



# Engage Finance Newsletter N°30

Juillet 2025

**Hogan  
Lovells**

# Table des matières

---

Présentation	1
Auteurs	2
Chroniques d'Actualité	5
From other offices	30
Chez Hogan Lovells	36

# Présentation

Chers tous,  
L'ensemble de l'équipe Engage Finance Newsletter  
vous souhaite un bel été et une agréable lecture !



Hogan  
Lovells



## Auteurs

### Auteurs des chroniques d'actualité – Équipe finance



Lorène Sani



Florian Tambosco



Gabrielle le  
Rolland



Lucas Glicenstein



Nawelle Saoui  
Letellier



Charlotte Bonsch

### Auteurs des chroniques d'actualité – Équipe corporate



Xavier Doumen



Jean-Marc  
Franceschi



Matthieu  
Grollemund



Stéphane Hutten



Nicolas  
Rontchevsky



Louis-Nicolas  
Ricard



Christophe-Marc  
Juvanon

## Auteurs des chroniques d'actualité – Equipe Infrastructure, Energy, Resources, and Projects



Takudzwa  
Matondo



Bruno Cantier



Olivier  
Fille-Lambie



Thomas P. Hechl



Astrid Layrisse

## Auteurs de l'article « From other offices »



Cees Brouwer



Siew Kam Boon



Kevin R. Burke



Graham Nicholson



Natasha Newey

**Pour la rédaction de ces chroniques d'actualité, nous remercions chaleureusement nos stagiaires :**



Élisa Brunet



Inis O'Brien

# Chroniques d'Actualité

## Nature d'un compte courant

**Cass. Civ. 1<sup>ère</sup>, 18 décembre 2024, n°23-20.785**

Par un arrêt rendu le 18 décembre 2024, la première Chambre civile de la Cour de cassation précise les critères d'appréciation du caractère professionnel d'un compte courant. Elle affirme que ce caractère s'apprécie à la date d'ouverture du compte, indépendamment des modalités d'utilisation postérieures dudit compte.



En l'espèce, une banque avait ouvert un compte courant « professions libérales » au bénéfice d'un avocat. Deux facilités de trésorerie successives lui avaient été accordées, à durée indéterminée, par voie d'avenants. À la suite d'impayés, la banque lui adresse plusieurs mises en demeure, puis l'assigne en paiement.

L'emprunteur oppose à la banque la prescription applicable en matière de crédit à la consommation. Il soutient que, bien que le compte ait initialement été ouvert pour des besoins professionnels, l'usage qui en a été fait par la suite aurait fait perdre au compte son caractère professionnel, rendant applicable la protection offerte par le Code de la consommation.

La Cour de cassation rejette cette argumentation. Elle affirme que le compte revêt un caractère professionnel dès l'origine, et ce de manière définitive. Elle souligne notamment que « *la simple lecture de la convention de compte courant révèle qu'elle a été conclue dans un cadre professionnel, eu égard à l'activité libérale*

*exercée par l'emprunteur* » et que le contrat ne fait aucune référence au Code de la consommation. Elle mentionne également que le fait que l'avocat se soit ensuite associé au sein d'une société civile professionnelle ne lui interdisait pas de conserver un compte professionnel.

La Cour en déduit donc que l'utilisation effective du compte après son ouverture est sans incidence sur sa qualification initiale. Ainsi, le caractère professionnel d'un compte courant s'analyse exclusivement au moment de son ouverture, en tenant compte de la finalité contractuelle et du contexte professionnel du souscripteur.

# Chroniques d'Actualité

## Le silence ne vaut pas acceptation en cas de modification du contrat

**Cass. Com., 26 février 2025, n°23-21.063**

Dans un arrêt du 26 février 2025, la Cour de cassation rappelle qu'en l'absence de clause contractuelle contraire, toute modification contractuelle suppose le consentement des deux parties et que le silence ne vaut pas, à lui seul, acceptation.

En l'espèce, une société (le « **Client** »), avait confié en 2011 à la société Datasolution, prestataire informatique, la réalisation puis la maintenance évolutive de son site marchand. Le contrat prévoyait que le Client devait désigner trois interlocuteurs habilités à formuler des demandes d'intervention. Un avenant ultérieur avait réduit ce nombre à deux. Puis par deux courriels en date des 20 avril et 17 mai 2017 ainsi qu'une lettre du 13 juillet 2017, le Client a informé le prestataire d'un changement interne de fonctionnement : un seul interlocuteur devenait désormais habilité à valider les demandes d'intervention adressées à la société Datasolution. En juillet 2017, le Client a informé la société Datasolution de son refus de régler certaines factures, au motif que les prestations en cause n'avaient pas été commandées par le seul interlocuteur habilité.

Le prestataire informatique a alors obtenu une ordonnance d'injonction de payer, à laquelle le Client a fait opposition. La cour d'appel de Montpellier a rejeté la demande en paiement du prestataire informatique, considérant que ce dernier ne pouvait ignorer la modification des conditions de commande dès lors qu'il en avait été informé par deux courriels et une lettre recommandée avec accusé de réception, même si ceux-ci étaient restés sans réponse. Elle a ainsi considéré que le silence du co-contractant valait acceptation tacite.

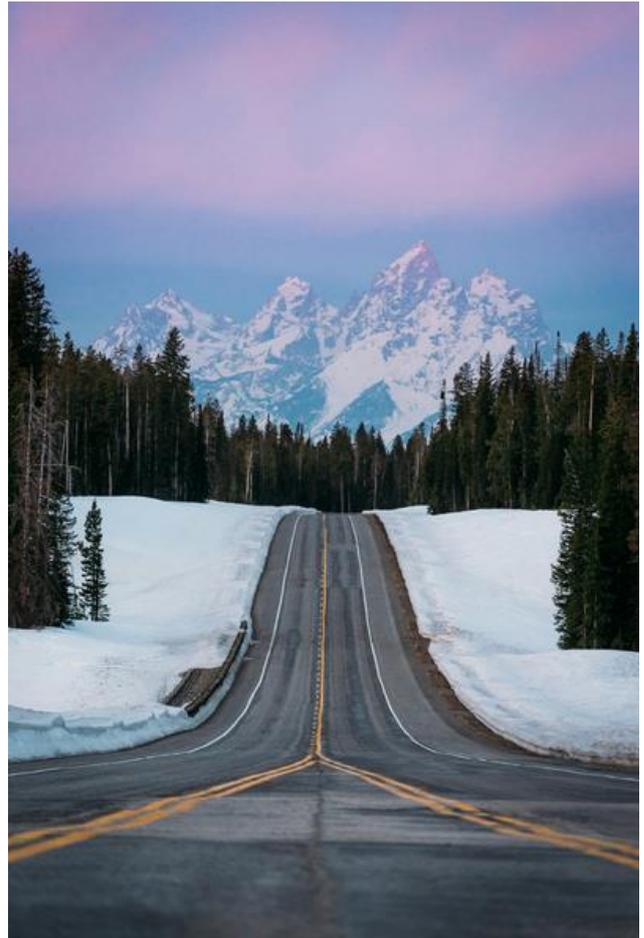
La Cour de cassation a cassé partiellement l'arrêt de la cour d'appel, estimant que cette dernière n'avait pas suffisamment caractérisé les

circonstances permettant de conclure que la société Datasolution avait accepté la modification des modalités d'exécution du contrat. Elle a jugé, aux vises des articles 1108 et 1134 du Code civil relatifs au consentement et à la force obligatoire des contrats (dans leur rédaction antérieure à la réforme du droit des contrats de 2016), que « *sauf clause contraire, toute modification du contrat requiert le consentement de toutes les parties et que le silence ne vaut pas à lui seul acceptation, à moins que des circonstances particulières permettent de lui en donner la signification* ». Ce faisant, elle a considéré qu'une partie ne peut modifier unilatéralement le contenu du contrat, et que ce n'est que par exception – soit inscrite dans le contrat et résultant donc du consentement initial des parties, soit résultant de circonstances particulières prouvées – que l'absence de réponse de l'autre partie doit être considérée comme une acceptation.



Dans cet arrêt du 26 février 2025, la Cour de cassation réaffirme qu'une modification contractuelle ne peut résulter que d'un accord exprès ou d'un comportement traduisant une volonté tacite mais non équivoque des parties. Autrement dit, le juge ne saurait déduire du seul silence une acceptation implicite, à moins que le contexte ne lui donne une portée claire. Cette décision renforce la sécurité juridique des relations contractuelles et incite les parties, si elles le souhaitent, à prévoir contractuellement des clauses spécifiques autorisant certaines modifications unilatérales.

Enfin, bien que cette décision ait été rendue sous l'empire des anciens articles 1108 et 1134 du Code civil, elle semble transposable au droit issu de la réforme du droit des contrats de 2016, compte tenu des rédactions similaires des articles 1103, 1128 et 1193 du Code civil issus de la réforme. Plus encore, cette réforme a procédé à une codification à droit constant du principe et de ses exceptions rappelés dans cet arrêt du 26 février 2025 avec la rédaction (issue de la réforme) de l'article 1120 du Code civil qui dispose que « *le silence ne vaut pas acceptation sauf s'il en résulte autrement de la loi, des usages, des relations d'affaires ou de circonstances particulières* ».



# Chroniques d'Actualité

## Indépendance des obligations de rembourser le compte courant d'associé et de racheter les droits sociaux

**Cass. Com., 12 février 2025, n°23-17.483**

Par un arrêt rendu le 12 février 2025, la chambre commerciale de la Cour de cassation a consacré l'indépendance de l'obligation de remboursement des créances issues d'un compte courant d'associé et de l'obligation de paiement du prix de rachat des parts sociales lors d'une réduction de capital, impliquant que la société qui rachète les parts d'un associé n'est pas automatiquement tenue de rembourser le compte courant dudit associé.



En l'espèce, une société procède à une réduction de capital à l'occasion de laquelle l'un de ses deux associés revend ses parts à la société. Après mise en demeure restée sans effet, l'associé toujours titulaire d'un solde créditeur en compte courant, agit en justice pour obtenir l'annulation du rachat de ses parts faute de remboursement du solde de son compte courant.

Il soutient que le rachat de ses parts sociales par la société, entraînant leur annulation, fait naître l'obligation de rembourser le compte courant et que l'absence de remboursement justifierait la résolution de la convention de rachat.

La Cour de cassation rejette cette analyse. Elle confirme l'arrêt d'appel en rappelant que, par principe, tout associé peut demander à tout moment le remboursement du solde créditeur de son compte courant. Toutefois, elle affirme que l'obligation de remboursement des créances issues d'un compte courant d'associé est distincte de l'obligation de paiement du prix de rachat des parts sociales.

En conséquence, en l'absence de stipulation contractuelle prévoyant leur interdépendance, le défaut de remboursement du compte courant n'est pas de nature à justifier la résolution d'une convention de rachat des parts.

# Chroniques d'Actualité

## Abus de biens sociaux et compte courant d'associé

**Cass. Crim., 2 octobre 2024, n°22-82.625**

En l'espèce, le dirigeant de plusieurs sociétés était poursuivi pour des faits d'abus de biens sociaux et de banqueroute au préjudice de plusieurs de ses sociétés.

