



par **Arash Attar-Rezvani**,
Avocat Associé
au cabinet Skadden

Utilisées par les entreprises pour se défaire de leurs activités non-stratégiques ou pour d'autres raisons, ces opérations se multiplient. Explication.

Avec la crise sanitaire, les carve-outs ont la cote. Détourner les activités moins stratégiques et/ou moins rentables permet aux entreprises de se recentrer et d'assainir leur bilan, parfois en bénéficiant de multiples de valorisation attractifs. Dans les télécoms, le carve-out n'a pas attendu la crise. Il a été le moyen par lequel certains opérateurs avisés ont monétisé tout ou partie de leur infrastructure passive (antennes-relais, fibre optique, etc.) en les cédant à des fonds d'investissement spécialisés.

Un « carve-out » (« détournement ») consiste généralement à regrouper au sein d'une nouvelle entité une ou plusieurs classes d'actifs ayant vocation à être vendus par la maison mère,

Carve-outs dans les opérations de M & A : mode d'emploi pour les réussir

cette dernière cédant ensuite les actions de l'entité ainsi créée. Outil protéiforme, il doit s'adapter aux objectifs des parties, aux contraintes internes et externes, ainsi qu'à la nature des actifs en cause.

Typologie des carve-outs

Le type de carve-out souvent considéré comme le plus efficace est l'apport partiel d'actifs soumis au régime des scissions. Il permet le transfert d'une « branche complète et autonome d'activité » via une transmission universelle du patrimoine. Il emporte transfert automatique des contrats, sans que l'on ait à rechercher l'accord individuel de tous les clients ou fournisseurs (à certaines exceptions près) et facilite le transfert automatique des contrats de travail. Il bénéficie généralement d'un régime fiscal de faveur.

Un peu moins efficace, l'apport en nature. Il est pertinent lorsque l'on transmet des actifs ne constituant pas une branche complète d'activité, comme un portefeuille de produits ou de marques. Cet apport s'effectue aussi contre des actions de la nouvelle société. Il présente donc l'avantage de ne pas mobiliser la trésorerie de la société bénéficiaire, souvent constituée pour les besoins de l'opération. Plus délicat, l'apport ou la cession de fonds de commerce. On transfère avant tout la clientèle, ainsi que les moyens de l'exploiter. Très régulé en France, ce régime est fréquemment employé pour les transferts de

PME et les règles applicables sont donc parfois mal adaptées aux opérations de M & A transnationales.

Enfin, la cession d'actifs pure et simple, en numéraire. Il s'agit alors d'identifier et céder des actifs isolés, n'ayant pas une cohérence d'ensemble entre eux, l'opération ne bénéficiant généralement pas d'une fiscalité attrayante. On peut d'ailleurs ici s'interroger sur la qualification de « carve-out ».

Maitriser la complexité procédurale

Au chapitre des procédures, un certain nombre de points d'attention sont à retenir. Selon le type de carve-out, l'opération devra satisfaire une ou plusieurs des conditions suivantes : nomination d'un commissaire aux apports pour valoriser l'apport ; vote des actionnaires réunis en assemblée générale ; obtention du consentement préalable des co-contractants (clients, fournisseurs, banques prêteuses, etc.) ; obtention du consentement préalable des salariés devant être transférés ; purge du droit de préemption municipal (apanage du fonds de commerce) ; purge de la période d'opposition des créanciers et de toute opposition éventuelle.

A cela s'ajoutent les problématiques classiques des opérations de M & A comme les autorisations réglementaires et les procédures d'information et de consultation du comité social et économique de la cible, du vendeur et/ou de l'acquéreur.

Nul doute, les carve-out introduisent une certaine complexité dont il convient d'anticiper les effets et l'impact sur le calendrier de l'opération, tels :

- la structuration de l'opération ;
- les travaux de due diligence ;
- les aspects comptables, notamment la détermination des principes de valorisation, l'établissement des comptes de carve-out et du bilan d'ouverture de la newco, la question de la rétroactivité ou non du carve-out ;
- les effets de la séparation entre le groupe cible et le groupe vendeur ;
- la documentation contractuelle du carve-out et l'insertion de clauses protectrices pour l'acquéreur comme la clause dite de « wrong pocket » qui prévoit notamment le transfert des actifs omis vers le groupe cible même après le closing, généralement aux frais du vendeur ;
- l'étendue de la garantie de passif du vendeur portant sur le carve-out (et, le cas échéant, l'intérêt d'une assurance de garantie de passif, encore que les risques liés aux carve-outs ne soient pas uniformément assurés à ce stade).

On l'aura compris, un carve-out ne s'improvise pas. Il requiert une approche sur-mesure qui combine la compréhension économique des enjeux à la technicité juridique, fiscale et sociale.

Ce contenu a été réalisé par Skadden