

L'affaire Casino / Rallye

Étude de cas

Sophie Vermeille

7 décembre 2025

L'auteure a représenté, en sa qualité d'avocate, certains vendeurs à découvert des sociétés Casino et Rallye en 2018.

Elle représente actuellement plusieurs actionnaires et obligataires dans le cadre d'un contentieux en cours devant le tribunal des activités économiques de Paris, portant sur la diffusion alléguée d'informations trompeuses entre 2013 et 2023 ainsi que sur de possibles manquements aux règles comptables relatives aux états financiers de 2022.

À ce jour, aucune décision de justice n'a été rendue. La société Casino et son ancien directeur général contestent l'ensemble des allégations formulées à leur encontre.



Table des matières

01

Présentation du groupe et faits marquants

Diapositive 3

02

Conflits d'intérêts de Naouri

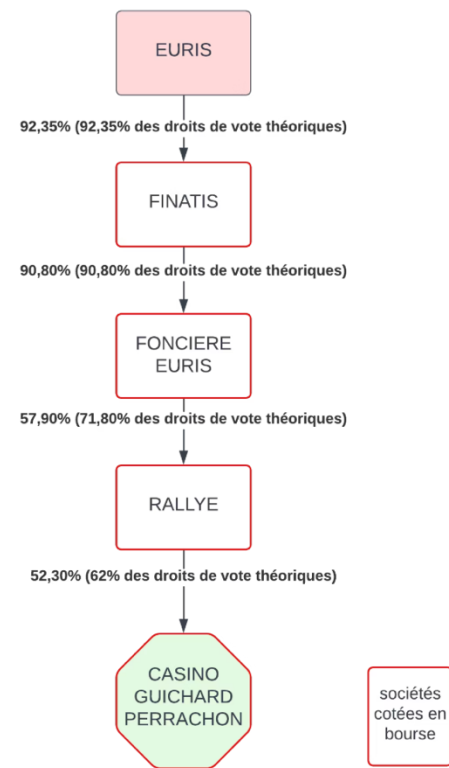
Diapositive 9

03

Accusations de diffusion d'informations trompeuses

Diapositive 15

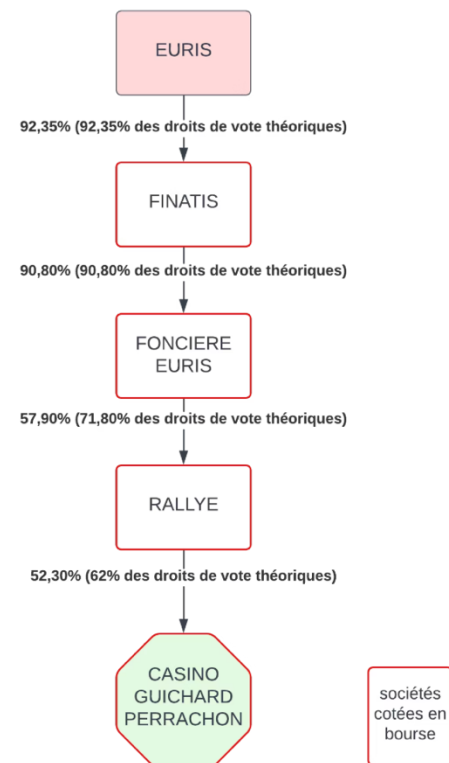
1. Présentation du groupe et faits marquants



1.1. Chronologie

- 1898 : Création du Groupe Casino
- 1991 : Acquisition de Rallye par Jean-Charles Naouri (ancien directeur de cabinet de l'ancien ministre français des finances) via sa holding financière Euris
- 1998 : Rachat à fort effet de levier de Casino par Rallye – l'investissement en capital de Naouri est minime (65K d'euros) – utilisation de la structure des "Poules Bretonnes", c'est-à-dire une pyramide d'entreprises incluant quatre sociétés cotées (comme les groupes Bolloré, LVMH et Pinault)
- 2005 : Jean-Charles Naouri devient PDG de Casino
- 2015 : Publication d'un rapport par un vendeur à découvert activiste (Muddy Water) – critiques à l'encontre de la communication financière du groupe et de sa structure juridique et financière complexe mal comprise par le marché
- 2018 : Nouvelles critiques dans la presse sur la structure du groupe et les difficultés à venir de Rallye à refinancer sa dette – niveau élevé de ventes à découvert (30% du flottant en août 2018)

