorités publiques.

LES ACTUALITÉS DE LA SEMAINE

Lobbying – L'OCDE appelle à un renforcement de la HATVP contre l'influence étrangère

Comment rendre plus transparentes les activités d'influence étrangère, décourager les actions d'ingérence entreprises par le biais du lobbying et s'assurer que le contrôle des mobilités professionnelles entre les secteurs public et privé prenne mieux en compte ce risque ? C'est pour répondre à ces questions stratégiques – et d'actualité – que l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) vient de publier un rapport de 92 pages intitulé « Renforcer la transparence et l'intégrité des activités d'influence étrangère en France ». L'institution internationale avait été sollicitée au printemps 2023 par la Haute Autorité pour la transparence de la vie publique (HATVP) afin de trouver des solutions. Elle formule aujourd'hui ainsi plusieurs recommandations parmi lesquelles celle de « prévoir une couverture large des intérêts bénéficiaires des activités ainsi que des acteurs de l'influence étrangère soumis à des obligations de transparence ». Figurent aussi l'intégration « dans le champ du dispositif [de] l'influence sur les processus décisionnels, mais également les activités cherchant à influencer le débat public », tout comme la proposition d'un régime gradué de sanctions qui inclurait « des sanctions administratives et pénales, avec comme premier objectif la dissuasion de conduire des activités d'influence non déclarées ». L'OCDE recommande plus largement la mise en place d'un nouveau registre dédié à l'influence étrangère administré par la HATVP en parallèle de son répertoire des représentants d'intérêts et un renforcement des obligations déontologiques tant des acteurs étrangers que des responsables publics. L'organisation suggère aussi le renforcement du pouvoir de l'autorité présidée par Didier Migaud sur les nouvelles carrières professionnelles d'anciens responsables et agents publics au sein d'entités liées à des puissances étrangères. En parallèle, le Conseil national des barreaux (CNB) a réagi à la proposition de loi visant à prévenir les ingérences étrangères en France, adoptée en première lecture par l'Assemblée nationale le 27 mars 2024 (ODA du 17 avril 2024). Examinée au Sénat le 22 mai, celle-ci imposerait notamment l'enregistrement des acteurs influant sur la vie publique française pour le compte d'une puissance étrangère sur un nouveau registre. L'organisation représentant les robes noires demande l'exclusion complète des avocats du champ de cette proposition de loi « qui porte une atteinte injustifiée à l'autorégulation et à l'indépendance de la profession d'avocat, et mettrait gravement en cause le secret professionnel en l'absence de définition précise des activités soumises à ces nouvelles obligations ».

Deals – Le M&A en repli en France… mais dynamique en Allemagne

Le marché des fusions-acquisitions n'est pas le même en fonction du côté du Rhin où l'on se situe. Si le nombre d'opérations a augmenté en Allemagne en 2023 (+14 %) pour atteindre les 4 044 deals, la France affiche quant à elle un repli de 5 % des transactions enregistrées, selon la dernière étude du cabinet PwC publiée mercredi 24 avril et intitulée « Evolution du marché des fusions-acquisitions franco-allemandes en 2023 ». Dans le détail, la part des transactions réalisées par des investisseurs étrangers sur le sol français est en diminution et atteint 32 % (-10 points en un an) quand, en Allemagne, le nombre croît légèrement (+1 point). « Le marché des fusions-acquisitions en France est en recul, notamment sur le segment des méga-deals, plus impacté que celui du small et mid caps qui reste plutôt résilient, souligne Olivier Lorang, directeur Deals et responsable du German Business Group, PwC France et Maghreb. Les raisons inhérentes à cette perte de vitesse sont multiples. La question du financement est un point central : les opérations avec effet de levier sur le segment du large cap sont fortement impactées par la hausse des taux d'intérêt, qui réduit la capacité de remboursement des cibles ainsi que le rendement global des opérations. » Le rapport souligne en outre qu'au classement des pays investissant le plus en Allemagne, la France se situe à la 3e position derrière le Royaume-Uni (661 opérations) et les Etats-Unis (627 opérations). Reste qu'avec près de 130 acquisitions de sociétés allemandes par des entreprises françaises, un nouveau record est battu en 2023 avec un nombre d'opérations inégalé depuis 15 ans. L'Allemagne reste à la 3e place en tant qu'investisseur avec 51 transactions en 2023 portant sur ces cibles françaises. Le pays reste toutefois loin derrière les Etats-Unis (280 transactions) et le Royaume-Uni (321 transactions).

Option Droit & Affaires

Directeur de la rédaction et de la publication : Jean-Guillaume d'Omano - 01 53 63 55 55
Directrice générale adjointe : Ariel Fouchard - 01 53 63 55 88
Redactrice en chef : Sahra Saoudi - 01 53 63 55 51 sahra.saoudi@optionfinance.fr
Rédacteur : Pierre-Anthony Canovas - 01 53 63 55 73 pierre-anthony.canovas@optionfinance.fr

Assistante : Sylvie Alinc 01 53 63 55 55 sylvie.alinc@optionfinance.fr
Conception graphique : Florence Rougier 01 53 63 55 68
Maquettiste : Gilles Fonteny (55 69)
Secrétaire générale : Laurence Fontaine 01 53 63 55 54
Responsable des abonnements : Ghislaine Gueury 01 53 63 55 58 ghislaine.gueury@optionfinance.fr
Administration, abonnements, Service abonnements : 10 rue pergolèse 75016 Paris Tél 01 53 63 55 58 - Fax 01 53 63 55 60 optionfinance : abonnement@optionfinance.fr

N° ISSN : 2105-1909 - optionfinance.fr : 0617 W 91411
Editeur : Option Droit & Affaires est édité par Option Finance SAS au capital de 2 043 312 euros entièrement détenu par Infofi SAS.
Siège social : 10 rue Pergolèse 75016 PARIS - RCS Paris B 342 256 327
Fondateur : François Fahys
Option Finance édite : Option Finance, Option Finance à 18 heures, Option Droit & Affaires, Funds, Family Finance, AOF, Option Finance Expertise, La Tribune de l'assurance.
Hébergeur du portail optionfinance.fr et du site optiondroitetaffaires.fr : ITS Integra, 42 rue de Bellevue, 92100 Boulogne-Billancourt - 01 78 89 35 00

Chloé Enkaoua a participé à ce numéro.