Il avait notamment encaissé sur ses comptes bancaires personnels plusieurs chèques émis par lesdites sociétés.

Devant la Cour d'appel, il soutenait que ces prélèvements correspondaient à des remboursements de créances de comptes courants d'associé, de cotisations de sécurité sociale et de loyers en exécution d'un contrat de bail conclu entre lui et une société.

En appel, il a été déclaré coupable.



Il a donc contesté cette décision des juges du fond et a saisi la chambre criminelle de la Cour de cassation.

La Cour de cassation, dans son arrêt du 2 octobre 2024, rappelle que la seule existence d'un prélèvement n'est pas suffisante pour caractériser l'infraction d'abus de biens sociaux et a cassé l'arrêt de la Cour d'appel. Pour la Cour de cassation, la Cour d'appel avait condamné le dirigeant sans avoir déterminé si les sommes prélevées par le dirigeant correspondaient, comme il l'indiquait, au remboursement de créances valablement détenues par le dirigeant sur la société.

L'arrêt rendu par la chambre criminelle réaffirme donc avec force qu'il incombe au juge répressif de procéder à une analyse concrète et circonstanciée des flux financiers litigieux afin de déterminer s'ils trouvent leur origine dans des créances légitimes détenues par le dirigeant à l'encontre de la société.

L'absence de telles vérifications prive la décision d'une motivation suffisante et l'expose, par conséquent, à la censure de la Cour de cassation.

Cette décision s'inscrit dans une ligne jurisprudentielle constante, soucieuse de garantir un équilibre entre deux impératifs : d'une part, la prévention des détournements de biens sociaux à des fins personnelles ; d'autre part, la protection des dirigeants contre le risque de poursuites infondées lorsqu'ils agissent dans le cadre de relations juridiques établies avec la société, notamment via des comptes courants d'associés.

# Chroniques d'Actualité

## Panorama de jurisprudences sur le mandat

### **Cass. Com., 29 janvier 2025, n°23-19.341**

L'arrêt rendu par la Cour de cassation permet de se pencher sur la question de la preuve du contrat de mandat dans le cadre de la vente d'espaces publicitaires.

En l'espèce, un mandataire de plusieurs sociétés qui vendaient des espaces publicitaires a conclu deux contrats de vente d'espaces publicitaires avec le mandataire d'une autre société en qualité d'annonceur. Le mandataire des vendeurs a ensuite réclamé le paiement de ces prestations à l'annonceur, ce que celui-ci a refusé.

L'arrêt de la Cour d'appel a tranché en faveur de l'annonceur et a rejeté les demandes en paiement du mandataire des vendeurs en exigeant que le mandataire des vendeurs produise un contrat de mandat écrit répondant aux exigences prévues à l'article 20 de la loi du 29 janvier 1993, les simples « attestations » de mandat n'étant pas suffisantes.

La Cour de cassation casse l'arrêt de la Cour d'appel au visa de deux textes différents : l'article 20 de la loi du 29 janvier 1993 et les articles 1984 et 1998 du Code civil.

Tout d'abord, la Cour rappelle qu'aux termes de l'article 20 de la loi du 29 janvier 1993, « *tout achat d'espace publicitaire ne peut être réalisé par un intermédiaire que pour le compte d'un annonceur et dans le cadre d'un contrat écrit de mandat, qui fixe les conditions de la rémunération du mandataire en détaillant, s'il y a lieu, les diverses prestations qui seront effectuées dans le cadre de ce contrat de mandat et le montant de leur rémunération respective* » et que la méconnaissance de ce texte est sanctionnée par la privation de rémunération de l'intermédiaire et non la nullité du mandat.

Concernant les textes du Code civil, ceux-ci précisent l'objet, les conditions de formation et les engagements du mandat et la Cour de cassation complète cette description en

indiquant que la jurisprudence (et notamment des arrêts du 3 juin 2015 et du 3 octobre 2024) a décidé que « *le tiers peut rapporter la preuve par tous moyens du contrat de mandat, auquel il n'est pas partie.* »

Ainsi, pour la Cour de cassation, le vendeur bénéficie d'une action directe contre l'annonceur s'il justifie du principe de sa créance et du pouvoir du mandataire, « *sans être tenu de rapporter la preuve que le mandat a été conclu par écrit.* » Elle casse donc l'arrêt de la Cour d'appel en indiquant que la preuve du contrat de mandat auquel le mandataire des vendeurs n'était pas partie pouvait être apportée par tout moyen.

### **Cass. Com., 26 février 2025, n°23-21.539 et Cass. Com. 7 mai 2025, n°23-10.896**

Les deux arrêts rendus par la Cour de cassation s'intéressent aux circonstances permettant de déterminer si une personne peut être considérée comme bénéficiant d'un mandat apparent.

Dans la première espèce du 26 février 2025, un contrat de prestations de télécommunications avait été conclu entre deux sociétés. La société créancière a demandé le paiement de factures et indemnités de résiliation du contrat et le débiteur a été condamné par la Cour d'appel à régler les impayés. La société débitrice contestait le paiement en considérant que « *la reconnaissance d'un mandat apparent requiert que la croyance aux pouvoirs d'un prétendu mandataire soit légitime, ce qui suppose que les circonstances l'autorisaient à ne pas vérifier lesdits pouvoirs* » et qu'en l'espèce, la croyance au pouvoir de leur signataire n'était pas légitime.

La Cour de cassation rappelle dans un premier temps que « *le fait qu'une société par actions simplifiée ne soit, sauf délégation de pouvoir, représentée à l'égard des tiers que par son président n'est pas de nature à priver le tiers de la possibilité d'invoquer l'existence d'un mandat apparent* » et ajoute, au visa de l'article 1985 du Code civil, « *qu'une personne ne peut être engagée sur le fondement d'un mandat*

*apparent que lorsque la croyance du tiers aux pouvoirs du prétendu mandataire a été légitime, ce caractère supposant que les circonstances autorisaient ce tiers à ne pas vérifier lesdits pouvoirs ».*

La Cour de cassation, après avoir rappelé ces principes, casse l'arrêt de la Cour d'appel en considérant que les circonstances de fait étaient insuffisantes pour justifier que la société pouvait légitimement croire au pouvoir du signataire de la société débitrice.

Les circonstances de fait en question étaient les suivantes :

- Mme [D] avait signé l'autorisation de prélèvement,
- Mme [D] avait été en capacité de remettre un relevé d'identité bancaire ainsi qu'une ancienne facture, et
- Mme [D] avait apposé le tampon humide de la société débitrice sur les différents documents présentés.

Dans la deuxième espèce du 7 mai 2025, deux cédants ont cédé l'intégralité de leurs parts dans des sociétés à MM. [G] et [U] et ceux-ci s'étaient engagés à se substituer aux cédants aux fins de régler les sommes qui leur seraient réclamées et des sommes ont été réclamées aux cédants.

La Cour de cassation rappelle, au visa de l'article 1985 du Code civil, « *qu'une personne ne peut être engagée sur le fondement d'un mandat apparent que lorsque la croyance du tiers aux pouvoirs du prétendu mandataire a été légitime, ce caractère supposant que les circonstances autorisaient ce tiers à ne pas vérifier lesdits pouvoirs ».*

La Cour de cassation, après avoir rappelé ce principe, casse l'arrêt de la Cour d'appel en considérant que les circonstances de fait étaient insuffisantes pour justifier que les cédants pouvaient légitimement croire au pouvoir de M. [G].

Les circonstances de fait en question étaient les suivantes :

- M. [G] avait signé l'acte du 12 mars 2012 en y apposant sa signature et ses initiales en son nom personnel et sa signature « 'P/P' [J] [U]' »,
- M. [U] a pu créer l'apparence d'avoir donné mandat du fait de son implication forte dans le projet, en adressant au cours de l'automne 2011 plusieurs courriels relatifs à des frais de structures, des prévisionnels dans lesquels il révélait ses compétences et capacités, en recevant systématiquement les courriels relatifs à la situation des sociétés devant être acquises, et en constituant, peu avant avec M. [G] « pour les besoins et/ou dans le cadre du projet de rachat », une société Immostart, dont l'objet était la transaction et la location d'immeubles et la participation dans toute société ayant cet objet social.
- M. [U] était présenté comme le fils de M. [G] en décembre 2011 dans le projet d'acquisition du groupe JLG, et qu'il signait « [J] [V] » dans plusieurs lettres adressées en novembre, décembre 2011 et février 2012 à l'une des agences du groupe, et
- l'acte de cession du 10 avril 2012 s'inscrit dans la suite des actes précédents du 12 mars 2012, que ce dernier est signé de M. [U] lui-même, ce qui conforte l'apparence d'un mandat qu'il avait donné à M. [G] pour la signature de l'acte litigieux du 12 mars 2012, et qu'il n'existe pas de contradiction entre cet acte du 12 mars 2012 et les autres actes ayant régi les rapports entre les différents protagonistes de ces cessions.

Ces arrêts rappellent l'importance de vérifier les pouvoirs des mandataires pour signer tout contrat afin d'éviter tout risque de refus de reconnaissance de mandat apparent par les juridictions.

# Chroniques d'Actualité

## Convention de trésorerie intragroupe et obligation de paiement

**Cass. Com., 12 mars 2025, n°23-23.961**

Une société mère (EAAG) et sa filiale (SIIE) avaient signé une convention centralisée de trésorerie ayant pour objet de couvrir leurs besoins de trésorerie au moyen de remise en compte courant à vue et aux termes de laquelle SIIE avait mandat de gérer la trésorerie du groupe.

En parallèle, EAAG était débitrice au titre d'une avance en compte courant consentie par un de ses associés.

Le gérant de SIIE, sur le fondement de la convention centralisée de trésorerie susvisée, a autorisé SIIE à rembourser cette avance en compte courant, ce que SIIE a fait par l'émission de chèques dont certains sont revenus impayés.

Ledit associé a déclaré sa créance à l'encontre de SIIE (mise en liquidation judiciaire) au titre de l'avance en compte courant en invoquant la convention centralisée de trésorerie susvisée.



La créance de l'associé est rejetée par la Cour d'appel en indiquant que « l'existence d'une convention de trésorerie ne pouvait constituer le fondement juridique d'une transmission d'une obligation de paiement entre EAAG et la SIIE en raison de l'article 6 stipulant que les parties étaient indépendantes et continuaient d'assumer de façon autonome la direction et la gestion de leurs obligations ».

L'associé créancier de l'avance en compte courant se pourvoit en cassation puisqu'il considère que le président des sociétés EAAG et SIIE avait autorisé SIIE à rembourser le compte courant.

La Cour de cassation commence par indiquer que constitue une exception au monopole bancaire française le fait pour une entreprise de procéder à des opérations de trésorerie avec des sociétés ayant avec elle, directement ou indirectement, des liens de capital conférant à l'une des entreprises liées un pouvoir de contrôle effectif sur les autres, en application des dispositions de l'article L511-7, I, 3 du Code monétaire et financier.

Après ce rappel, la Cour de cassation a analysé les stipulations de la convention de trésorerie entre EAAG et SIIE afin de comprendre si les parties avaient eu l'intention de transférer l'obligation de remboursement par EAAG de ses dettes envers ses associés.