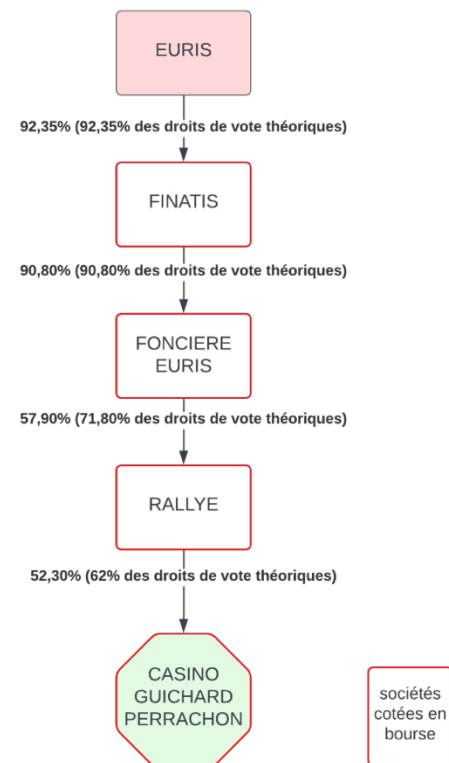
1. Présentation du groupe et faits marquants



1.1. Chronologie

- **2019** : Ouverture d'une procédure de sauvegarde par les quatre holdings principales suite à la baisse du cours de l'action Casino
- **2020** : Adoption d'un plan de sauvegarde imposant un terme de 10 ans aux obligataires de Rallye ! Alors que Naouri conserve le contrôle du groupe sans aucune injection de capitaux propres
- **2023** : Ouverture d'une procédure de conciliation au niveau de Casino puis ouverture d'une procédure de sauvegarde en 2024
- **2024** : Restructuration totale du bilan de la société, conversion forcée de la dette à hauteur de 5 milliards d'euros en actions, dilution totale des actionnaires, perte du contrôle de Jean-Charles Naouri
- **2025** : Procès devant le tribunal correctionnel pour manipulation de cours, en attente de jugement (prévu pour janvier 2026)

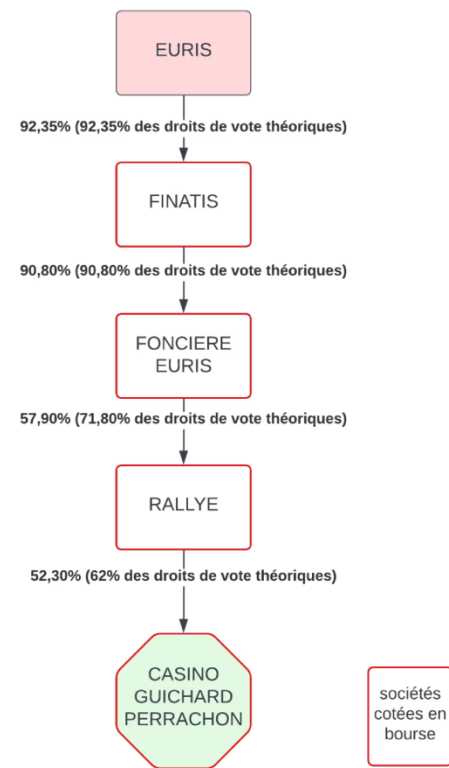
1. Présentation du groupe et faits marquants