Option Finance 10 rue Pergolèse • 75016 Paris • Tél. 01 53 63 55 55

PORTRAIT

ADEO Services : la direction juridique et fiscale de Julie Guillotte

Qui la dirige



C'est auprès de son père greffier que Julie Guillotte a découvert le droit, enfant, en assistant à plusieurs procès dans des tribunaux. Après avoir un temps hésité entre droit public et privé, cette native du nord de la France s'engagera dans un parcours en droit des affaires au terme duquel elle obtiendra un master 2 juriste d'entreprise à l'université de Lille II et un master 2 management stratégique et juridique des entreprises à l'ESAM Paris. Après un passage au sein du cabinet d'avocats Les Juristes Associés du Nord, elle enchaîne directement avec un poste de juriste dans le secteur industriel, chez Hiolle Industries. Désireuse d'orienter son activité vers l'international, elle intègre en 2013 l'entreprise française de grande distribution de sport et de loisirs Decathlon en tant que juriste contrats internationaux. « J'accompagnais les business units locales pour le référencement de produits marchands et de produits digitaux, rapporte-t-elle. Cela m'a amenée à voyager et à conseiller mes homologues locaux. » En 2017, le nouveau directeur général du groupe décide d'ouvrir des magasins dans 25 pays en trois ans ; l'occasion pour la juriste d'accompagner le lancement des premiers points de vente de l'enseigne au Chili et en Colombie avant de mettre le cap sur le Canada en 2019. Là-bas, Julie Guillotte découvre notamment le rôle de « Legal Ops », qui permet aux directions juridiques de conduire des projets de manière plus efficiente et structurée. « Je l'ai proposé à Decathlon à mon retour en France en 2019, mais il était encore trop tôt », sourit celle qui, en 2020, sera néanmoins la cofondatrice de la commission Legal Ops de l'Association française des juristes d'entreprise (AFJE). Cette même année, Julie Guillotte rejoint ADEO (Leroy Merlin…), leader européen du bricolage, et prend les rênes du département Digital Data d'ADEO Services. Un véritable challenge en plein Covid, qui contribuera à sa nomination en tant que directrice juridique et fiscale de l'entité quelques années plus tard.

Comment elle s'organise

Depuis février dernier, Julie Guillotte anime une équipe de 25 personnes basée à Lille. La direction juridique et fiscale d'ADEO Services est structurée en cinq départements : Corporate/M&A (comprenant un volet actionnariat, immobilier et commerce), Business law, Propriété intellectuelle, Digital/data et Fiscal. Julie Guillotte, elle, consacre la majeure partie de son temps à des sujets stratégiques mais aussi plus globaux liés à la gouvernance et à la politique interne, notamment pour la protection des actifs du groupe. « Je travaille aussi sur notre cadre juridique et éthique en matière d'intelligence artificielle, en collaboration avec plusieurs départements dont la Compliance et les Ressources humaines, en abordant notamment l'utilisation de l'IA générative par nos collaborateurs. » Sans compter l'IA contenue dans les produits d'ADEO, qui suppose un décryptage réglementaire régulier. « Les opérationnels doivent avoir le réflexe de venir nous consulter sur ces sujets afin de mettre les objets en conformité », explique celle qui planche par ailleurs sur la transformation de la filière juridique et le développement des compétences. « Il s'agit de garantir l'employabilité de nos juristes ; s'ils ne savent pas prompter, par exemple, cela posera très rapidement problème. Il faut donc les y amener doucement. » L'objectif aujourd'hui ? Renforcer les équipes, notamment en fiscal et RSE. « Depuis le Covid, nous sommes en flux tendu constant, d'autant plus avec l'inflation de la réglementation », observe Julie Guillotte.

Comment elle se positionne

Rattachée historiquement à la direction financière, la direction juridique et fiscale d'ADEO Services est la plupart du temps associée en amont des projets stratégiques du groupe. « Nous nous considérons comme des apporteurs de solutions, et nous simplifions par exemple les gestes métier pour les opérationnels avec des kits, des formations ou encore un outil de contract management », souligne Julie Guillotte. La directrice juridique et fiscale met un point d'honneur à sensibiliser son équipe au legal design et à l'importance de se mettre à la place des opérationnels afin de leur apporter le conseil le plus pertinent possible. « L'un de mes principaux défis est également d'insuffler une nouvelle dynamique au sein de la direction juridique et fiscale d'ADEO et d'y développer l'esprit d'initiative, l'agilité ou encore la collaboration transversale au sein de la communauté juridique internationale du groupe », glisse-t-elle.

Qui la conseille

La direction juridique d'ADEO Services est accompagnée par **Arsene** en fiscal avec **Frédéric Donnedieu de Vabres**, associé, et **Marion Dervieux** ; par **Herbert Smith Freehills** en financement avec **Louis de Longeaux**, associé ; par **Inside** en digital, corporate et services de détachement avec **Benjamin Gras**, associé ; ou encore par **Racine** en M&A avec **Mélanie Coiraton**, associée. En régulation économique, elle fait appel à **Darrois Villey Maillot Brochier** avec **Guillaume Aubron**, associé ; et à **Casalonga** en propriété intellectuelle avec **Arnaud Casalonga**, associé. Le groupe est également assisté par **CVS Avocats** avec **Thomas Deschryver**, associé, et **Marion Raes** en droit commercial. ■

Chloé Enkaoua

DEAL DE LA SEMAINE

Restructuré, Solocal bientôt dans l'escarcelle du family office de Maurice Lévy

Etranglé par la dette, Solocal Group a conclu un accord de principe avec ses principaux créanciers et Ycor, le family office de l'ancien patron de Publicis Maurice Lévy, qui en prendra le contrôle. L'opération passe notamment par l'apport de 43 millions d'euros en fonds propres.