En l'espèce, la convention ne prévoyait pas expressément le transfert d'obligations puisque les parties restaient « indépendantes et continuaient d'assumer de façon autonome la direction et la gestion de leurs responsabilités et de leurs obligations ». Ainsi, un transfert d'obligations ne peut s'opérer automatiquement sauf en cas d'accord exprès des parties sur ce point.

## Chroniques d'Actualité

### Rejet de la qualité de dirigeant de fait d'une banque prêteuse dans le cadre d'un LBO

**Cass. Com., 20 novembre 2024, n°23-13.608**

La Cour de cassation a rendu, le 20 novembre 2024, une décision portant sur le rôle de la banque prêteuse dans le cadre d'une opération d'acquisition, et particulièrement sur la possible requalification de son rôle en dirigeant de fait.

Dans les faits, la société en question – Financière Créal, une holding créée pour les besoins de l'opération de rachat avec effet de levier (LBO) – a été cédée le 13 avril 2006 à hauteur de 99,57% à certaines personnes physiques et fonds d'investissement, et cette opération de rachat a été financée notamment par un crédit bancaire.

Le 22 mars 2013, après que les filiales de Financière Créal aient chacune été mises en liquidation judiciaire, l'emprunteur a également été placé en liquidation judiciaire. La société JSA, liquidateur judiciaire du groupe, a assigné les banques du pool bancaire en responsabilité pour insuffisance d'actif en qualité de dirigeant de fait.

Le moyen de la société JSA se base sur les engagements financiers, d'information et de faire ou ne pas faire figurant dans le contrat de crédits. La thèse du liquidateur avance que les banques prêteuses, en encadrant les activités de la société – notamment les limitations d'investissement ou d'endettement, l'interdiction de cession d'immobilisation ou de modification d'activité – disposaient d'un pouvoir de gestion et de direction sur la société (sous-paragraphes 2, 3 et 4 du paragraphe 10 de l'arrêt).

La chambre commerciale de la Cour de cassation va rejeter ce moyen en confirmant l'interprétation souveraine de la Cour d'appel, en relevant notamment que ces clauses étant librement consenties par les cocontractants, "usuelles dans ces montages financiers" et que les banques ont accordé, lors de la vie des crédits,

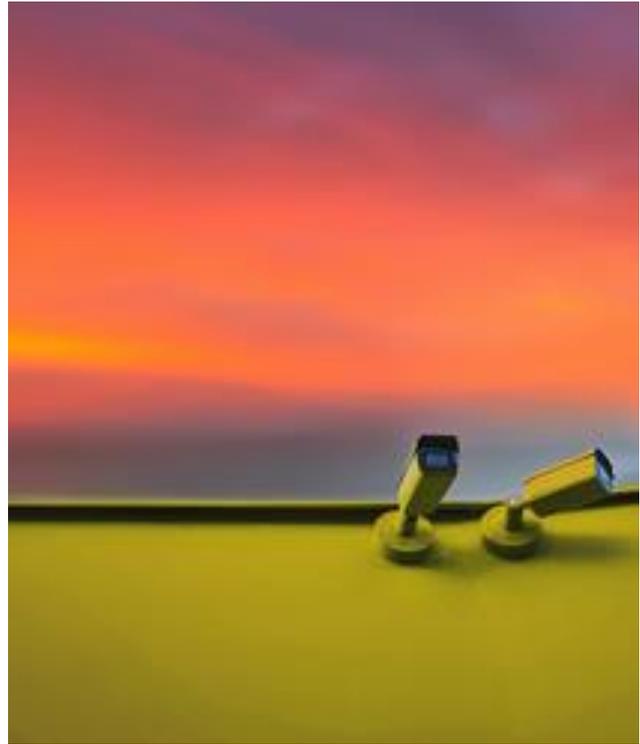
une certaine latitude à Financière Créal en lui accordant entre autres certaines renonciations et en n'exerçant pas les exigibilités anticipées auxquelles elles pouvaient se prévaloir.

Un dirigeant de fait, notion d'origine jurisprudentielle et n'existant pas dans le droit positif, « est un dirigeant de fait celui qui, en toute souveraineté et indépendance, exerce une activité positive de gestion et de direction » (Cass. Com., 10 janvier 2012, n°10-28.067). Les critères matériels de détermination pour la requalification d'un dirigeant de fait sont notamment l'accomplissement d'actes positifs de gestion et direction ainsi que la liberté et l'indépendance de leur auteur dans leur exercice (Cass. Com., 12 juillet 2005, n°03-14045).



La demande de la société JSA n'est d'ailleurs pas sans précédent : la chambre commerciale de la Cour de cassation avait retenu, dans un arrêt du 27 juin 2006 (Cass. Com., 27 juin 2006, n°04-15.831) qu'une banque agissant en qualité de prêteur pouvait voir sa responsabilité engagée en qualité de dirigeant de fait dans le cadre d'une procédure collective. Cependant, les faits divergent suffisamment pour que la décision de rejet de 2024 ne constitue pas un revirement de jurisprudence : en 2006, les directeur général et directeur opérationnel de la banque avaient été nommés administrateurs de la société en question et avaient activement participé aux décisions de l'emprunteur.

La Cour de cassation a donc conclu que la simple présence dans un contrat de crédits de clauses limitant l'activité de l'emprunteur (endettement financier, cession d'actifs, activité...) ne constitue pas un acte positif et actif de gestion de la société et ne suffit donc pas à qualifier les banques de dirigeant de fait. Il convient toutefois de relever que la chambre commerciale a également pris en considération la manière dont les banques ont exercé leurs droits contractuels en relevant, qu'en l'espèce, les banques ont été accommodantes vis-à-vis de l'emprunteur en ce qui concerne le prononcé de l'exigibilité anticipé et l'octroi de renonciation (paragraphe 11 "Motivation" du pourvoi).



# Chroniques d'Actualité

## Panorama de jurisprudences récentes sur les cessions d'actions et les clauses d'agrément

**CA Paris, 3 janvier 2025, n°23/07757**

Le présent arrêt de la Cour d'appel permet de se pencher sur la question de la rédaction des clauses d'agrément dans les statuts en cas de changement de la loi relative à la clause d'agrément.

En l'espèce, deux cessions étaient intervenues, l'une des cessions a eu lieu entre un actionnaire et son oncle (non soumise à agrément) et l'autre cession a eu lieu entre le cessionnaire de la première cession et son fils (également non soumise à agrément).

Parmi les moyens soulevés par les appelants, l'un des moyens concernait le non-respect de la clause d'agrément. La Cour d'appel considère qu'étant donné l'absence d'accord entre les parties sur l'interprétation de la clause d'agrément, la mission qui lui est donnée est donc de rechercher si les dispositions des statuts sur la clause d'agrément sont claires ou nécessitent de leur part une interprétation.

Les clauses des statuts était formulée de la manière suivante : « *l'article 7 des statuts des sociétés [X] établis en mars 1985, 'Forme et transmissions des actions' stipule que 'Sauf dispense de la loi, toute cession ou transmission d'actions, quelles qu'en soient la nature et la forme, est soumise à l'agrément préalable du conseil d'administration'.* »

La Cour d'appel constate ensuite que la clause était rédigée sous l'empire de la loi du 24 juillet 1966 qui permettait uniquement de soumettre à agrément les cessions d'actions à des tiers et non les cessions entre associés. Après revue de plusieurs modifications statutaires, la Cour d'appel considère que l'intention des actionnaires n'avait pas évolué « *s'agissant de la libre cession des titres entre actionnaires* ». Un changement de loi a eu lieu en 2004 qui

permettait de soumettre à agrément les cessions entre actionnaires et les appelants soutenaient donc que la rédaction des statuts « *sauf dispense de la loi* » avait pour objectif de prendre en compte les évolutions législatives et donc de soumettre à agrément les cessions entre actionnaires. Ce raisonnement n'est pas suivi par la Cour d'appel qui considère que ces termes ne sont pas suffisants pour être « *interprétés comme la volonté des actionnaires de voir intégrer de plein droit dans les statuts toute évolution législative et partant d'élargir sans nouvelle délibération, la clause d'agrément aux cessions entre actionnaires.* »

Cet arrêt met en lumière l'importance de procéder à une revue et, le cas échéant, de mise à jour des statuts de sa société en cas de changement législatif.

**Cass. Com., 12 février 2025, n°23-13.520**

Le présent arrêt de la Cour de cassation décide que seuls la société et les associés n'ayant pas été notifiés de la cession peuvent se prévaloir de la violation des dispositions de l'article L.223-14 du Code de commerce relatif à l'agrément des associés en cas de cessions de parts sociales à un tiers et demander l'annulation de la cession.

En l'espèce, un actionnaire a cédé l'intégralité de ses parts à un nouvel associé puis a assigné la société en annulation de la cession faute de respect des dispositions de l'article L.223-14 du Code de commerce. En effet, aucune notification de la cession n'avait été effectuée auprès des autres associés et de la société.

La Cour d'appel, après avoir constaté qu'aucune notification de la cession n'avait été effectuée auprès des autres associés et de la société, avait annulé la cession en déduisant « *du caractère d'ordre public des dispositions de l'article L.223-14 du Code de commerce* » que le cédant était fondé à demander l'annulation de la cession.

La Cour de cassation casse l'arrêt de la Cour d'appel au visa des articles L.223-14 et L.235-1 (relatif aux nullités) du Code de commerce en

indiquant que « *seuls la société ou chacun des associés, à qui le projet de cession de parts sociales d'une société à responsabilité limitée à des tiers étrangers à celle-ci doit être notifié, peuvent, à défaut de notification, en poursuivre l'annulation.* »

**Cass. Civ. 1ère, 19 mars 2025, n°22-20.861**

Le présent arrêt de la Cour de cassation rappelle l'importance du respect du délai d'un mois entre la notification de la réalisation forcée des parts sociales d'une société civile à la société et aux associés et la vente desdites parts sociales.

En l'espèce, une reconnaissance de dette avait été établie par une société et, en garantie du remboursement de cette dette, un nantissement de parts sociales sur une société civile avait été consentie. A la demande du créancier, un huissier de justice a dressé un procès-verbal de vente aux enchères publiques des parts sociales. Ainsi, une vente aux enchères avait été organisée par une société d'huissiers de justice. L'arrêt de la Cour d'appel a annulé la vente aux enchères et a jugé que l'adjudicataire des parts sociales devait resituer celles-ci en contrepartie du remboursement du prix d'adjudication et de frais et honoraires.

Au regard des articles 1861 et 1867 du Code civil, de l'article 9 du Code de procédure civile, de l'alinéa 1er de l'article 49 du décret n° 78-704 du 3 juillet 1978 et de l'article R. 233-9 du Code des procédures civiles d'exécution, la Cour de cassation rappelle « *qu'il incombe au créancier poursuivant la vente forcée de parts sociales de société civile nanties à son profit, pour pouvoir se prévaloir de l'agrément du cessionnaire, de rapporter la preuve que la réalisation forcée des parts sociales, soit la date de l'adjudication, a été notifiée un mois avant la vente tant à la société qu'aux associés.* »

En l'espèce, elle se base sur les éléments de fait souverainement retenus par la Cour d'appel qui mettent en évidence que la réalisation forcée n'avait été notifiée aux associés ni à la société un mois avant la vente et qu'ainsi, « *en l'absence d'agrément du cessionnaire, la cession des parts sociales était nulle.* »

La solution de la Cour de cassation devrait se maintenir après la réforme du droit des sûretés à l'égard des modalités de réalisation autre que la mise en œuvre d'un pacte commissaire.