1.2. Activités

- **Casino** : entreprise opérationnelle dans le secteur de la distribution, propriétaire des marques Géant, Casino, Monoprix, Franprix, Naturalia, Cdiscount (vente récente de Leader Price)
- Groupes de distribution confrontés à un marché en déclin ou à une rentabilité réduite
- Parts de marché de Casino en baisse continue (7,7% du secteur de la distribution française en 2021 ; 7,1% en 2022)
- **Rallye** : entreprise quasi purement financière (seules sources de rémunération : dividendes de Casino et intérêts financiers)
- **Autres holdings** : activités purement financières

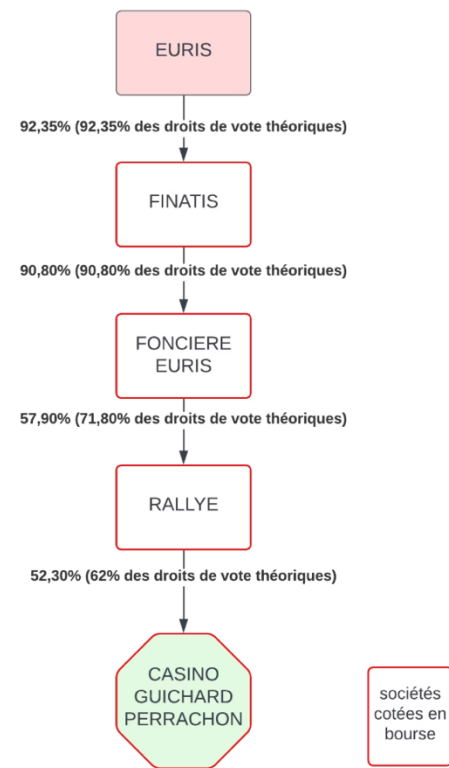
1. Présentation du groupe et faits marquants



1.3. Structure financière

- **Levier très élevé** : endettement substantiel de toutes les holdings nécessitant la distribution de dividendes importants par Casino pour rembourser la dette des holdings
- En 2019, avant l'ouverture des procédures de sauvegarde, Casino avait des **dettes** de **7,6 milliards d'euros**, Rallye **3,2 milliards d'euros** et les autres holdings un peu plus de 500 millions d'euros au total
- La **capitalisation boursière de Casino** était alors d'environ **3,6 milliards d'euros**
- Une fraction substantielle de la dette des holdings était entre autres **garantie par des nantissements sur les actions Casino** qu'elles détenaient, avec l'obligation de maintenir continuellement un ratio nantissement-prêt de 130 %
 - Toute baisse du cours de l'action Casino forçait les holdings à nantir davantage d'actions
 - Le non-respect de cette obligation constituait un événement de défaut

1. Présentation du groupe et faits marquants



1.4. Ouverture des procédures de sauvegarde des holdings mères en 2019

- En 2015, Muddy Waters révèle la structure d'endettement extrême du groupe dans un rapport, provoquant une chute de 20% du cours de l'action Casino, passant de 48,97 € la veille.
- En 2018, le cours de l'action chute à nouveau en réaction (i) au dépôt des états financiers 2018 et (ii) à un changement de notation S&P.
- En mai 2019, la chute continue du cours de l'action provoque le défaut croisé de toutes les holdings, y compris Rallye, qui affichait 3,1 milliards d'euros de dettes mais 95 millions d'euros de trésorerie au 23 mai 2019.
- Des **procédures de sauvegarde** sont ouvertes à l'encontre des holdings et d'autres sociétés du groupe (Rallye, Foncière Euris, Finatis, Euris, COBIVIA, HMB et Alpetrol) et les créanciers obligataires sont contraints par le Tribunal de commerce de Paris d'accepter un étalement de leur dette jusqu'à 10 ans (les tribunaux de commerce en France sont composés de juges non professionnels).