Solocal Group y voit désormais plus clair sur son avenir. Très endetté, le groupe de marketing digital vient enfin de conclure un accord avec une majorité de ses créanciers ainsi qu'avec Ycor, le family office de l'ancien patron de Publicis Maurice Lévy qui en prendra le contrôle à l'issue de l'opération. Une assemblée générale des actionnaires sera convoquée afin d'approuver cette restructuration. Ycor est épaulé par **Orrick Rambaud Martel** avec **Aurélien Loric**, **Alexis Marraud des Grottes** et **Olivier Jouffroy**, associés, **Florent Lewkowicz**, of counsel, **Elodie Tancray** et **Baptiste Challot**, en restructuring et corporate ; **Malik Idri**, associé, **Maxence Jonvel** et **Quitterie de La Poype**, en droit de la concurrence ; **Emmanuel Bénard**, associé, **Soumaya Ouzzani**, of counsel, **Chabha Agrea**, en droit social ; **Jessie Gaston**, associée, **Maïten Le Brishoual**, en droit fiscal ; et **Mae Morter**, associée, **Judith Rousvoal**, of counsel, en financement. Le groupe ad hoc des obligataires est accompagné par **White & Case** avec **Saam Golshani**, **Hugues Racovski** et **Alicia Bali**, associés, **Ophélie Clain**, en corporate et restructuring. Les créanciers RCF sont assistés par **Ashurst** avec **Noam Ankri**, associé, **Elsa Decourt**, counsel, **Astrid Hubert-Benoist**, **Victoire Gabai** et **Raphael Chekroun**, en restructuring et corporate ; et **Pierre Roux**, associé, **Kevin Perraudin**, en financement. Solocal Group est conseillé par **Gibson Dunn** avec **Jean-Pierre Farges** et **Bertrand Delaunay**, associés, **Frédéric Chevalier**, **Imane Choukir** et **Martin Guermonprez**, en restructuring et corporate.

Le conseil d'Ycor : Aurélien Loric, associé chez Orrick

Quelles sont les spécificités de cette restructuration ?

La restructuration de Solocal Group et le projet de prise de contrôle par Ycor interviennent à la suite d'un plan de sauvegarde financière accélérée initialement adopté en 2014 et modifié à plusieurs reprises en 2016 et 2020. Dans ce contexte, l'endettement financier de Solocal Group actuellement soumis à ce plan est de l'ordre de 177 millions d'euros, contre plus d'un milliard d'euros d'endettement initialement restructuré en 2014. La société a par ailleurs un endettement financier hors plan, c'est-à-dire souscrit postérieurement à l'adoption du plan initial composé essentiellement d'un crédit revolving (RCF) d'un montant d'environ 34 millions d'euros et d'une émission obligataire d'un montant d'environ 19 millions d'euros. La situation est donc particulière à deux égards au moins. D'un point de vue juridique, deux endettements distincts coexistent : l'un dont la restructuration relève de la modification du plan de sauvegarde financière accélérée existant selon les règles antérieures à la réforme de 2021, et l'autre ne pouvant en principe être modifié que dans un cadre amiable. Afin de traiter l'intégralité de la dette dans une même procédure soumise aux nouvelles règles de sauvegarde, il aurait été possible de procéder à la résolution du plan existant. Toutefois, il a été jugé que cela complexifierait davantage le plan et n'a donc pas été retenu. Au-delà de l'aspect juridique, l'autre caractéristique est la durée et le contexte de la procédure avec dix années de restructurations financières successives. Cette situation a rendu indispensable une solution non seulement financière mais aussi, et surtout, industrielle avec l'arrivée d'un investisseur solide.



Comment avez-vous structuré le montage ?

La transaction a été structurée de façon à résoudre tout d'abord les difficultés financières de Solocal. Des efforts ont été demandés aux créanciers financiers dans le respect des règles de séniorité applicables afin de réduire l'endettement du groupe. Outre le remboursement cash immédiat de 20 millions d'euros de dette au closing et la réinstallation d'un montant d'environ 33 millions d'euros, l'opération passe par la conversion de cinq millions d'euros de dette en titres super subordonnés à durée indéterminée, un outil à mi-chemin entre la dette et le capital. Figure également la conversion de l'intégralité du solde (soit environ 172 millions d'euros en principal) en capital. Le besoin d'argent frais est par ailleurs couvert exclusivement par injection en capital pour un montant total de 43 millions d'euros, dont jusqu'à 38 millions d'euros par Ycor, via de l'equity. Ce dernier souscrira à une augmentation de capital réservée pour un montant de 25 millions d'euros. Le solde, soit 18 millions d'euros, prendra la forme d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription garantie à hauteur de 13 millions d'euros par Ycor et de cinq millions d'euros par les créanciers obligataires de Solocal. A l'issue de ce processus, qui inclut également l'apport par l'investisseur à Solocal de Regicom Webformance, Ycor détiendra le contrôle de Solocal.

De grands groupes sont également face à des murs de dettes. S'oriente-t-on vers des restructurations similaires ?

Le stock de très grandes restructurations est en train de s'épuiser doucement avec de grands noms d'entreprises qui ont fait ces derniers mois ou font actuellement la Une de l'actualité. Ce que l'on voit clairement arriver en revanche, ce sont des restructurations mid-cap du fait notamment de problématiques de dette de marché comme de dette non cotée, avec par exemple des maturités qui arrivent à échéance dont le refinancement dans l'univers de taux actuel n'est pas soutenable. ■

Propos recueillis par Pierre-Anthony Canovas

DEALS

FUSIONS-ACQUISITIONS

Cinq cabinets sur le rachat de Défense Conseil International par l'ADIT

Le groupe d'intelligence économique ADIT prend le contrôle de Défense Conseil International (DCI), jusqu'alors détenu majoritairement par l'Etat français et qui est chargé de transférer le savoir-faire du ministère des Armées au profit des pays partenaires de la France, via du conseil, de la formation et du soutien capacitaire des forces. Un financement unitranche a été mis en place prenant la forme d'un programme d'émissions obligataires et doit servir également à refinancer l'endettement unitranche existant du groupe et contient une partie destinée à de futures acquisitions. Le groupe ADIT est assisté de **BDGS** avec **Jérôme du Chazaud**, associé, **Arthur Teboul** et **Valérie Monneyron**, en transactionnel M&A ; **Yaëlle Cohen**, associée, **Jules Brizi** et **Jeanne Fattal**, en financement ; **Guillaume Jolly**, associé, **Pierre Proux**, en droit fiscal ; et **Antoine Gosset-Grainville** et **Mathilde Damon**, associés, **Camille Petiau**, **Jean-Baptiste Lemaire** et **Inès Tavel**, en concurrence et réglementaire ; ainsi que **PwC Société d'Avocats** pour les dues diligences avec **Isabelle de la Gorce, Hannes Scheibitz** et **Antoine Coursaut Durand,** associés, **Youlia Haidous, Marie Diderotto, Alix de Ginestet, Liana Dagher, Mohammed Jabrane, Pauline Darnand, Léa Rudloff, Léa Ghalié, Lionel Yemal** et **Baptiste Guilberteau,** en juridique ; et **Aurélie Cluzel-d'Andlau,** associée, **Pauline Guilbaud d'Humières,** en droit social. L'Etat – via l'Agence des participations – est épaulé par **August Debouzy** avec **Julien Wagmann**, associé, **Virginie Desbois**, counsel, **Maxime Legourd**, pour les aspects transactionnels et corporate ; **Vincent Brenot**, associé, en droit public réglementaire ; et **Renaud Christol**, associé, en droit de la concurrence. Les fonds de dette privée Tikehau Capital, Five Arrows, Eurazeo IM et CIC Private Debt, qui participent au financement de l'opération, sont conseillés par **Goodwin Procter** avec **Frédéric Guilloux**, associé, **Laurent Bonnet**, counsel, **Charlotte Mouradian**, en financement ; et **Charles-Henri de Gouvion Saint Cyr**, associé, en droit fiscal. Les investisseurs industriels du groupe Sofema, actionnaire de DCI, sont assistés de **Clifford Chance** avec **Gilles Lebreton**, associé, **Camille Léger**, en corporate ; et **Alexandre Lagarrigue**, associé, en droit fiscal.