**Cass. Com., 2 avril 2025, n°23-23.553**

Le présent arrêt rappelle le principe selon lequel l'agrément à une cession de parts sociales de société à responsabilité limitée est réputé acquis en l'absence de réponse de la part de la société dans le délai de trois mois à compter de la dernière des notifications du projet de cession de parts sociales.

En l'espèce, un associé d'une société à responsabilité limitée a notifié un projet de cession de ses parts sociales à la société et à chacun des associés de la société entre le 26 et 30 septembre 2020. Le 19 février 2021, le refus d'agrément est notifié.

Se prévalant d'un agrément tacite en raison de défaut de réponse dans le délai légal de trois mois de la réception du projet de cession, le cédant veut se voir reconnaître la qualité d'associé et se voir autoriser à procéder à la cession envisagée.

La Cour d'appel donne droit à la société cédante, constate que le cessionnaire est agréé en qualité de nouvel associé et que la cession peut valablement être réalisée.

La Cour de cassation confirme l'arrêt d'appel en indiquant que l'article L.223-14 du Code de commerce relatif à l'agrément est d'ordre public et qu'en l'espèce, le délai de trois mois expirait le 31 décembre 2020 et que « *le délai minimal de quinze jours, prévu à l'article R. 223-12 du code de commerce, pour permettre aux associés consultés par écrit de se prononcer, ne peut avoir pour effet de prolonger le délai légal de trois mois précité* ». Elle ajoute que « *la gérante [...] aurait dû procéder plus tôt à la consultation des associés et qu'elle disposait d'un délai suffisant pour le faire.* »

## Chroniques d'Actualité

### Trends in Energy and Infrastructure Transactions in Francophone Africa, 2025

Given the exit of a number of international banks from the shores of Africa, a wave of local commercial banks and development finance institutions (DFIs) are increasingly obtaining a larger market share and bridging the gap created by such departure. The increase in participation, by local banks and local DFIs, on infrastructure and energy transactions is a sign of growing sovereignty, particularly across jurisdictions in Francophone Africa. This is a welcome trend – likely to boost and encourage investor confidence and foster additional opportunities for foreign direct investment across Francophone Africa and the rest of Africa.



#### ***Challenges currently faced by projects in Francophone Africa***

Some projects experience extended delays in reaching first disbursement on project finance transactions. Attributing factors typically include delays in (i) obtaining government approvals, (ii) fulfilling regulatory compliance requirements and (iii) satisfying certain lender approvals, given the trend towards a strong emphasis on stringent ESG-related requirements – which international DFIs increasingly require and which may notably be onerous for certain sponsors to meet.

The last point is particularly relevant where compliance with such ESG-related requirements applies to suppliers or other related parties who

are, in reality, far-removed from the project or supply chains and who sponsors, consequently, have limited or no control over. This makes compliance practically difficult and as a result, the turnaround time for reaching first disbursement on project finance transactions is typically stretched.

The advent of local banks and local DFIs presents an opportunity to mitigate certain of these challenges. Local banks and local DFIs have an understanding and knowledge of their local markets and regulatory environments and typically have less stringent requirements for sponsors to meet (especially with respect to ESG and other related requirements) ahead of first disbursement. As a result, project finance transactions involving local banks and local DFIs tend to achieve first disbursement within shorter timeframes. We have seen this on a number of infrastructure financings and refinancings in Francophone Africa, including on a recent transaction in Senegal, where the timeframe for reaching first disbursement was significantly shorter than it would be on a classic DFI financing.

As we expect an increased number of local banks and local DFIs to take up an increased market share in Francophone Africa, we expect the effects of enhanced efficiency and boosted investment to spill over into other sectors – particularly the energy and renewable energy sectors.

The disadvantage posed by the increased participation of local banks and local DFIs is that sponsors may face higher financing costs, as local banks and local DFIs are not always able to offer affordable interest rates. While we have seen a lot of proactivity, expertise and commitment from the local banks and local DFIs, some local banks may still lack the level of in-depth expertise or responsiveness that is required on large scale or complex project financings. Collaboration with international DFIs will be key as sponsors will still require a diversification of funding sources

to insulate against currency risk and volatility and possible political or regulatory instability.

Despite this, the increased activity from local institutions provides a positive outlook and indicates a strengthening of the local banking and financial systems – which is a push towards sovereignty in the journey towards achieving economic stability in Francophone Africa.



### ***Renewable energy expansion in Africa***

In the context of the energy transition and the rise of solar projects across Africa in general, the investment in solar and other renewable energy assets is particularly ideal, as those assets typically pose minimal construction and operational risks. Additionally, solar projects would (i) increase the much-needed capacity required in African jurisdictions and (ii) fast-track achieving the 2050 energy transition goals.

As a result, African jurisdictions are currently experiencing major shifts in energy and infrastructure transactions as governments are increasingly prioritising investment in solar energy.

While Anglophone Africa has accelerated its solar capacity, owing to severe load-shedding experienced in countries such as South Africa and Zambia, we expect Francophone Africa to steadily follow this trend. The Government of Senegal has recently committed to ramp-up renewable energy production to 40% of its generation mix by 2030. Similarly, Côte d'Ivoire launched two international tenders for the construction of solar plants, in June 2025, as part of the country's push to increase renewable energy and improve grid stability.

We expect Francophone African countries to continue to place an emphasis on increasing renewable energy capacity and we anticipate that the increased involvement of local banks and local DFIs will assist in expediting and preparing the region for increased investment in solar and other renewable energy assets.

## Chroniques d'Actualité

### Requalification de la garantie autonome à première demande en cautionnement

**Cass. Com., 22 juin 2025, n°23-18.328**

*Par un arrêt rendu le 22 juin 2025, la chambre commerciale de la Cour de cassation a réaffirmé sa position stricte concernant la qualification juridique de la garantie autonome à première demande en rappelant que la forme et le contenu de l'engagement doivent être analysés avec une grande rigueur, sous peine de requalification en cautionnement.*

Dans cette affaire, un armateur avait conclu avec un constructeur naval un contrat portant sur la construction d'un navire. A la suite d'un litige relatif au non-paiement de deux factures par l'armateur, le constructeur a obtenu l'autorisation de pratiquer une saisie conservatoire sur le navire. Pour permettre la levée de cette saisie, une banque a émis, à la demande de l'armateur et au bénéfice du constructeur, une garantie intitulée « garantie autonome à première demande ». Par la suite, le constructeur a activé la garantie et la banque lui a versé la somme de 284.795,06 euros. La banque a ensuite obtenu le remboursement de cette somme en opérant un débit de même montant sur le contrat d'assurance-vie de l'armateur.

L'armateur a alors assigné la banque en paiement, lui réclamant le remboursement de la somme versée au motif que la banque aurait commis une faute dans la mise en œuvre de la garantie en s'abstenant d'opposer au constructeur les exceptions liées à l'obligation principale, engageant ainsi sa responsabilité civile. La Cour d'appel a jugé que la banque avait commis une faute en prélevant ce montant sans en avertir l'armateur. Par ailleurs, le constructeur a été condamné à reverser la somme susmentionnée à l'armateur en plus de la condamner au paiement d'indemnités de retard.

Les juges du fond ont fait droit à la demande de l'armateur vis-à-vis de la banque, en estimant

que l'engagement de la banque, malgré son intitulé, ne constituait pas une garantie autonome à première demande mais un cautionnement.

La banque a alors formé un pourvoi en cassation défendant la qualification de garantie autonome à première demande.

La chambre commerciale de la Cour de cassation a confirmé l'arrêt d'appel, considérant également que l'engagement ne remplissait pas les critères d'une garantie autonome à première demande.

Cet arrêt illustre la difficulté pratique de distinguer entre le cautionnement et la garantie autonome. Dans cet arrêt, la Cour de cassation rappelle les critères fondamentaux de la garantie autonome. D'abord, elle doit être indépendante de l'obligation principale. Ensuite, il découle de cette indépendance que le garant ne peut opposer aucune exception tirée de la relation contractuelle principale.



Or, en l'espèce, ces éléments essentiels faisaient manifestement défaut. D'une part, la Cour de cassation relève que le lien entre la garantie et la dette de l'armateur ne pouvait être ignoré et remettait en cause l'autonomie de la garantie. La banque n'avait en effet pas pris un engagement personnel indépendant mais s'était engagée à payer la même dette que l'armateur, dans une limite fixée. D'autre part, le texte de l'engagement ne comportait aucune clause de renonciation de la part de la banque à faire valoir des exceptions tirées du contrat principal. Plus encore, la banque avait refusé d'intégrer une

clause proposée par le conseil de l'armateur, stipulant qu'elle « *ne pourra opposer à la demande de paiement du bénéficiaire aucune exception tenant au contrat principal* ».

Ces éléments sont caractéristiques du cautionnement et justifient donc la requalification opérée d'abord par les juges du fond et ensuite par la Cour de cassation.

Les conséquences de la requalification de la garantie en cautionnement sont lourdes. En effet, en sa qualité de caution, la banque aurait dû opposer les moyens de défense de l'armateur au constructeur. En s'abstenant de ce faire, elle a commis une faute et engage sa responsabilité civile à l'égard de l'armateur.

Cette décision met en lumière l'importance capitale pour les parties et le rédacteur de se montrer vigilantes lors de la rédaction des actes de garantie. Les parties et le rédacteur doivent veiller à éviter toute ambiguïté, en s'assurant que la qualification retenue reflète fidèlement la nature de l'engagement et la volonté des parties, au-delà de son intitulé.

# Chroniques d'Actualité

## Panorama de jurisprudence sur le monopole bancaire

### **Cass. Com. 5 février 2025 n°23-10.953**

Outre les aspects liés à la preuve et au secret des affaires évoqués dans cette jurisprudence, la Cour de cassation a rendu un arrêt important en matière de monopole bancaire.

En l'espèce, un franchiseur avait conclu une promesse synallagmatique de cession et d'achat de la totalité des parts sociales afin d'acquérir son franchisé. A la suite de cette promesse mais avant la signature de l'acte de cession définitif, une convention d'avance en compte courant d'associé avait été établie entre ces deux sociétés et des versements ont eu lieu à ce titre entre elles. Plus tard, le franchisé a été revendu par le franchiseur à une société tierce. Une entreprise concurrente a alors intenté une action en justice au motif que cette convention d'avance en compte courant d'associé et ses modalités de remboursement violaient le monopole bancaire (article L.511-5 du Code monétaire et financier).

La Cour d'Appel et la Cour de cassation, dont la position était ici alignée, ont rappelé que, selon l'article L.511-7 du Code monétaire et financier, le monopole bancaire ne fait pas obstacle à ce qu'une entreprise, quelle que soit sa nature puisse procéder à des opérations de trésorerie avec des sociétés ayant avec elle, directe ou indirectement, des liens de capital conférant à l'une des entreprises liées un pouvoir de contrôle effective sur les autres.