1. Groupe Casino – Principales Étapes de la Restructuration

25 mai 2023 : Ouverture des procédures de conciliation par Casino

Initiées devant le Tribunal de commerce de Paris pour faire face aux difficultés financières de Casino et rechercher un accord avec les créanciers.

1

2

5 octobre 2023 : Signature de l'accord de lock-up

Accord avec les principaux créanciers et investisseurs (EPGC, Fimalac, Attestor) pour la restructuration de la dette et la conversion en capital.

17 octobre 2023 : Nomination d'un expert indépendant

Expert désigné pour examiner l'équité et la mise en œuvre du plan de restructuration.

3

4

25 octobre 2023 : Ouverture des procédures de sauvegarde

Procédures judiciaires de sauvegarde formelles pour Casino et plusieurs filiales, suite à la conciliation.

Fin 2023 – 2024 : Approbation du plan de sauvegarde

Plan approuvé par le Tribunal de commerce de Paris, confirmant les conversions de dettes en capital et les nouveaux financements.

5

6

Mars 2024 : Achèvement de la restructuration du capital social

Les créances des créanciers sont converties en capital, EPGC, Fimalac et Attestor devenant les nouveaux actionnaires majoritaires.

Mi-2024 : Mise en place de la nouvelle gouvernance

Renouvellement du conseil d'administration ; Jean-Charles Naouri est parti, nouvelle direction alignée avec le consortium de restructuration.

7

2. Conflits d'intérêts de Naouri

2.1. Nature des conflits d'intérêts de Naouri

Jean-Charles Naouri était le PDG et indirectement l'actionnaire majoritaire de Casino via un empilement de holdings très endettées.

Lorsque toutes les **sociétés du groupe se portaient bien**, les actionnaires (Naouri inclus) étaient fortement incités à créer de la valeur pour l'entreprise en prenant des risques appropriés.

Lorsque **Casino va mal** et que la valeur de ses fonds propres tombe à zéro (en prévision), Naouri est incité à prendre des risques excessifs pour l'entreprise (incitation endogène à "jouer son va-tout" pour une résurrection) dans l'espoir de la réalisation d'un événement improbable rétablissant une valeur positive des fonds propres.

❏ Particularité du cas Casino : **les holdings de Naouri étaient insolvables depuis longtemps, mais Casino ne l'était pas jusqu'à 2023** ; ainsi, le conflit d'intérêts au niveau de Casino opposait l'actionnaire majoritaire aux actionnaires minoritaires, en plus des créanciers (incitation exogène à "jouer son va-tout" pour une résurrection).

Cela signifie que Naouri est incité à spolier Casino même si l'entreprise est solvable !

2. Conflits d'intérêts de Naouri

2.1. Nature des conflits d'intérêts de Naouri

Exemple de quitte ou double basé sur des incitations **endogènes** :

01

La valeur de l'entreprise est de 80, les créanciers ont droit à 100, la valeur des capitaux propres est donc de 0

02

Le Projet 1 est sans risque et maintient la valeur de l'entreprise à 80, tandis que le Projet 2 abaisse la valeur à 0 ou l'augmente à 110 avec une probabilité de $\frac{1}{2}$

03

Avec le Projet 2, la valeur attendue de l'entreprise est de $(110 + 0) / 2 = 55$, mais il procure aux actionnaires une attente de profit de $(110 - 100) / 2 = 5$ (contre 0 avec le Projet 1), le Projet 2 est donc destructeur de valeur ($55 < 80$)

04

Cependant, le Projet 2 sera entrepris par les actionnaires car il leur donne une chance de récupérer quelque chose (5 contre 0), contrairement au Projet 1

05

Ainsi, **en supposant que Casino soit insolvable**, le contrôle devrait être donné aux créanciers ; sinon, Naouri, qui reste aux commandes, aura toutes les incitations à s'engager dans des "gambles for resurrection" destructeurs de valeur

2. Conflit d'intérêts de Naouri

2.1. Nature du conflit d'intérêts de Naouri

Exemple de pari pour la résurrection basé sur des incitations ****exogènes**** :