Bredin Prat et Linklaters sur l'acquisition du solde de Cofidis Group

La Banque Fédérative du Crédit Mutuel, actionnaire de référence de Cofidis Group depuis 2009, fait le rachat du solde du capital auprès d'Argosyn, acteur regroupant plusieurs participations dans des sociétés financières, et qui détenait encore 20 %. La Banque Fédérative du Crédit Mutuel est assistée de **Bredin Prat** avec **Matthieu Pouchepadass**, associé, **Ghita Maata**, en corporate ; et **Bena Mara**, counsel, **Claire Stein**, en réglementation des services financiers et des assurances. Argosyn est épaulé par **Linklaters** avec **Alain Garnier**, associé, **Maéva Dubois**, en corporate M&A ; et **Ngoc-Hong Ma**, associée, **Emilie Rochat**, en financement et régulation ; avec le bureau de Bruxelles.

Darrois et Weil Gotshal sur la prise de participation dans NatPower

Le groupe spécialisé dans les métiers des concessions et de la construction Vinci a signé un accord d'investissement avec le développeur indépendant de projets d'énergies renouvelables NatPower, prévoyant l'acquisition d'une participation minoritaire de son capital ainsi que la souscription à des obligations convertibles. Le projet prévoit à terme la possibilité d'accroître la participation du premier afin de prendre le contrôle du second. Vinci était assisté de **Weil Gotshal & Manges** avec **Claude Serra**, **Alexandre Duguay** et **Yan Boistay**, associés, en corporate ; et **Benjamin Pique**, **Guillaume Wulfowicz** et **Julien Laporte**, associés, en droit fiscal ; ainsi que par le cabinet Loyens & Loeff sur les aspects de droit luxembourgeois. NatPower est conseillé par **Darrois Villey Maillot Brochier** avec **Alain Maillot**, associé, **Maxime Wach** et **Armand Centauri**, en droit des sociétés ; **Maxime Garcia**, counsel, en financement ; et **Pierre Dabin**, en droit fiscal ; ainsi que les cabinets italien et luxembourgeois PedersoliGattai et Arendt & Medernach.

Quatre cabinets sur le rachat de Magic Online

Celeste, filiale d'un fonds d'investissement du groupe Infravia Capital Partners et fournisseur d'accès à Internet pour les entreprises spécialisées dans la fibre optique, réalise l'acquisition de Magic Online. Ce dernier est spécialisé dans la fourniture d'hébergement et d'accès Internet pour les entreprises en France. Celeste est conseillée par **Bird & Bird**, avec **Carole Bodin**, associée, **Sofia El Biyed** et **Nicolas Guerry**, en corporate M&A ; **Mélanie Berçot**, counsel, en télécoms ; **Sam Durand**, en droit social ; et **Virginie Estéoule**, counsel, **Alizée Planche**, en droit immobilier ; avec les bureaux de Casablanca et de Madrid ; par le cabinet Meziou & Elleuch pour les aspects de droit tunisien ; ainsi que par **Arsene** avec **Alexandre Rocchi**, associé, **Paul Pâris**, en droit fiscal. Magic Online est conseillé par **Coblence** avec **Alexandre Brugière**, associé, **Lou Recht, Célia Pinet** et **Maxime Mesquida**, en corporate M&A. Les prêteurs de Céleste sont épaulés par **Linklaters** avec **Bertrand Andriani,** associé, **Samuel Bordeleau,** counsel, **Shimei Li,** en énergie et infrastructure.

FTPA et McDermott sur l'acquisition du groupe Hesnault

SIFA (Société d'import franco-antillaise), spécialiste du transport de fret multimodal à destination des Outre-mer, reprend Hesnault, acteur de la logistique et du fret international. Le groupe SIFA est épaulé par **FTPA** avec **François-Xavier Beauvisage**, associé, **Agathe Laporte** et **Noëmie Rivas**, en corporate ; **Sophie Jouniaux**, associée, **François-Xavier Cochenet**, en droit fiscal ; et **Lise Damelet**, associée, **Elsa Mandel**, en droit de la concurrence. Hesnault est conseillé par **McDermott Will & Emery** avec **Bertrand Delafaye**, associé, **Louis Feuillée** et **Vanessa Ferré**, en corporate M&A ; **Antoine Vergnat**, associé, **Côme de Saint-Vincent**, en droit fiscal ; et **Frédéric Pradelles**, associé, **Mélissa Hui**, en concurrence.

Freshfields sur la prise de participation dans l'aéroport d'Edimbourg

Vinci Airports prend une participation majoritaire dans Edinburgh Airport Limited, société propriétaire et exploitante de l'aéroport d'Edimbourg, premier d'Ecosse et le sixième du Royaume-Uni, pour un montant d'environ 1,27 milliard de livres sterling (environ

1,47 milliard d'euros). Cette acquisition renforce la présence de Vinci Airports sur le marché britannique et s'inscrit dans le cadre du partenariat stratégique engagé par Vinci Airports avec le fonds américain Global Infrastructure Partners, en 2019, à l'occasion de sa prise de participation majoritaire dans l'aéroport de Londres Gatwick (ODA du 09 janvier 2019). La finalisation de la transaction devrait intervenir au cours de l'été après obtention des autorisations réglementaires. Vinci Airports est conseillé par **Freshfields Bruckhaus Deringer** avec **Vincent Daniel-Mayeur**, associé, **Thomas Métayer**, counsel, avec le bureau de Londres ; ainsi que par Paul Hastings outre-Manche. Global Infrastructure Partners est épaulé par Weil, Gotshal & Manges à Londres.