Or, selon les deux juridictions, des liens de capital et un pouvoir de contrôle effectif du franchiseur sur le franchisé existaient bien entre les deux sociétés puisque l'avance en compte courant a été conclue après la conclusion de la promesse synallagmatique de cession et d'achat de la totalité des parts sociales.

Par ailleurs, selon la position de la Cour d'appel et de la Cour de cassation, le fait de rembourser les sommes de l'avance en compte courant après la cession du franchisé à un tiers ne fait pas de

ces sommes des fonds remboursables du public et la réception des fonds de ce remboursement ne viole pas le monopole bancaire.

En effet, cela est dû au fait que les parties à l'acte de cession avaient convenu en amont des modalités d'apurement du compte courant d'associé par la société cible en quatre versements trimestriels, ce qui fait que ces versements échappaient aux dispositions liées à la réception de fonds remboursables du public (articles L.312-2 alinéa 1er et L.511-5 alinéa 2 du Code monétaire et financier).

En effet, lorsque les parties ont convenu des modalités d'apurement, il était concomitamment mis fin à l'avance en compte courant entre les deux parties.



### **CA Riom, 15 janvier 2025, n°24/00111 :**

En l'espèce, une société avait conclu avec une autre un contrat de prestation de services ainsi qu'une convention de prêt inter-entreprises sur le fondement de l'article L.511-6 du Code monétaire et financier. Aux termes de cette convention, la société prêteuse s'est engagée à verser une certaine somme à un certain taux d'intérêt à la société emprunteuse. Quelques temps plus tard, la société emprunteuse a cessé de payer les échéances du prêt, menant à une assignation en justice de la part de la société prêteuse.

Du fait d'une action en justice aux fins d'annulation de la convention, le tribunal de commerce a estimé que la convention de prêt inter-entreprises était respectueuse des

dispositions de l'article L.511-6 du Code monétaire et financier bien que les liens économiques entre les deux entreprises ne correspondent pas strictement à l'un des cas prévus dans l'article R.511-2-1-1 du même Code organisant notamment les conditions du lien financier devant exister entre la société emprunteuse et la société prêteuse. Celui-ci relève notamment que « *c'est la relation commerciale, de conseil et d'accompagnement, effective pendant plus de deux ans qui a entraîné la mise en place du contrat de prêt pour un motif bien précis et ponctuel et en l'espèce il est clair que nous ne sommes pas en présence d'une volonté de se substituer au monopole des banques en matière de prêt.* »

La Cour d'appel de Riom n'abonde ici pas dans le sens du tribunal de commerce. En effet, après avoir rappelé le principe du monopole bancaire prévu à l'article L.511-5 du Code monétaire et financier, elle prend acte du fait que l'interdiction ne s'applique notamment pas aux sociétés par actions ou à responsabilité limitée dont les comptes font l'objet d'une certification par un commissaire aux comptes qui consentent des prêts de moins de deux ans à des microentreprises, petites et moyennes entreprises ou à des entreprises de taille intermédiaire avec lesquelles elles entretiennent des liens économiques le justifiant.

Toutefois, la seule existence du contrat de prestation de services ne suffisait pas à caractériser l'existence d'un lien économique justifiant l'octroi du prêt litigieux. Prêt qui, d'ailleurs, ne respectait notamment pas la durée maximale du prêt autorisée pour une telle entreprise car il avait été reporté au-delà de la limite légale.

Néanmoins, puisque le seul fait qu'une opération de crédit ait été conclue en méconnaissance de ce principe n'est pas de nature à en entraîner l'annulation, la Cour d'appel de Riom s'est contentée de constater l'illicéité du contrat sans en prononcer la nullité.

## Chroniques d'Actualité

### Rupture subite d'un contrat de cession et responsabilité contractuelle : enseignements pratiques de la décision Altarea

**TAE 4 fév. 2025, n° J2024000206**

Une affaire hors norme : la rupture d'un contrat de cession d'entreprise (et non la rupture de négociations), et plus précisément d'une cession de contrôle du Groupe Primonial. Les actionnaires de Primonial (les Vendeurs), qui ont conservé leurs actions, ont assigné le groupe Altarea (l'Acquéreur) devant le Tribunal de commerce de Paris pour réclamer globalement une somme de l'ordre de 1,1 milliard d'euros pour inexécution, en mars 2022, d'un protocole de cession conclu en juillet 2021. Il s'agit d'une action en responsabilité civile contractuelle et non d'une action en responsabilité civile extracontractuelle pour rupture fautive de négociations. Il convient aussi de relever que les Vendeurs n'ont pas demandé l'exécution forcée du protocole de cession mais ont formulé exclusivement des demandes indemnitaires. De son côté, l'Acquéreur a aussi formulé des demandes reconventionnelles de dommages et intérêts substantiels.

1. Un litige mettant en jeu des notions clés de la théorie générale des contrats (i.e. obligation de résultat pour la transmission de la documentation contractuelle en temps utile, résolution pour inexécution fautive, exception d'inexécution, caducité du contrat) dans un litige de fusion-acquisition. Les parties ont développé de part et d'autre des argumentations fondées sur des notions clés de la théorie générale des obligations ; c'est une remarquable illustration de l'importance de ces notions dans les litiges majeurs du droit des sociétés et plus généralement du droit des affaires.
2. Un jugement très soigneusement et solidement motivé : le nouveau Tribunal des affaires économiques de Paris (qui s'est substitué au Tribunal de commerce de Paris

depuis le 1er janvier 2025) rend un jugement remarquable, très solidement motivé (43 pages), déboutant chacune des parties de l'intégralité de leurs demandes et prétentions ; s'agissant du point le plus sensible, il écarte toute résolution fautive du protocole de cession par l'Acquéreur et tout manquement de sa part aux obligations de ce protocole. Après avoir rappelé précisément l'argumentation développée par les parties en présence, le Tribunal se prononce sur les deux questions majeures à trancher, à savoir (i) le refus de l'Acquéreur de procéder à l'acquisition le 2 mars 2022 et (ii) la responsabilité de l'échec de l'opération. La motivation est à la mesure des enjeux, avec des références précises aux pièces (documentation contractuelle et correspondances), et des synthèses remarquables.

3. Les points essentiels sont longuement examinés et traités : stipulations du protocole de cession et en particulier qualification des opérations préalables à la finalisation de la cession, portée de l'obligation de coopération des parties et des obligations des Vendeurs quant à la transmission de la documentation dans les délais, bien-fondé de la mise en œuvre de l'exception d'inexécution par l'Acquéreur en application de l'article 1219 du Code civil et caducité du protocole de cession en application de son article 7.1.
4. S'agissant, en premier lieu, du refus de l'Acquéreur de procéder à l'acquisition à la date prévue du 2 mars 2022, fondé sur l'exception d'inexécution, le Tribunal estime que l'obligation des Vendeurs quant à la transmission en temps utile de la documentation est une « obligation de résultat », ce qui est décisif. Le Tribunal pointe les retards des Vendeurs qui « n'ont manifestement pas maîtrisé le processus d'élaboration de la documentation ».

5. S'agissant, en deuxième lieu, de la responsabilité de l'échec de l'opération, le Tribunal renvoie les parties dos à dos : il estime qu'« aucune des parties ne peut se prévaloir d'une demande de report de la cession ni d'un refus de report par l'autre partie » et estime (p. 38) que « le protocole est donc caduc », en application de son article 7.1, en raison du défaut de réalisation des opérations préalables. Il affirme qu'« en raison des inexécutions contractuelles des Vendeurs, l'Acquéreur était fondé dès le 25 février à refuser de procéder à la cession au 2 mars ». Après avoir rappelé que l'Acquéreur était ainsi fondé à refuser de procéder à la cession, il relève encore que « l'Acquéreur a renoncé à la cession et a lui aussi la responsabilité de son échec ».



6. Cette motivation et sa conclusion évitent au Tribunal de se prononcer sur les conséquences de l'échec de l'opération et les demandes indemnitaires des parties de ce chef (p. 41), « toutes les parties ayant renoncé à la cession et ayant la responsabilité de son échec », l'Acquéreur est donc débouté de ses demandes reconventionnelles. Si les Vendeurs sont intégralement déboutés de leurs demandes de dommages et intérêts, le Tribunal déboute tout autant l'Acquéreur de sa demande reconventionnelle et de sa demande au titre d'une d'indemnité de procédure très substantielle, ce qui est cohérent dans la mesure où les prétentions et demandes de chacune des parties sont intégralement rejetées. Le jugement a été frappé d'appel par les Vendeurs, de sorte que le litige et les argumentations des parties

seront soumis prochainement à la Cour d'appel de Paris.

7. Des enseignements majeurs pour les praticiens du M & A et du contentieux : plusieurs points méritent d'être soulignés, et d'abord la qualification d'obligation de résultat appliquée à l'obligation des Vendeurs de transmettre à l'Acquéreur, en temps utile avant le closing, la documentation contractuelle ; c'est une précision majeure pour les acteurs de ces opérations ; ensuite, alors que les protocoles de cession excluent habituellement toute faculté de « sortie » du contrat et de rupture unilatérale du contrat par l'une des parties, l'exception d'inexécution (C. civ., art. 1219) apparaît comme un moyen de défense pertinent et très efficace (et ce d'autant plus que l'exception d'inexécution peut être opposée sans mise en demeure et sans intervention préalable du juge, qui en contrôle néanmoins a posteriori, en cas de contestation, le bien-fondé) ; il reste donc ce moyen de défense à l'acquéreur en cas de manquement du vendeur à ses obligations au titre du protocole de cession (à moins que l'acquéreur n'y ait renoncé contractuellement, ce qui est envisageable mais sans doute pas à préconiser). Il convient encore de relever l'effet coupe-rete de la caducité contractuelle résultant de la non-réalisation des opérations préalables au closing visées par le protocole de cession, qui est également une protection de l'acquéreur et un point d'attention pour le vendeur dans d'autres cessions d'entreprises comportant de telles stipulations et une référence à des opérations préalables incombant au vendeur (carve out par exemple). Enfin, la qualité de la motivation du jugement du Tribunal des affaires économiques contribue à l'attractivité de la place de Paris, en termes de célérité et de sécurité juridique, en tranchant dans un délai très raisonnable (moins de trois ans pour une affaire très complexe avec des enjeux hors norme), un litige de place en développant une motivation très solide et didactique.

