

Les opérations de *carve-out* dopées par la crise

Les parties prenantes aux opérations de *carve-out* disposent d'outils efficaces pour mener à bien ces opérations et sécuriser leurs intérêts

I. PROPOS LIMINAIRE

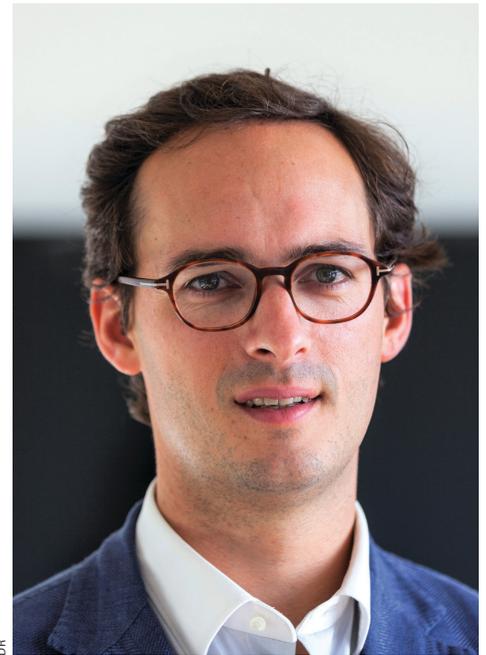
Au regard des conséquences de la crise liée au Covid-19, les acteurs économiques observent que le paysage des PME et ETI de certaines filières françaises devrait connaître une mutation à la faveur d'une stratégie de consolidation.

La filière aéronautique, par exemple, dont on annonce que trois années seront nécessaires pour retrouver le trafic de 2019, s'attend à des défaillances en cascade compte tenu de la baisse de cadence. Les industriels du secteur estiment que la crise va accélérer, à moyen terme, le développement d'une consolidation.

Le contexte particulier va aggraver la situation de divisions qui étaient déjà en difficulté. Il imposera aussi plus rapidement aux chefs d'entreprise et aux actionnaires une réflexion sur le sort à réserver aux actifs non stratégiques, le cas échéant sous-performants, pour se consacrer à la préservation des activités historiques/stratégiques. Au fond, l'hypothèse vise une entreprise se trouvant à la tête de différentes activités qui, en réalité, si elles étaient séparées seraient gérées de manière plus dynamique et efficiente.

Dès lors que la problématique est appréhendée suffisamment tôt, il apparaît que l'industriel sera confronté au choix soit de restructurer lui-même soit de céder l'activité à un tiers, via un «*spin-off*» ou «*carve-out*» dans une configuration *in bonis*.

Perçues comme des opérations délicates et complexes en ce qu'elles présentent des particularités étrangères aux opérations de



JEAN-CHARLES BARBAUD ET GUILLAUME RIVET
associé chez Redlink, associé chez Redlink
Nouvelle-Aquitaine

M&A classiques - risque de survenance d'un dépôt de bilan post-cession, risque de nullité de la vente opérée pendant la période suspecte, risque de responsabilité du cédant en cas notamment de faute de gestion, *process* et timing spécifiques, communication avec les salariés etc. - force est de constater que les parties prenantes aux opérations de *carve-out* disposent, aujourd'hui, d'un arsenal d'outils efficaces afin de mener à bien ces opérations et sécuriser leurs intérêts.

Le développement de stratégies de consolidation devrait donc être source d'opportunités dans les prochains mois avec un *momentum* dans un premier temps favorable aux industriels, avant que les sociétés sous LBO ayant passé le cap de la crise ne se mettent, elles-aussi, en quête de *build-ups*.

LA
TRANSACTION
peut être l'objet
d'un protocole
de conciliation
homologué par le
Tribunal, ce qui
est intéressant
tant pour le
cessionnaire que
le cédant

II – OUTILS AU SERVICE DES DISTRESSED CARVE-OUT

Les opérations de *distressed carve-out*, sous réserve qu'elles répondent à des critères de taille et d'enjeux substantiels, s'inscriront dans le triptyque suivant : anticiper, structurer et encadrer.