Trois cabinets sur la reprise de Sasaeah

Virbac, groupe pharmaceutique tricolore spécialisé dans la santé animale, réalise l'acquisition de Sasaeah, société qui fabrique et commercialise des produits vétérinaires destinés aux animaux d'élevage et aux animaux de compagnie au Japon, notamment par un crédit relais de 300 millions d'euros. L'intégration de Sasaeah permet notamment à Virbac d'accroître ses capacités de production et de recherche et développement (R&D), mais également d'élargir son offre de produits pharmaceutiques pour animaux. Virbac est épaulé par **Herbert Smith Freehills** avec **Louis de Longeaux,** associé, **Sophie Lesdos,** en corporate M&A ; ainsi qu'**Hogan Lovells** avec **Paul Leroy** et **Stéphane Huten,** associés, **Eleanor Cizeron,** en corporate et finance ; avec les bureaux au Japon et au Vietnam. Le groupe bancaire qui participe à l'opération est conseillé par **Ashurst** avec **Eric Fiszelson,** associé, **Audrey Lesage,** counsel, **Jeffrey Andrelan** et **Thomas Launay,** en finance.

PRIVATE EQUITY

Quatre cabinets sur la prise de participation de L-GAM dans MCI Group

L-GAM, fonds d'investissement d'origine luxembourgeoise et basé à Londres, prend une participation stratégique dans MCI Group, groupe évènementiel et de marketing disposant d'une cinquantaine de filiales dans 31 pays. L-GAM est représenté par **Ashurst** avec **Nicolas Bombrun**, associé, **Athénaïs de Sercey**, en corporate ; avec le cabinet suisse Bär Karrer ; par **Proskauer Rose** avec **Maud Manon**, associée, en financement ; par **PwC Société d'Avocats** pour la due diligence juridique avec **Katia Gruzdova**, associée, **Baptiste Guillemot**, en droit fiscal ; **Isabelle de la Gorce**, associée, **Anne-Laure Legout**, en juridique ; et **Aurélie Cluzel-d'Andlau**, associée, **Sophie Desvallées**, en social ; avec des équipes en Suisse et le réseau international. Les vendeurs Indigo Capital et EMZ Partners sont conseillés par **De Pardieu Brocas Maffei** avec **Jean-François Pourdieu**, associé, **Sandra Benhaïm**, counsel, en private equity ; et **Priscilla van den Perre,** associée, en droit fiscal. Les actionnaires familiaux – la famille Tondeur – et la cible MCI étaient représentés par le cabinet genevois Jacquemoud Stanislas.

Hogan Lovells et Lampidès & Potier sur la levée de fonds de Payflows

Payflows, plateforme SaaS dédiée aux directions financières fondée en 2022, boucle un tour de table de 25 millions d'euros menée par Balderton Capital, qui avait notamment investi en France dans la start-up de location de voitures Virtuo (ODA du 20 février 2019). Cette série A de Payflows réalisée aux côtés des investisseurs historiques, les fonds de venture capital Headline et Ribbit Capital, doit permettre à la jeune pousse de poursuivre son développement et d'accélérer sa croissance. Balderton Capital est conseillé par **Hogan Lovells** avec **Hélène Parent**, associée, **Arthur Deschamps**, en corporate ; **Sébastien Gros**, associé, **Franck Dupret**, counsel, en réglementaire ; **Stanislas Roux-Vaillard**, associé, **Etienne Barjol** et **Ying Lou**, en propriété intellectuelle ; **Etienne Drouard**, associé, **Olga Kurochkina**, en protection des données et cybersécurité et droit commercial ; et **Marion Guertault**, associée, **Cristina Sánchez Herrán**, en droit social. Les fondateurs sont épaulés par **Lampidès & Potier** avec **Alexis Aronio de Romblay**, associé, en private equity.

DROIT GÉNÉRAL DES AFFAIRES

Darrois et Clifford sur la nouvelle émission d'obligations vertes de Valeo

L'équipementier automobile Valeo a obtenu une nouvelle émission d'obligations vertes pour un montant total de 850 millions d'euros d'une maturité de six ans portant intérêt à un taux annuel de 4,50 %. Les obligations vertes, admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris, ont été émises dans le cadre du « green and sustainability-linked financing framework » (cadre de financement vert et durable) mis en place par Valeo à l'automne dernier (ODA du 25 octobre 2023). Le produit de l'émission sera utilisé pour financer ou refinancer des projets verts éligibles. Valeo est conseillé par **Darrois Villey Maillot Brochier** avec **Laurent Gautier**, associé, **Isabelle Touré-Farah**, counsel, **Charles Seveyras**, en marchés de capitaux ; et **Loïc Védie**, associé, en droit fiscal. Les banques chefs de file (BNP Paribas, Crédit Agricole CIB, Citibank, Mizuho et Natixis) ont été épaulées par **Clifford Chance** avec **Cédric Burford**, associé, **Jessica Hadid**, en marchés de capitaux.

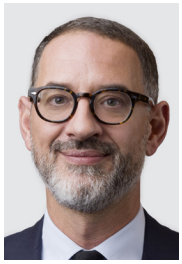
White & Case sur la cession d'actions bioMérieux

Groupe Industriel Marcel Dassault (GIMD) et sa filiale SITAM Belgique ont cédé 940 000 actions bioMérieux, représentant environ 0,8 % du capital du laboratoire spécialisé dans le domaine du diagnostic in vitro et coté sur le marché réglementé d'Euronext Paris. Cette opération a été réalisée par voie de placement privé auprès d'investisseurs qualifiés, avec constitution accélérée d'un livre d'ordres, et porte sur un montant total d'environ 96,8 millions d'euros. A l'issue du placement, GIMD conserve 3 % du capital de bioMérieux ainsi que sa représentation au conseil d'administration du laboratoire. Le placement des actions était dirigé par BNP Paribas en tant que seul coordinateur global et seul teneur de livres. GIMD et sa filiale SITAM Belgique sont épaulés par **White & Case** avec **Thomas Le Vert**, associé, **Boris Kreiss** et **Romain Bruno**, en marchés de capitaux ; et **Max Turner**, associé, **Jaime Lee**, sur les aspects de droit américain.

PRIVATE EQUITY

Les implications juridiques de la consolidation du private equity

La consolidation du secteur du private equity, à laquelle nous assistons depuis plusieurs mois du fait du contexte plus difficile pour les levées de fonds et le débouclage des opérations de sorties, soulève des problématiques juridiques et réglementaires spécifiques, tant pour les sociétés de gestion que pour les investisseurs.