## Chroniques d'Actualité

### Arrêt Vivendi : entre confirmations, précisions et interrogations

**Cour d'appel de Paris, 22 avril 2025, n°24/19036**

***L'arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris le 22 avril 2025 dans le cadre d'un recours contestant la scission de Vivendi en quatre entités est d'une grande importance pour les praticiens du droit financier et du droit des sociétés. Il prend position sur les pouvoirs et les devoirs de l'AMF dans le cadre de l'appréciation d'une scission au regard des dispositions de l'article 236-6 du RG AMF concernant l'offre publique de retrait obligatoire (« OPRO ») et sur la caractérisation de la notion de contrôle de fait, au sens de l'article L.233-3, I, alinéa 3, du Code de commerce. La situation originale créée par l'arrêt, intervenant après la réalisation de la scission, suscite des interrogations et invite à réfléchir à l'instauration de nouveaux mécanismes spécifiques sur l'appréciation du contrôle et la suspension d'une opération en cas de contestation.***



L'arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris le 22 avril 2025 (l'« **Arrêt** »), statuant sur le recours formé par un actionnaire minoritaire contre la décision de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** ») écartant l'application de l'article 236-6 du Règlement général de l'AMF au sujet de la scission de Vivendi, a retenu à juste titre

l'attention de la grande presse. Celle-ci a souligné qu'il s'agissait d'un arrêt historique tant il est rare que la Cour d'appel de Paris remette en cause en matière d'offre publique d'acquisition les décisions du régulateur boursier qu'est l'AMF. A cet égard, l'Arrêt est d'autant plus original qu'il ne désavoue pas seulement l'analyse de l'AMF mais sanctionne l'absence de toute motivation de la décision de son Collège l'ayant conduit à considérer que Bolloré SE ne contrôle pas Vivendi pour exclure l'application de l'article 236-6 du RG AMF à la scission de cette société, qui était sollicitée par un actionnaire très minoritaire (fonds d'investissement CIAM). Au titre des éléments de contexte, il convient de relever qu'après la décision du Collège de l'AMF du 13 novembre 2024, la scission de Vivendi en quatre entités a été très largement approuvée par l'Assemblée Générale de ses actionnaires (à plus de 97,5 %) qui s'est tenue le 9 décembre 2024 et a été effectivement réalisée.

Les apports de l'Arrêt, très longuement et remarquablement motivé (38 pages et 212 paragraphes), sont d'inégale importance ; ils ne peuvent guère susciter de critiques sur certains points mais peuvent sans doute davantage prêter à discussion sur d'autres, et en particulier sur la caractérisation du *contrôle de fait* (article L.233-3, I, alinéa 3 du Code de commerce) qui serait exercé par Vincent Bolloré et Bolloré SE sur Vivendi. Dans le cadre de cette brève analyse de l'Arrêt, seules seront présentées les conditions d'application de l'OPRO prévues par l'article 236-6 du RG AMF (I) et la reconnaissance du contrôle de fait sur Vivendi (II).

**I. S'agissant des conditions d'application de l'article 236-6 du RG AMF**, l'Arrêt précise (pt. 47) que la mise en œuvre d'une OPRO en cas de décision de principe de l'actionnaire de contrôle d'une société cotée consistant à modifier de manière significative son environnement juridique ou financier ne peut être imposée par une décision du Collège de l'AMF que si

trois conditions cumulatives sont réunies, à savoir : (i) l'existence d'un actionnaire de contrôle au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, (ii) une proposition ou une décision de principe de l'actionnaire de contrôle consistant à modifier de manière significative l'environnement juridique ou financier de la société contrôlée (comme une modification substantielle des statuts ou une opération de restructuration, telle une scission), et enfin (iii) une atteinte substantielle de l'opération projetée aux droits ou aux intérêts des actionnaires. La caractérisation d'un contrôle, de droit ou de fait, au regard des dispositions de l'article L.233-3 du Code de commerce (et non d'un autre texte), est donc la première de ces conditions, à défaut de laquelle l'application de l'article 236-6 du RG AMF ne peut qu'être écartée. La caractérisation d'un contrôle est donc une *condition préalable*, déterminante de l'applicabilité du texte. Aussi s'agit-il d'un point cardinal, soumis à l'appréciation du régulateur boursier, qui peut faire ou non l'objet d'une contestation selon que l'existence d'un actionnaire de contrôle est reconnue, ou non (comme c'est le cas en l'espèce, Vincent Bolloré et Bolloré SE contestant l'existence d'un contrôle exercé sur Vivendi, qui est allégué par le fonds d'investissement CIAM, actionnaire très minoritaire de cette dernière société). Pour le dire autrement, l'AMF ne peut apprécier l'opération en cause sous l'angle de son atteinte éventuelle aux droits ou aux intérêts des actionnaires que si l'existence d'un actionnaire de contrôle est préalablement établie.

Il est remarquable que la Cour d'appel envisage que la question de la caractérisation du contrôle puisse être posée au sujet d'une proposition ou d'une opération projetée, soit en amont d'une décision de principe de l'éventuel actionnaire majoritaire, si son existence est établie. C'est dire que l'AMF pourrait être saisie de la question de la caractérisation du contrôle et se prononcer sur ce point au vu

d'un projet, avant que le principe de la réalisation de l'opération soit arrêté et que se pose la question de l'appréciation de son impact sur les droits et intérêts des actionnaires. En l'occurrence, l'AMF avait précisément considéré dans sa décision du 13 novembre 2024 que cette question ne pouvait pas se poser en l'absence de contrôle exercé par le groupe Bolloré sur Vivendi mais sans motiver son analyse et sa conclusion sur ce point essentiel, alors même qu'elles avaient un caractère décisionnel. Aussi la Cour d'appel de Paris a-t-elle annulé la décision du régulateur (en rappelant l'exigence d'une motivation minimale des décisions de portée individuelle prises en matière d'offre publique d'acquisition) sur l'absence de contrôle et de mise en œuvre d'une OPRO avant de substituer, par le jeu de l'effet dévolutif du recours, sa propre décision.

**II. Quant à la caractérisation par la Cour d'un contrôle de fait exercé sur Vivendi au sens de l'article L.233-3, I, alinéa 1 du Code de commerce**, il s'agit de la partie essentielle de l'Arrêt (16 pages et 85 paragraphes) et celle qui suscitera sans doute le plus de commentaires. Plus précisément, la question était ici de savoir si l'existence d'un contrôle exercé par le groupe Bolloré sur Vivendi pouvait être retenue en application des dispositions de l'article L.233-3, I, alinéas 3 et 4 du Code de commerce qui visent respectivement le cas où une personne « *détermine en fait par les droits de vote dont elle dispose les décisions dans les Assemblées Générales de cette société* » et le cas où une personne « *est associée ou actionnaire de cette société et dispose du pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de cette société* ». A cet égard, la Cour écarte non seulement l'appréciation du régulateur mais aussi l'avis du ministère public qui adhérait à l'absence de contrôle exercé par le groupe Bolloré sur Vivendi. Devant la cour, l'AMF mettait

l'accent sur les décisions adoptées en AGO (et en particulier sur les décisions relatives à l'approbation des comptes sociaux et consolidés, l'affectation du résultat et la distribution du dividende), au regard des quorums atteints et des pourcentages de vote « contre ». Elle déduisait de cet examen que le groupe Bolloré n'avait pas déterminé en fait, par les droits de vote dont il disposait, toutes les décisions dans les Assemblées Générales de Vivendi réunies au cours des trois dernières années. De son côté, le ministère public estimait qu'au regard du poids non majoritaire du groupe Bolloré dans sa participation aux dix dernières Assemblées Générales de Vivendi, les critères du contrôle de fait prévus par le Code de commerce n'étaient pas satisfaits.

Les critères du contrôle de fait n'ayant jamais été posés clairement par la jurisprudence, ni par la doctrine (qui le présente en résumé comme la possibilité pour un actionnaire de faire prévaloir son point de vue dans les Assemblées Générales), la Cour d'appel de Paris pouvait en retenir une conception étroite, au regard de la majorité des droits de vote exercés en Assemblée Générale, ou une conception plus souple et plus large permettant de le caractériser même en l'absence d'une telle majorité. C'est cette approche que la Cour adopte, après une analyse approfondie de la rédaction d'ensemble de l'article L.233-3 du Code de commerce (et des différents cas de contrôle) et des travaux préparatoires de la loi du 12 juillet 1985 dont sont issues les dispositions en jeu.

La Cour relève (pt. 175) que la volonté du législateur n'a pas été de retenir un critère unique fondé sur le nombre de voix exprimées en Assemblée Générale mais « une combinaison de critères ». Elle en conclut (pt. 182) qu'il « convient de prendre en compte les droits de vote exercés dans les AG, ainsi qu'un ensemble de circonstances, telles que, notamment, la qualité de principal actionnaire de celui dont le

contrôle est allégué, son éventuelle position stratégique au sein de l'AG, la notoriété dont il est susceptible de bénéficier et l'éventuelle dispersion des titres dans le public ».



Appliquant ces critères au poids du groupe Bolloré au sein de Vivendi, la Cour relève (pts. 183-201) sa position de principal actionnaire (et d'unique actionnaire industriel) de Vivendi, la dispersion du capital et les fonctions exercées successivement par Vincent Bolloré puis par ses fils dans la gouvernance de la société et leur autorité particulière en Assemblée Générale. Elle souligne (pt. 202) que la participation du groupe Bolloré s'élevait depuis 2017 à 33,33 % des voix, soit une minorité de blocage, en Assemblée Générale Extraordinaire et (pt. 203) « surtout, eu égard au niveau de participation des autres actionnaires, que le pourcentage des voix représentées par le groupe Bolloré s'élevait, depuis 2017, en moyenne, à 43,39 % (hors AG du 9 décembre 2024), de sorte que l'écart moyen avec la majorité requise en AGO (50 %) n'était que de 6,61 % ». Enfin, la Cour relève encore (pt. 204) que lors des six Assemblées Générales mixtes ayant eu lieu depuis 2020 (à l'exclusion là encore de celle du 9 décembre 2024 se prononçant sur la scission de Vivendi), « toutes les résolutions en faveur desquelles le groupe Bolloré a exprimé un vote favorable ont été appliquées ». La Cour en conclut (pt. 205) qu'il ressort de « l'ensemble de ces circonstances... que M. Vincent Bolloré, qui contrôle le groupe Bolloré, a déterminé en fait par les droits de vote dont il disposait,

*les décisions dans les AG de Vivendi* ». Elle retient en conséquence l'existence d'un contrôle de fait au sens de l'article L.233-3, I, alinéa 3 du Code de commerce, sans qu'il soit nécessaire de se prononcer en outre sur un contrôle (prévu par l'article L.233-3, I, alinéa 4 du Code de commerce) tenant au pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de la société. Cette appréciation du contrôle par la Cour d'appel pourrait être critiquée dans le cadre d'un pourvoi en cassation contre l'Arrêt même si la caractérisation du contrôle de fait repose nécessairement sur une analyse...très factuelle.



Sans le dire expressément, la Cour ne semble pas indifférente aux autres cas de contrôle prévus par l'article L.233-3 du Code de commerce pour caractériser en l'espèce le contrôle de fait, en prenant appui sur un faisceau d'éléments convergents de son point de vue: la qualité de principal actionnaire, disposant de plus de 40 % des voix exprimées en Assemblée Générale, les fonctions de gouvernance exercées, une autorité au sein des Assemblées Générales et une adoption des résolutions pour lesquelles le groupe Bolloré a exprimé un vote favorable. Mais en l'absence d'une majorité des voix en Assemblée Générale, il n'est pas sûr que ces éléments permettent d'établir de manière incontestable un véritable pouvoir de décision déterminant dans les Assemblées Générales, qu'une simple minorité de blocage en AGE et moins de

44 % des voix exprimées en AGO ne suffisent pas à démontrer. Constaté qu'un actionnaire dispose de plus de 40 % des voix exprimées et que les résolutions en faveur desquelles il vote sont adoptées ne permet de caractériser le pouvoir d'imposer sa volonté.