01

La valeur de l'entreprise est de 200, les créanciers doivent 80, donc la valeur des capitaux propres est de 120

02

Le projet 1 est sans risque et maintient la valeur de l'entreprise à 200 (c'est-à-dire une valeur attendue de 200) tandis que le projet 2 soit réduit la valeur à 0, soit l'augmente à 250 avec une probabilité de $\frac{1}{2}$ (c'est-à-dire une valeur attendue de $(250 + 0) / 2 = 125$). Le projet 2 détruit de la valeur et est défavorable aux actionnaires de l'entreprise, toutes choses égales par ailleurs.

03

L'actionnaire majoritaire (50%) a besoin de 80 pour rembourser ses dettes personnelles ; en l'absence de remboursement intégral, il dépose le bilan.

04

Avec le projet 1, l'actionnaire majoritaire ne peut rembourser que $120 / 2 = 60$ (sa part de la valeur des capitaux propres) et dépose toujours le bilan ; avec le projet 2, il peut obtenir suffisamment d'argent pour rembourser ses dettes la moitié du temps : $(250 - 80) / 2 = 85 > 80$

05

L'actionnaire majoritaire décidera toujours en faveur du projet 2, destructeur de valeur.

06

Ainsi, ****même si Casino est solvable****, Naouri devrait perdre le contrôle de l'entreprise ****en raison de l'insolvabilité des holdings**** ; sinon, Naouri aura toutes les incitations à s'engager dans des paris pour la résurrection destructeurs de valeur.

2. Conflit d'intérêts de Naouri

2.2. Manifestation concrète du conflit d'intérêts de Naouri

Naouri était incité à s'engager dans des projets destructeurs de valeur et excessivement risqués pour rembourser ses dettes à tout prix, que Casino soit solvable ou non

Ses **dettes à chaque niveau de la pyramide étaient trop élevées pour être remboursées intégralement un jour**, même au prix de projets extrêmement risqués et la cession massive d'actifs

Cependant, Naouri cherchait clairement à **gagner du temps** en repoussant sa chute personnelle aussi longtemps que possible plutôt que de mener une stratégie alternative qui auraient bénéficié à toutes les autres parties prenantes et aurait été moins destructrice de valeur pour Casino

Ainsi, Naouri a joué une stratégie de **"gamble for resurrection"** à **chaque date de coupon** : il a fait tout ce qu'il pouvait pour respecter ses échéances de paiement et éviter ainsi le défaut, même si cela signifiait détruire de la valeur pour obtenir des liquidités à court terme

2. Conflits d'intérêts de Naouri

2.2. Manifestation concrète des conflits d'intérêts de Naouri

Le pari perpétuel de Naouri pour la résurrection se traduisait principalement par des **ventes d'actifs**, un **refinancement usuraire** et des **versements de dividendes excessifs**

Ventes d'actifs et refinancement usuraire :

- Plan de cession d'actifs massif sur 5 ans pour 4,5 milliards d'euros de 2018 à 2023
- Vente d'un quart seulement de la participation de 40 % de Casino dans la société brésilienne cotée Assai (malgré cette vente qui brise la prime de contrôle de Casino et n'a aucune rationalité du point de vue de la continuité d'exploitation) pour obtenir rapidement des liquidités sans avoir à s'engager dans la vente plus longue de l'intégralité de la participation de contrôle
- Vente de la filiale GreenYellow avec un prêt-relais représentant un taux d'intérêt (non divulgué) d'environ ou supérieur à 10 % (selon les rumeurs) sur 18 jours pour une valeur nominale de 350 millions d'euros, soit un taux d'intérêt annualisé de 200 % (!)