Par Julien Aucomte, associé,



Maxime Legourd, avocat,

Après des années de surchauffe en 2021 et 2022, le secteur du private equity a largement ralenti la cadence avec la hausse brutale des taux d'intérêt décidée par les banques centrales depuis juillet 2022. Cet environnement nouveau – les taux directeurs de la BCE n'ont pas été aussi élevés depuis 2008 – complique la vie des sociétés de gestion pour deux raisons : la recherche de fonds est devenue plus difficile, les investisseurs (limited partners ou LPs) pouvant trouver des rendements élevés et sans risque ailleurs ; et les acquisitions et cessions d'actifs sont plus complexes en raison de l'augmentation significative du coût du financement.

Un contexte favorable à une consolidation du secteur

D'après un rapport de Bain & Company de 2024[1], la valeur et le nombre de transactions ont chuté respectivement de 60 % et de 35 %, par rapport à leurs sommets de 2021, tandis que le nombre de fonds clôturés est en baisse de près de 55 %, surtout sur le large cap. Cette tension est renforcée par le fait que le private equity est devenu surreprésenté dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels, notamment les fonds de pension, du fait de la chute de valeur des actions et des obligations, ce qui a contraint ces derniers à réduire leur allocation.

Ces difficultés croissantes à finaliser les levées de fonds – il faut désormais 20 mois en moyenne aux gérants (general partners ou GP) pour boucler leurs levées de fonds et certains fonds ont été contraints de prolonger, voire de décaler, leurs collectes – couplées au risque sur la liquidité du fait de la difficulté à réaliser les opérations de sortie des fonds déjà investis – au niveau mondial, les sociétés détenues depuis quatre ans ou plus représentent environ 46 % du total des sociétés en portefeuille, la proportion la plus élevée depuis 2012 – profitent aux acteurs les plus performants, qui peuvent afficher un meilleur « track record » et ainsi attirer les LPs. Nous assistons ainsi à une fuite vers la qualité[2] (flight to quality), de nature à renforcer la concentration du marché. Cela étant, même pour les GP les mieux établis, les nouvelles collectes se font plutôt auprès de leurs LPs historiques (réinvestissement) que de nouveaux LPs, plus réticents à prendre des parts dans un fonds inconnu compte tenu du contexte.

Du côté des investissements, la hausse des taux nécessite une réévaluation approfondie de la stratégie d'investissement et des ajustements dans la gestion des fonds. Cela implique de privilégier des stratégies visant à encourager la création de valeur plutôt que de se reposer principalement (voire uniquement) sur le bénéfice d'un effet de levier. Ici encore, la prime va aux fonds bénéficiant des meilleures équipes opérationnelles et d'un savoir-faire reconnu dans la « capacité à délivrer ».

Rapprochements stratégiques, GP stakes et fonds de continuation pour affronter la tempête

Dans ce contexte, les acteurs du private equity ont tendance à fusionner, à acquérir ou à investir dans d'autres sociétés de gestion ou encore à regrouper leurs activités afin de créer des entités plus robustes. En particulier, les fonds de taille intermédiaire ou très spécialisés se trouvent plus en difficulté et cherchent à s'adosser à des acteurs plus conséquents et plus généralistes, afin d'atteindre une taille critique. Nous avons ainsi vu ces derniers mois l'Américain ECP passer sous le giron de Bridgepoint dans l'objectif d'accélérer son développement stratégique et son leadership, le Néerlandais DIF Capital Partners dans celui de CVC afin de se diversifier dans la gestion d'infrastructures ou Wendel procéder à l'acquisition d'IK Partners pour accéder au métier de la gestion pour compte de tiers…

La vague de consolidation dans le marché du private equity témoigne d'une quête d'économies d'échelle, de synergies et de croissance stratégique, refaçonnant ainsi la structure et la dynamique du marché. En particulier, le secteur des infrastructures, qui offre une diversification et des rendements sécurisés mais requiert des investissements significatifs, est particulièrement recherché comme relais de croissance.

A côté de ces opérations de rapprochement entre sociétés de gestion, le marché est également marqué

par la multiplication des prises de participation minoritaires de fonds au capital de sociétés de gestion de private equity[3] (GP stakes). De la même manière, le stress sur la liquidité renforce le recours aux fonds de continuation (continuation funds), qui offrent aux LPs une solution de liquidité tout en préservant leur exposition à des actifs à fort potentiel de croissance. La mise en place d'un fonds de continuation constitue un type spécifique de transaction secondaire menée par un GP, qui implique qu'un fonds conseillé par un sponsor vende une ou plusieurs sociétés de son portefeuille à un fonds de continuation nouvellement formé, géré par le même sponsor et constitué dans le but d'acquérir les sociétés de son portefeuille. Pour les GP, ces fonds permettent de prolonger la durée de vie des investissements afin d'en maximiser la valeur, notamment à un moment où le fonds vendeur est entièrement investi ou incapable de déployer des capitaux en raison des restrictions prévues par son règlement. Cela peut également permettre de restructurer la dette des actifs en portefeuille alors que cela ne serait pas envisageable autrement.

Si ce type d'opérations peut être intéressant pour des anciens et des nouveaux LPs, le risque de conflits d'intérêts, pouvant résulter du fait que le GP a des intérêts dans les deux parties de la transaction du fonds de continuation – du côté de la vente de la transaction en tant que GP du fonds vendeur et du côté de l'achat de la transaction en tant que GP du fonds de continuation –, doit être soigneusement encadré.

A côté de ces opérations de rapprochement entre sociétés de gestion, le marché est également marqué par la multiplication des prises de participation minoritaires de fonds au capital de sociétés de gestion de private equity (GP stakes).

Les enjeux juridiques et réglementaires de la consolidation

D'un point de vue juridique, le rapprochement entre fonds de private equity nécessite de considérer la spécificité des fonds parties prenantes, c'est-à-dire leur nature juridique (fonds communs de placement à risque [FCPR], fonds professionnels de capital investissement [FPCI], fonds communs de placement dans l'innovation [FCPI] ou encore sociétés de libre partenariat [SLP]), les exigences réglementaires applicables, leur structure (fonds de fonds par exemple), leur objectif de gestion, leur stratégie (LBO, VC, growth, majoritaire, minoritaire, etc.) et leur focus sectoriel. Pour les LPs, la consolidation peut avoir un impact significatif sur les frais et commissions perçus par la société de gestion (par exemple les frais d'entrée et de sortie du fonds, commission d'acquisition ou de cession, commission de gestion, carried interest). Cette attention portée sur ces frais et commissions doit aller de pair avec une identification et une gestion efficace des conflits d'intérêts via la mise en place de procédures appropriées. Cela est notamment le cas s'agissant des règles de co-investissement et de co-désinvestissement, des transferts de participations et des prestations de services effectuées par la société de gestion ou des sociétés qui lui sont liées. L'exemple type est celui de participations concurrentes au sein des portefeuilles de deux fonds dont les GP font l'objet d'un rapprochement.