Autre point notable, la Cour semble omettre de préciser à partir de quel moment le contrôle qu'elle caractérise serait intervenu. Les motifs précités se limitent sur ce point à diverses références à une période s'étalant entre les années 2017 et 2024, au cours de laquelle il est notamment relevé que « *M. Vincent Bolloré bénéficiait d'une indéniable notoriété de par son parcours d'entrepreneur* », que « *pendant plusieurs années, avant que son fils aîné M. Yannick Bolloré ne lui succède en avril 2018, M. Vincent Bolloré a présidé les AG. Il a ensuite été censeur du conseil de surveillance jusqu'en avril 2023 et conseiller du président du directoire* » ou encore que « *Sa qualité de président des AG pendant plusieurs années, en tant que président du conseil de surveillance, associée à celle de principal actionnaire et de seul actionnaire industriel, lui a conféré, de manière durable, une autorité particulière en AG, notamment, lors de la nomination en AGO des nouveaux membres du conseil de surveillance* ». Citant successivement les notes des 27 septembre et 5 juillet 2024, adressées par Vivendi aux services de l'AMF, les juges du fond en déduisent l'existence d'une minorité de blocage en AGE résultant du pourcentage de la participation détenue, lequel ne présentait qu'un écart moyen de 6,61% avec la majorité requise en AGO. L'absence de datation du moment précis auquel le contrôle s'est manifesté ajoute en définitive à l'incertitude relevée à propos de l'absence de caractérisation précise d'un véritable pouvoir de décision déterminant dans les Assemblées Générales, entendu comme le pouvoir de déterminer, seul, les décisions des Assemblées Générales.

Même si certains seuils sont pris en considération (et devront être retenus par les praticiens dans la perspectives d'autres affaires), l'approche souple du contrôle de fait retenue par la Cour, en écartant une conception simple et mathématique fondée sur la majorité des droits exprimés, privilégie une forme d'impressionnisme qui n'est pas à l'abri de la critique sous l'angle de la sécurité juridique. En l'état, il est certes clair que le contrôle de fait ne peut pas être contesté lorsqu'un actionnaire dispose, dans la durée, de la majorité des droits de vote dans les Assemblées Générales et a ainsi le pouvoir de faire adopter les décisions essentielles (approbation des comptes, affectation du résultat et distribution du dividende notamment).

Le contrôle de fait peut cependant être également retenu en dessous du seuil de la majorité des droits de vote dans les assemblées, au vu des « circonstances », en présence d'un faisceau d'indices tirés de seuils quantitatifs et d'autres éléments (et en particulier la désignation et le fonctionnement de la gouvernance) de nature à caractériser un véritable pouvoir d'imposer son point de vue en Assemblée Générale. Cela étant, en l'espèce, la reconnaissance du contrôle de fait exercé par le groupe Bolloré sur Vivendi ne suffit pas en soi à déclencher l'OPRO.

La Cour prend soin de souligner qu'il ne lui appartient pas de se prononcer sur le point de savoir si l'opération de scission en cause relève du champ d'application *ratione materiae* de l'article 236-6 du RG AMF, ni sur la mise en œuvre d'une OPRO au regard des conséquences de l'opération sous l'angle des intérêts des actionnaires minoritaires. Ces deux questions relèvent du pouvoir d'appréciation du Collège de l'AMF qui devra donc les examiner, en sachant que sa décision pourrait à nouveau faire l'objet d'un recours devant la Cour d'appel de Paris. L'affaire n'est donc pas terminée. La scission de Vivendi ayant été approuvée par plus de

97,5 % de ses actionnaires lors de l'Assemblée Générale du 9 décembre 2024 (et par 95,7 % de votes positifs en retirant les voix du groupe Bolloré) puis réalisée, l'AMF pourrait hésiter à imposer dans ce contexte une OPRO dont le principe et la mise en œuvre pourraient se heurter à de sérieuses difficultés alors que le fonds d'investissement ayant fait constater le contrôle de fait exercé sur Vivendi semble raisonner de son côté en termes de compensation financière à verser aux actionnaires. La situation étonnante créée par l'Arrêt, laissant planer un risque d'OPRO après la réalisation de la scission, devrait inciter à mettre en place des mécanismes de décision spécifique sur le contrôle dans ce domaine et de suspension de la réalisation de l'opération en cas de contestation et de recours contre la décision du régulateur.

Nota Bene : A noter que la société Vivendi a annoncé avoir formé un pourvoi en cassation contre l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 22 avril 2025, 24/19036 : <https://www.vivendi.com/communiqué/vivendi-se-pourvoit-en-cassation-a-lencontre-de-larret-de-la-cour-dappel-de-paris/>

## From other offices



30 June 2025

### Private Equity – Preferred Shares: A variety of uses and terms

Preferred shares, or preference shares, are a common feature of a variety of private equity transactions, including buy-outs and direct equity investments, as an alternative to debt financing as well as being a fund financing instrument.

Preferred shares are a flexible tool which can achieve a variety of commercial objectives and be used to solve a number of deal issues. This article explores the different functions and features of preferred shares, and how they can be used most effectively.

#### **Overview**

Although preferred shares are used across a number of private equity and other investment transaction structures, the terms of preferred shares can be materially different dependent on the relevant transaction objectives, the jurisdiction of the transaction, and the deal issues which are being addressed. Preferred shares can be contrasted with ordinary or common shares, which generally participate equally amongst themselves for dividends, voting, returns of capital and on a winding up, although they can have different classes and priorities amongst themselves. Preferred shares provide for rights of priority as regards capital and/or income, redemption, conversion rights,

and because of their preferred nature, other bespoke investor protection rights, including e.g. governance and information rights. Since preferred shares can come with no voting rights, they are also used as a popular instrument where investors or employees remain passive investors enjoying their economic participation rights but the management of the investment vehicle and its decisions vests in a different person(s). Given the flexible nature of a preferred share, preferred shares can also be an option when investing into a foreign ownership restricted industry (depending on the exact nature of the restriction in that jurisdiction).

Although preferred shares can be highly bespoke, their functions and terms are dependent to a large extent on the type of transaction in which they are used.

#### ***Buy-out transactions***

##### *Function of preferred shares*

Preferred shares are commonly used in the capital structure of private equity buy-out vehicles. The fixed return profile of the preferred shares, which are senior to the ordinary shares, provide downside protection for the PE sponsor and set a return hurdle ahead of any management upside participation through their management ordinary shares.

Preferred shares have become a more frequently used alternative to loan notes in UK buy-out structures since the introduction of limits on the tax deductibility of interest payments on loans. Using preferred shares will also increase the statutory share capital of the relevant company when compared with the use of loan notes.

Preferred shares can also be used to provide further “equity” financing, such as for bolt-ons or capex, without further dilution to management’s ordinary equity.

##### *Terms of preferred shares*

Preferred shares used in buy-out structures usually have a fixed redemption date within approximately 5-7 years of issue (aligned with

the exit horizon of the investment), are redeemable on an earlier exit or on certain events of default occurring, and accrue a fixed cumulative dividend on their issue price, which rolls up and is usually not paid until the final redemption date of the shares similar to a payment-in-kind (PIK) note. The preferred shares do not share in the profits of the company over and above their fixed return and have no voting rights. On a redemption, return of capital or winding up, the subscription price and arrears on the preferred shares must be repaid before ordinary and other junior shares participate in the assets of the company after payment of its liabilities, and on an exit the same waterfall is typically applied. In the US, it is less common for preferred shares used in buy-out transactions to have a fixed redemption date (given that the PE sponsor ultimately controls the timing for an exit), and often times preferred shares will also incorporate the economics of common equity in a single security.

If other shareholders hold preferred shares alongside the PE sponsor, it would be prudent to ensure that, if the PE sponsor agrees to partially write-off the preferred shares in preparation of an exit, the other shareholders participating on a pari passu basis can be required to do the same. In other words, preferred shares held by other shareholders and the amounts accrued thereon should not be a barrier to exit, in case the value of the issuer on exit does not exceed the accrued value of the preferred shares. This principle should be mirrored in the drag-along rights, such that minority sellers can be required to sell their preferred shares below par value, provided that they are not treated disproportionately when compared to the sponsor. In certain situations, it is becoming more common for preferred shares held by the PE sponsor to rank senior to preferred shares held by minority rollover investors (with such investors receiving a catch-up that results in pari passu treatment once the PE sponsor has received its preferred return).



### ***Venture capital, high growth equity investments (growth equity) and other minority investments***

#### *Function of preferred shares*

As part of funding rounds of venture and other high growth companies, preferred shares are typically used to grant favourable rights to the investors participating in the latest equity financing round, ahead of, or ranking pari passu with, earlier series of preferred shares that were issued as part of the previous funding rounds, and ahead of existing investors holding ordinary shares. Each class of preferred shares is typically identified by reference to the relevant financing round, e.g. Series A Preferred, Series B Preferred, etc.

For other minority equity investments, they can be used to achieve various commercial objectives, or solve commercial issues like differences in valuation, protection against downside risks, a clear route to liquidity, certain governance issues (including through enhanced or reduced voting rights to give preferred investors less or more control), for the purposes of meeting specific funding needs, such as projects or M&A, to provide a guaranteed income stream for investors or to bolster a company's equity balance sheet, e.g. for regulatory capital, credit ratings or to address financial difficulties.

#### *Terms of preferred shares*

Through their preferred shares, new investors in minority investments are often provided with a liquidation preference ranking ahead of certain investors, founders or other major shareholders, such that on a liquidation, winding up of, or an

exit event involving the issuer, the new investors will be paid back their invested capital (with or without a premium) by way of priority. Aside from those preferential rights, preferred shares used in minority investments are more equity-like than debt-like in nature, such that they share in the profits of the company alongside the ordinary shares. This equity-like nature of preferred shares is often reflected in the availability of a conversion feature pursuant to which the preferred shares convert into ordinary shares on the occurrence of liquidity events such as an IPO or sale or, alternatively, at the election of the holder thereof. Conversion typically happens in a one preferred share for one ordinary share ratio, subject to certain mechanical adjustments for corporate actions, although the share conversion ratio can also be subject to adjustment in case of valuation issues. Preferred shares issued as part of a minority equity investment typically have anti-dilution protection such that the new investors are compensated for in future funding rounds at a lower valuation than that based on which they invested (a so-called downround) based on a pre-agreed ratchet calculation. Anti-dilution can be implemented through the issue of bonus shares to the new investors, or by way of an adjustment to the ratio in which their preferred shares convert into ordinary shares.

Minority investments through preferred shares may also have certain debt-like features, for example where the preferred shares have a fixed cumulative dividend as well as a profit participation after accrual of the fixed dividend. They may have a redemption feature at the election of the investor after an agreed exit horizon or on the occurrence of specified events. For investors, it will be important to agree call protection so that their preferred shares cannot be redeemed without their consent, in order to preserve any equity upside above their fixed return rights. In addition, investors often seek to negotiate governance rights akin to a mix of equity reserved matters and debt covenants, which may blur the lines between a minority equity investment and fixed return preferred

shares financing (often provided by alternative lenders, see further below).