2. Conflit d'intérêts de Naouri

2.2. Manifestation concrète des conflits d'intérêts de Naouri

Palements de dividendes excessifs :

98%

Chiffre d'affaires de Rallye provenant des dividendes de Casino

Au cours des dernières années, 98 % du chiffre d'affaires de Rallye était composé des paiements de dividendes de Casino

€3.12

Dividende annuel en 2019

En 2019, juste avant l'ouverture des procédures de sauvegarde de Rallye et d'autres sociétés du groupe, Casino a versé un dividende annuel de 3,12 € malgré un bénéfice net par action de 2,49 €

Casino a maintenu une politique de dividendes excessive au cours des dernières années, malgré les difficultés considérables rencontrées par l'entreprise

3. Accusations d'irrégularités comptables majeures

IFRS 5 — Périmètre LATAM

Non classé en "activité destinée à être cédée", bien que les critères soient remplis dès 2022 (cession hautement probable, actifs négociables). Le maintien de ce périmètre a entraîné une surévaluation du chiffre d'affaires, de l'EBITDA et du goodwill LATAM.

IAS 36 — Dépréciations du goodwill

Dépréciations insuffisantes du goodwill France ($\approx 4,5$ Md€), malgré des hypothèses irréalistes et une dégradation opérationnelle évidente. Les signaux d'alerte n'ont pas été pris en compte.

IAS 1 — Continuité d'exploitation

La continuité d'exploitation n'a pas été remise en cause, malgré un risque de défaut avéré dès 2022. L'absence d'avertissement a masqué la dépendance de la viabilité à des cessions urgentes.

Autres Anomalies

- Optimisation artificielle du besoin en fonds de roulement (BFR) en clôture.
- Sous-provisionnement délibéré de certains risques.

3. Accusations d'irrégularités comptables majeures

Ces irrégularités comptables ont eu un impact significatif, à la fois économique et informationnel, sur la perception de la santé financière du Groupe Casino.

1 Surévaluation massive du périmètre et des actifs

La non-application d'IFRS 5 a artificiellement gonflé le périmètre avec Assaí, Éxito et GPA, tandis que le goodwill a été maintenu sans dépréciation adéquate, surestimant les capitaux propres.

3 Perception biaisée du risque de solvabilité

L'absence d'alerte sur la continuité d'exploitation a masqué le risque de défaut imminent, retardant ainsi la prise de conscience des investisseurs face à la gravité de la situation.

2 Présentation faussée de la liquidité

L'optimisation du besoin en fonds de roulement (BFR) en fin d'année a conduit à une dette nette artificiellement réduite, projetant un narratif de "liquidité solide" qui était en réalité inexact.

4 Conséquence finale

L'ensemble de ces pratiques a permis de différer artificiellement l'apparition et l'ampleur de la crise financière réelle du groupe, au détriment de la transparence.

Références académiques

Coûts d'agence & gouvernance

Jensen & Meckling (1976) — Theory of the Firm ; Shleifer & Vishny (1997) — Survey of Corporate Governance.

Explique les dérives possibles lorsque les dirigeants sont faiblement contrôlés : sur-investissement, retards de dépréciation, décisions destructrices pour les actionnaires.

“Gambling for resurrection” / prise de risque en détresse

Jensen (1986) — Agency Costs of Free Cash Flow ; Kirti (ESRB, 2017) — When Gambling for Resurrection Is Too Risky.

Les entreprises en crise peuvent engager des stratégies très risquées pour éviter la défaillance, fondées sur des hypothèses irréalistes ou des paris extrêmes.

Endettement personnel & margin loans (share pledging)

Jiang et al. (2021) — Does Controlling Shareholder Pledging Increase Financial Risk? ; Kryzanowski et al. (2021) — Share Pledging and Corporate Misconduct.

L'actionnaire-dirigeant personnellement endetté a intérêt à retarder les mauvaises nouvelles, prendre plus de risque, et manipuler l'information pour éviter la perte de contrôle (risque de margin call).

Sophie Vermeille

Associée, Vermeille & Cosophie@vermeille-avocats.com