A l'occasion d'une consolidation, il peut également être nécessaire de renégocier ou d'ajuster les contrats des équipes de management du GP, en particulier les clauses de non-concurrence ou de non-sollicitation, afin de s'assurer qu'elles restent exécutoires et n'entravent pas la capacité de l'entité consolidée à attirer ou à retenir des talents, voire à poursuivre son activité. Des questions de gouvernance d'entreprise peuvent également se poser dans l'hypothèse où la consolidation nécessite des changements dans la composition des organes de gestion ou direction des entités post-consolidation ou encore si les LPs des entités pré-consolidation bénéficiaient de droits préférentiels, via des parts préférentielles notamment, qui devront être conciliés dans le cadre de la consolidation.

En matière réglementaire, les entités consolidées devront s'assurer du respect de la réglementation financière applicable, et, le cas échéant, solliciter l'agrément de l'Autorité des marchés financiers (AMF) au titre de l'opération. En particulier, les normes ESG de plus en plus nombreuses, ainsi que celles relatives à la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme peuvent impliquer la mise en place de procédures nouvelles, réduisant potentiellement les rendements des LPs. ■



et Sophie Faulcon, avocate, August Debouzy

1. Bain & Company, Global Private Equity Report, 2024.
2. "Limited partners' flight to quality ; private equity-backed megadeals decline", S&P Global Market Intelligence, 28 juillet 2023.
3. « Les fonds de GP-stake prennent leurs marques », L'Agefi Private equity, 29 mars 2024.

DROIT DES SOCIÉTÉS

Quelques enseignements sur l'applicabilité de la procédure des avantages particuliers aux sociétés par actions simplifiées

Par un arrêt du 13 mars 2024, publié au Bulletin[1], la chambre commerciale de la Cour de cassation apporte quelques enseignements intéressants en matière d'avantages particuliers dans les sociétés par actions simplifiées (SAS). Ainsi, la procédure d'évaluation des avantages particuliers s'appliquait à toute SAS constituée avant 2019 et son exclusion en 2019, par la loi Soilihi, du régime général des SAS n'a pas eu pour effet de régulariser les omissions antérieures à cette loi.



Par Guillaume Fornier, associé, Jeantet

A titre liminaire, rappelons que la question de l'application de la procédure des avantages particuliers à la société par actions simplifiée (SAS) a suscité, au moins jusqu'en 2019, beaucoup de débats. En effet, le cadre général de la SAS offre à ses associés une importante latitude quant à l'organisation de la gouvernance et, sous réserve du respect des principes généraux du droit des sociétés[2], la forte tentation à faire du sur-mesure pour les règles encadrant les rapports entre les associés. La promesse d'une telle liberté engendre par nature des situations inégalitaires, plus ou moins assumées, entre les associés de la SAS.

Or, nonobstant la liberté offerte aux fondateurs d'une SAS, le Code de commerce entend protéger l'égalité entre associés. Il connaît classiquement deux instruments destinés à permettre de matérialiser les droits « exorbitants » dont peuvent bénéficier les associés qui se superposent aux règles encadrant la SAS. D'une part, il s'agit des avantages particuliers en tant que tels : aucune définition n'en est fournie par la loi. On les conçoit néanmoins classiquement comme une « faveur » qui serait statutairement attribuée à titre personnel à un associé ou à un tiers[3] non associé sans création d'une catégorie particulière d'actions. Ladite « faveur » peut consister en un avantage non pécuniaire comme la faculté par exemple de s'opposer à certaines décisions. Les avantages particuliers doivent figurer dans les statuts de la société avec l'identification des bénéficiaires de ces droits.

D'autre part, on retrouve les actions de préférence. Ces dernières peuvent être émises à la constitution de la société ou en cours de vie sociale. Elles recèlent les mêmes avantages particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent. Les actions de préférence sont encadrées par les articles L. 228-11 à L. 228-19 du Code de commerce.

A première vue, la distinction entre ces deux instruments entraîne que les avantages particuliers sont accordés personnellement à l'associé et ne sont donc pas transmissibles (intuitu personae), alors que les droits particuliers attachés aux actions de préférence suivent de mains en mains leurs titulaires successifs (intuitu rei). La procédure des avantages particuliers requiert l'évaluation et l'approbation desdits avantages particuliers. Elle trouve notamment à s'appliquer lorsque des avantages particuliers sont stipulés à la création de la société. Pratiquement, cette procédure implique : la désignation d'un commissaire aux avantages particuliers à l'unanimité des associés ou par décision de justice ; la mention dans les statuts de l'évaluation des avantages et la mise en annexe du rapport ; et l'exclusion du vote des associés au profit duquel l'avantage est statutairement stipulé.

En l'espèce, une SAS avait été constituée en février 2015 avec l'octroi d'un avantage particulier au profit d'un associé. Selon les faits rapportés, un associé s'était vu attribuer 2 225 actions de catégorie B d'une valeur nominale unitaire de 100 euros et toutes pourvues d'un droit de vote simple. Un autre associé disposait de 25 actions de catégorie A d'une valeur nominale unitaire de 100 euros et chacune pourvue de 100 droits de vote. Or, les statuts ne contenaient aucune mention de l'évaluation des avantages particuliers et aucun rapport de commissaire aux avantages particuliers n'y était annexé. Les titulaires d'actions B ont par la suite voulu obtenir l'annulation des droits de vote multiples attachés aux actions A.

La cour d'appel de Basse-Terre leur a donné en partie raison. En appliquant la loi alors en vigueur au jour de la constitution de la SAS, elle ordonne la régularisation de la publicité de l'octroi de l'avantage particulier et conditionne son entrée en vigueur à ladite régularisation ; et annule les décisions votées avant la régularisation. En revanche,

elle rejette la demande des porteurs d'actions A de voir annulées ou réputées non écrites les dispositions des statuts prévoyant les droits attachés aux deux classes d'actions. Dans un arrêt de rejet, la Cour de cassation apporte quelques précisions intéressantes.