The extent of the rights of investors typically depends on the number of investors already in the capital structure, the size of their shareholding, any immediate cash requirements of the issuer and the availability of other funding sources. There are also circumstances where strategic investors who are expected to have a positive effect on the growth of the business going forward receive preferential governance rights, compared with what would have been expected based on their investment amount or percentage stake. The investment documentation for venture, high growth investment deals is typically based on the models of the British Venture Capital Association (BVCA) or the U.S. based National Venture Capital Association (NVCA) or the Singapore Venture Capital Investment Model Agreements and have a degree of standardisation and market practice. Larger minority transactions are typically more bespoke.



## ***Preferred shares financing as an alternative to debt finance***

### *Function of preferred shares*

Where companies, both sponsor and founder-owned, require financial resources in addition to senior or mezzanine financing, preferred shares can be a flexible solution. Third-party preferred shares financing can be contrasted with mezzanine or junior debt on the one hand, and common shares on the other hand. The most common providers of such forms of preferred shares financing are alternative lenders.

### *Terms of preferred shares*

Contrary to loan financing, the terms of preferred shares financing can be more bespoke and will depend on the circumstances of the issuer and the risk profile of the funding. The proceeds can, amongst other applications, be used to fund a dividend to existing shareholders, to finance bolt-ons or capex or to bolster cash resources and pay off existing debt.

The basic terms of third-party preferred shares financing include a fixed cumulative dividend on the issue price of the shares and a fixed maturity date and events of default upon which the shares must be redeemed. The benefit of preferred shares financing for issuers is that the dividend typically is PIK such that the issuer does not have to service the coupon accruing on the shares in whole or in part in cash, which may not be the case for other forms of financing.

Another advantage of preferred shares financing is that the shares may receive equity treatment from regulators or rating agencies in full or in part, which is beneficial from a regulatory capital perspective or for other fundraising efforts of the issuer (such as in relation to senior financing or bonds). From an accounting perspective however, the fixed-term redemption feature may result in the shares being treated as debt. The preferred shares usually have call protection, such that they cannot be redeemed prior to the maturity date at the election of the issuer without the consent of the financing provider. Where redemptions prior to maturity are permitted or required, there is often a make-whole redemption premium which needs to be paid by the issuer. On the other hand, if the instrument is not redeemed within a pre-agreed number of years, the coupon on the preferred shares often increases on a yearly basis to incentivise refinancing. There can also be a feature which triggers the requirement to satisfy accrued dividends in whole or in part in cash. These tools are meant to put pressure on the company to redeem the preferred shares as soon as possible. These features may also trigger in case of material breaches of documentation governing the preferred shares. It is also a popular

alternative to debt funding because in certain jurisdictions and subject to certain conditions, preferred shares could enjoy a different tax treatment on returns of capital (capital gains) compared to a return on debt (income tax) or the withholding tax on dividends could differ from the withholding tax on interest.

The preferred shares typically have no equity participation rights, conversion rights or voting rights, as you would see in minority equity transactions. Although the preferred shares themselves have no equity participation rights, they can be accompanied by equity sweeteners in the form of ordinary shares or warrants. Any such accompanying equity instruments will likely complicate the financing transaction, as the financing provider will have dual capacities as holder of preferred shares and the holder of ordinary shares or warrants. In that case, further thought will need to be given to the impact of future dilution on the ordinary equity held by the financing provider, exit terms, governance and the relationships between the ordinary shareholders going forward.

The more bespoke elements of the preferred shares concern the positive and negative covenants or reserved matters for the benefit of the financing provider, as well as remedies for non-compliance and default. The extent of the agreed covenants, including information rights, will depend on the respective negotiation positions of the issuer and the financing provider, but are often more extensive than attach to preferred shares in minority equity investments.



The parties will need to strike a balance between the rights that lenders would typically receive when compared to those of minority shareholders.

### ***Preferred equity in Secondary transactions***

#### *Function of preferred shares*

In secondary transactions, preferred equity can be used as a liquidity solution, as an alternative to other transactions such as the sale of fund interests by individual underlying investors, full or partial sell-downs at the initiative of the sponsor to another vehicle controlled by the same sponsor (GP-leds) and NAV financings. Proceeds can be used to provide liquidity to underlying investors, or for the purposes of financing bolt-ons, capex or other funding needs of the assets.

#### *Terms of preferred shares*

The preferred equity provider will typically acquire preferred shares in a new SPV holding vehicle below the sponsor fund, which can give the provider exposure to one or more assets of the sponsor fund. The provider will be entitled to receive a share of returns of the relevant assets until the principal plus coupon has been repaid, subject to any further equity participation rights.

Contrary to preferred shares as alternative form of financing at company level which is often provided by alternative lenders such as debt funds, preferred equity as part of a secondary transaction is also provided by secondary funds and specialist fund finance providers. However, the terms, covenants and points of contention of the instrument itself can be quite similar as between asset level financing and secondary financing.

#### ***Limitations of preferred shares***

Investors in preferred shares need to be conscious of the fact that, whilst the terms can be debt-like, from a corporate law perspective they are still part of the share capital and subject to capital maintenance rules in the relevant jurisdiction. This means that generally dividends, redemption payments and other

returns of capital will require distributable reserves or other corporate capacity of the issuer in order to be paid, in addition to having sufficient cash resources. Depending on the jurisdiction of incorporation of the issuer, payments on preferred shares may, in addition to distributable reserves, require solvency tests as well as minimum net asset requirements. These maintenance of capital factors significantly complicate enforcement of claims in respect of preferred shares, when compared to credit instruments, but potentially also refinancing. Some jurisdictions are more stringent than others when it comes to capital maintenance, so it is worthwhile considering the jurisdiction of the issuer, if there is flexibility, subject to tax requirements.

By their nature preferred shares are unsecured and subordinated to all debts of the issuer. Generally, preferred shares are also structurally subordinated, with any debt financing sitting at a level below the issuer in the group structure. Finally, payments out of capital by a company can require shareholder and/or court approval, so it is prudent to obtain contractual commitments from other shareholders of the issuer to cooperate with any payments on the preferred shares.



#### ***Tax considerations of preferred shares***

When rules were introduced introducing limitations on the deductibility of interest payments, the attractiveness of loan notes in private equity transactions reduced. Since UK withholding tax applies on the payment of interest, loan notes create (i) tax leakage on payments of interest to investors who are not

eligible for treaty relief or (ii) additional costs and regulatory burden if the loan notes are listed to mitigate withholding tax. If the company is not able to deduct all its interest costs from its corporation tax liability, these additional costs might outweigh the benefits.

This has increased the use of preferred shares in private equity transactions since no UK withholding tax applies on the payment of dividends to the holders of the preferred shares. A disadvantage of preferred shares is that stamp duty will apply on the transfer of the preferred shares on a future exit (although this is generally paid by the buyer).

Given the debt-like features of the preferred shares, consideration should be given to how dividends will be taxed in the hands of the investors in their jurisdiction of residence (i.e. as equity or debt) and whether any mismatches under any applicable anti-hybrid mismatches might arise. For UK shareholders, preference shares that are redeemable and non-participating or fixed rate might be taxed as loan relationships if there is a tax avoidance motive.

The tax considerations describe above assume that the issuing company is a UK company. If preferred shares were issued by a non-UK company, dividend withholding tax might arise on the payment of the dividends. For example, in Luxembourg (a jurisdiction frequently seen in private equity structures), withholding tax would apply on the payment of dividends by a Luxembourg company.

### ***Next steps***

Preferred shares are by their nature bespoke instruments which can have a variety of terms depending on the type of transaction. Dealing with the complexity involved can require a multi-disciplinary team of lawyers to identify and mitigate issues and points of contention. At Hogan Lovells, our private equity, funds, growth equity, secondary transactions and acquisition finance teams regularly work on preferred shares transactions of all types.

# Chez Hogan Lovells

## Retour sur nos récents événements et conférences

### 22 mai 2025

Cocktail Next Gen. Les collaborateurs du cabinet Hogan Lovells à Paris ont eu le plaisir d'accueillir la nouvelle édition du cocktail Next Gen lors d'un cocktail dinatoire sur le rooftop



### 5 juin 2025

Petit-déjeuner débat « 100 Women in Fintech » à Paris, sur l'impact des technologies disruptives mondiales, modéré par Janine Hirt, PDG d'Innovate Finance. L'événement était animé par Sharon Lewis (associée, Marchés de Capitaux) avec la participation de Bryony Widdup (Associée du bureau de Londres en Marchés de Capitaux) et Ailsa Davies (Counsel, Banque-Finance).

### 11 juin 2025

Petit-déjeuner privé pour les banques françaises organisé à Barcelone pendant le Global ABS., animé par Sharon Lewis et Laura Asbati (associées, Marchés de Capitaux)

### 1<sup>er</sup> juillet 2025

Célébration des 35 ans du bureau parisien à l'Hôtel Salomon de Rothschild. Les associés et conseil de Hogan Lovells Paris ont eu le plaisir d'accueillir leurs clients pour une soirée mémorable afin de célébrer les 35 ans du bureau parisien. Cette soirée fut l'occasion de partager les réussites et de remercier chaleureusement les clients pour leur confiance et leur collaboration précieuse au fil des années.



### 7 et 8 juillet 2025

Dîner table-ronde et groupe de travail pour les membres de l'Anglo-French Dialogue (City of London et Paris Europlace) dont Sharon Lewis est co-Chair (Associée, Marchés de Capitaux).

\*\*\*

Alicante  
Amsterdam  
Baltimore  
Birmingham  
Boston  
Bruxelles  
Budapest\*  
Colorado Springs  
Denver  
Dubai  
Düsseldorf  
Francfort  
Hambourg  
Hanoi  
Hô-Chi-Minh Ville  
Hong Kong  
Houston  
Jakarta\*  
Johannesbourg  
Londres  
Los Angeles  
Louisville  
Luxembourg  
Madrid  
Mexico  
Miami  
Milan  
Minneapolis  
Monterrey  
Moscou  
Munich  
New York  
Oulan-Bator\*  
Paris  
Pékin  
Perth  
Philadelphie  
Riyad\*  
Rome  
San Francisco  
São Paulo  
Shanghai  
Shanghai FTZ\*  
Silicon Valley  
Singapour  
Sydney  
Tokyo  
Varsovie  
Virginie du Nord  
Washington, D.C.  
Zagreb\*

\*Nos bureaux associés

Centre de Service Juridique : Berlin

**[www.hoganlovells.com](http://www.hoganlovells.com)**

"Hogan Lovells" ou le "Cabinet" est un cabinet d'avocats international comprenant Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP et leurs affiliés.

Les termes "associé" ou "partner" désignent un membre ou un associé de Hogan Lovells International LLP, de Hogan Lovells US LLP ou de l'une leurs entités affiliées, ou un employé ou un consultant de statut équivalent. Certaines personnes, désignées comme associés ou partners, mais qui ne sont pas membres de Hogan Lovells International LLP, ne jouissent pas de qualifications professionnelles équivalentes à celles d'un membre.

Pour plus d'information sur Hogan Lovells, les associés et leurs qualifications, voir [www.hoganlovells.com](http://www.hoganlovells.com).

Lorsque des études de cas sont reprises, les résultats obtenus ne constituent pas une garantie de résultats similaires pour les autres clients.

©Hogan Lovells 2025. Tous droits réservés.