ANTICIPER

Le vendeur pourra mettre en place un *process* compétitif avec l'aide d'un conseil M&A. Pour ce faire, des travaux préparatoires (e.g. : Independent Business Review (IBR)) seront menés, avec l'appui d'experts, pour déterminer les paramètres clés business, financiers, stratégiques du périmètre. L'objectif est d'être à même d'apprécier et comparer les plans d'affaires élaborés par les candidats acquéreurs et *in fine* de définir avec l'acquéreur les modalités d'accompagnement par le vendeur de la cible dans le cadre de la transaction.

L'acquéreur conduira des due diligences pour comprendre les causes des difficultés de l'activité et construire son *Business Plan*. Il sollicitera souvent du vendeur un apport financier pour contribuer au financement des pertes, ce que le vendeur acceptera de consentir au regard des coûts qu'il aurait en tout état de cause dû engager pour restructurer l'actif (concept du prix négatif opéré via une capitalisation ou recapitalisation préalable) ainsi que le maintien de certains services pendant une période transitoire.

STRUCTURER

Le vendeur opérera un détournement de l'activité. Cession d'actifs/*business units* isolés, cession de fonds de commerce ou apport partiel d'actif soumis au régime juridique des scissions. Dans ce dernier cas, propice aux *share deal*, la société apporteuse transfère une partie de son patrimoine (actifs et/ou passifs) à une ou plusieurs sociétés existantes ou nouvelles et reçoit, en contrepartie des apports, des actions de la ou des sociétés bénéficiaires.

La question du prix négatif sera au cœur des discussions. Outre le montant de l'enveloppe, la préoccupation du vendeur consistera à obtenir des gages, pour un temps donné, sur la préservation des actifs et l'utilisation du cash, ce qui pourra donner lieu à la négociation de clauses de *ring-fencing* et *anti-leakage*. Si le contexte l'exige, la « tuyauterie » de la

libération des fonds pourra être opérée via une fiducie.

ENCADRER

Il faut s'attendre à ce que, de plus en plus, le *process* de *carve-out* intervienne dans le cadre d'un mandat ad hoc ou d'une conciliation. La procédure est confidentielle et à la main du dirigeant, qui propose au Président du Tribunal de Commerce le nom du professionnel à désigner. La

condition à respecter consiste à ne pas être en état de cessation des paiements (pour le mandat *ad hoc*), ou à tout le moins, s'agissant de la conciliation, de ne pas l'être depuis plus de quarante-cinq jours. La présence d'un mandataire *ad hoc* conciliateur s'avérera très utile pour orchestrer le *process*, fluidifier

les interactions entre les parties et, parfois, arbitrer entre des positions divergentes.

Enfin, la transaction pourra faire l'objet d'un protocole de conciliation homologué par le tribunal. L'intérêt sera double. Pour le cessionnaire, le risque de remise en cause de l'opération au titre des actes de la période suspecte se verra largement restreint (1). Pour le cédant, il s'agira de se constituer la preuve de ce que l'opération

relève d'une décision de bonne gestion, ce qui impliquera de démontrer au tribunal, condition de l'homologation de l'accord, la pérennité du projet. Ainsi, le niveau de pédagogie et d'information à apporter au tribunal devra être à la hauteur des enjeux poursuivis. Il n'est pas exclu de penser que le recours à l'homologation puisse se généraliser et devenir *market practice*, en dépit de son caractère public. **a**

1. En cas d'ouverture d'une procédure collective de la société ayant cédé ses actifs, risque qu'un mandataire de justice demande l'annulation de la cession si celle-ci a été conclue dans les 18 mois précédant le jugement d'ouverture, conformément à l'article L.632-1 du Code de Commerce

A RETENIR

Il existe de multiples raisons qui peuvent conduire les entreprises à envisager de se séparer d'une activité :

- Absence de synergie
- Nécessité de rendre indépendant une équipe de managers de manière à favoriser l'entrepreneuriat
- Dégager un accroissement de valeur pour les actionnaires
- Répondre à la préférence des marchés
- Obéir à des besoins réglementaires
- Séparer des activités ayant des profils de rentabilité très différents, la moins rentable pesant sur la plus rentable

« Les opérations de *distressed carve-out*, sous réserve qu'elles répondent à des critères de taille et d'enjeux substantiels, s'inscriront dans le triptyque suivant : Anticiper, Structurer et Encadrer. »

— JEAN-CHARLES BARBAUD