Compatibilité avant 2019 et application dans le temps de la procédure des avantages particuliers

De l'institution de la SAS en 1994 à la loi dite Mohamed-Soilihi en 2019[4], l'article L. 227-1 du Code de commerce n'excluait pas de la liste des dispositions applicables aux SAS les règles imposant la procédure des avantages particuliers lors de la constitution. Avant de savoir si la loi de 2019 aurait permis de régulariser une situation antérieure, il fallait déterminer si la procédure des avantages particuliers était compatible avec les dispositions encadrant la SAS au moment de la création de la société, en 2015.

Sans surprise, la Cour répond positivement. La procédure des avantages particuliers était non exclue et compatible avec les règles encadrant la SAS. Elle s'appliquait à la constitution de toute SAS avec avantages particuliers, avant 2019. La Cour semble ici affirmer que c'est parce que les dispositions encadrant l'évaluation des avantages particuliers à la constitution de la SAS n'étaient pas écartées de la liste de L. 227-1 qu'elles étaient « compatibles », ce qui n'est pas tout à fait rigoureux puisqu'une disposition non exclue peut toujours apparaître incompatible.

Conditions de régularisation des avantages particuliers

La Cour confirme ici aussi la solution retenue en appel. Elle affirme que l'entrée en vigueur de la loi Mohamed-Soilihi n'a pas eu pour effet de régulariser les situations dans lesquelles des fondateurs de SAS auraient omis la procédure des avantages particuliers avant 2019.

Partant, pour toutes les SAS constituées avant 2019, pas de régularisation automatique par la loi, il faudra a posteriori faire évaluer l'avantage particulier par un commissaire et couvrir les nullités des décisions d'associés antérieures à la régularisation qui encourraient toujours une annulation judiciaire.

Conditions d'application du plafond de 50 % d'actions dépourvues de droit de vote

Autre enseignement intéressant : la Cour se prononce sur la règle de l'article L. 228-11, alinéa 3, du Code de commerce selon laquelle les actions de préférence sans droit de vote ne peuvent pas représenter plus de la moitié du capital social des SAS. En l'espèce, les actions A représentaient bien plus de la moitié du capital de la SAS (222 500 euros représentés par des A sur un capital de 225 000 euros). Les porteurs d'actions B soutenaient alors que leurs actions – auxquelles un droit de vote « dérisoire » était attaché – devaient en réalité être assimilées à des actions dépourvues de droit de vote.

Par cet arrêt de rejet, la Cour de cassation apporte des éclairages importants qui pourraient en réalité concerner de nombreuses situations dans lesquelles la liberté offerte aux rédacteurs de statuts de SAS a cru pouvoir se dispenser de la procédure d'évaluation des avantages particuliers.

La chambre commerciale opère ici une interprétation littérale de l'article L. 228-11 pour rejeter cette demande en affirmant que seules les actions privées de tout droit de vote sont prises en compte pour le calcul du plafond des 50 %. Par cet arrêt de rejet, la Cour de cassation apporte des éclairages importants qui pourraient en réalité concerner de nombreuses situations dans lesquelles la liberté offerte aux rédacteurs de statuts de SAS a cru pouvoir se dispenser de la procédure d'évaluation des avantages particuliers. Elle confirme aussi, en tant que de besoin, que l'exclusion expresse de la procédure d'évaluation opérée par la loi Mohamed-Soilihi de 2019 n'a pas pour effet de régulariser automatiquement les omissions antérieures à cette loi. ■

1. Cass., com., 13 mars 2024, 22-12.205, publié au Bulletin.
2. Règle de proportionnalité et prohibition des clauses léonines, notamment.
3. L'article L. 225-8 du Code de commerce dispose que ces avantages peuvent être stipulés « au profit de personnes associées ou non ».
4. Loi n° 2019-744 du 19 juillet 2019 de simplification, de clarification et d'actualisation du droit des sociétés.

Option Droit & Affaires
WWW.OPTIONDROITETAFFAIRES.FR



LA LETTRE HEBDOMADAIRE
Option Droit & Affaires
En ligne, chaque mercredi soir

+

OPTION FINANCE LE MENSUEL
avec des articles exclusifs chaque mois et les classements des cabinets d'avocats tout au long de l'année
(M&A, contentieux, droit fiscal, restructuring, private equity)

+

DES AVANTAGES
pour les événements
organisés par le groupe Option Finance

ABONNEZ-VOUS !

BULLETIN D'ABONNEMENT

À compléter et à renvoyer **par mail à :** abonnement@optionfinance.fr
ou par courrier à : Option Finance Abonnements - 10 rue Pergolèse - 75016 Paris

☑ **OUI**

Je m'abonne à *Option Droit & Affaires* pour 1 an.

Je vous demande d'enregistrer mon abonnement à *Option Droit&Affaires* au tarif de :
☐ **Entreprise : 969 euros HT/an** (soit 989,35 euros TTC)
☐ **Cabinet de moins de 10 avocats : 1 153,56 euros HT/an** (soit 1 177,78 euros TTC)
☐ **Cabinet de 10 à 50 avocats : 1 468,74 euros HT/an** (soit 1 499,58 euros TTC)
☐ **Cabinet de plus de 50 avocats : 1 783,92 euros HT/an** (soit 1 821,38 euros TTC)

MES COORDONNÉES

☐ Mme ☐ Mr Nom : .....
Prénom .....
Société .....
Fonction .....
Téléphone |_|_|_|_|_|_|_|_|_|_|
Adresse de livraison .....
.....
Code postal : |_|_|_|_|_| Ville .....
Pour recevoir la lettre d'Option Droit & Affaires chaque mercredi soir, merci de nous indiquer un email de contact de référence :
.....

MODE DE RÈGLEMENT

☐ Chèque à l'ordre d'Option Finance
☐ Virement bancaire à réception de facture
☐ Par carte bancaire en appelant le 01 53 63 55 58

DATE ET SIGNATURE OBLIGATOIRES

☐ En m'abonnant j'accepte les CGV et CGU consultables en ligne*

Sauf avis contraire de votre part par lettre recommandée deux mois avant la date d'échéance de votre abonnement, celui-ci sera reconduit par tacite reconduction pour un an. Pour l'étranger, frais de port en sus (consultez le service abonnements au 01 53 63 55 58). Conformément à la loi informatique et liberté du 06/01/78 vous disposez d'un droit d'accès aux données personnelles vous concernant. Par notre intermédiaire vous pouvez être amené à recevoir des propositions d'autres sociétés ou associations. Si vous ne le souhaitez pas, il suffit de nous écrire en nous indiquant vos nom, prénom, adresse, et si possible votre référence client. * Obligatoire.