

# Seconde conférence de l'Observatoire du Carve-Out

Mardi 10 mars 2020

Salons de l'Hôtel des Arts et Métiers

\* \* \* \* \*

## Compte-rendu des débats

Un événement

**AIF**  
Association  
des Investisseurs  
en Private Equity

& **Option  
Finance**

En partenariat avec :

**alandia**  
repandre • redresser • partager

& **ONEIDA**  
ASSOCIÉS

## Sommaire

Programme .....	3
Quelques retours de participants .....	4
Panel 1 : Quelles sont les contraintes du redressement d'une activité en difficulté au sein d'un groupe industriel ?.....	5
1.1    Intervenants .....	5
1.2    Compte-rendu du débat .....	5
1.2.1    D'abord, se poser la question du caractère stratégique de l'activité qui serait amenée à être restructurée en interne .....	5
1.2.2    Dans l'hypothèse du choix de la cession .....	6
1.2.3    Dans l'hypothèse du choix de la restructuration .....	6
1.3    Conclusions du thème 1 .....	10
Panel 2 : Quelles sont les meilleures pratiques pour trouver une solution de reprise à une activité sous-performante ?.....	11
2.1    Intervenants : .....	11
2.2    Compte-rendu du débat : .....	11
2.2.1    Le cocktail parfait pour un échec annoncé d'une cession d'une activité en sous-performance.....	11
2.2.2    Préparer le carve-out pour générer la confiance indispensable .....	13
2.2.3    Quels types de repreneur retenir ou interroger en fonction des contextes ?.....	16
2.2.4    Pourquoi il est important pour le cédant de bien traiter ces carve-out sensibles ?.....	17
2.3    Conclusions du thème 2 .....	18
Panel 3 : Comment maîtriser au mieux la mise en œuvre d'une opération de carve-out ?.....	19
3.1    Intervenants .....	19
3.2    Compte-rendu du débat : .....	19
3.2.1    Sécurisation économique :.....	19
3.3    Conclusions du thème 3 : .....	23
Panel 4 : Quels sont les risques pour le cédant en cas de défaillance du repreneur ?.....	24
4.1    Intervenants .....	24
4.2    Compte-rendu des débats : .....	24
4.2.1    Contexte et prérequis :.....	24
4.2.2    Responsabilités et Risques : .....	25
4.2.3    Comment se prémunir des risques avec les outils existants : .....	26
4.3    Conclusion du thème 4.....	28

## Programme



**L'AIR organise en partenariat avec Option Finance la 2ème Conférence de l'Observatoire du Carve-out** qui se tiendra le **mardi 10 mars 2020** aux Salons de l'Hôtel des Arts et Métiers, 9 bis avenue d'Iéna 75116, Paris.

**A cette occasion, plusieurs dirigeants de grands groupes et experts viendront débattre autour de quatre thématiques :**

- *Quelles sont les contraintes du redressement d'une activité en difficulté au sein d'un groupe industriel ?*
- *Quelles sont les meilleures pratiques pour trouver une solution de reprise à une activité sous performante ?*
- *Comment maîtriser au mieux les risques liés à une opération de carve-out ?*
- *Quels sont les risques pour le cédant en cas de défaillance du repreneur ?*

## Quelques retours de participants

Tout d'abord quelques verbatims reçus peu après la conférence :

- « *Complet et pédagogique* »
- « *Professionnel et pertinent* »
- « *Intéressant et franc* »
- « *Très opérationnel avec un très bon niveau d'intervenants* »
- « *L'ensemble des interventions étaient intéressantes, et le partage d'expérience était riche* »
- « *Idee pertinente et présence de sociétés variées de l'écosystème du carve-out* »
- « *Evènement riche en témoignages et retours d'expérience concrets ; avec une organisation très professionnelle* »
- « *Belle matinale riche sur le fond avec thèmes et intervenants de qualité* »

# Panel 1 : Quelles sont les contraintes du redressement d'une activité en difficulté au sein d'un groupe industriel ?

## 1.1 Intervenants

**Bertrand Delmas** – Ancien Managing Director, Orangina Suntory France

**Michel Erard** – Ancien DRH, Danone et Mondelez, Senior Advisor, Oneida Associés

**Emeric Sorel** – Avocat Associé, Actance

Modération : **Philippe Grabli** – Président, Oneida Associés

## 1.2 Compte-rendu du débat

L'analyse comparée des deux scénarii (redressement d'activité au sein d'un groupe, ou adossement à un investisseur industriel ou financier) est rarement faite de manière systématique. Pour ce faire, il convient d'adopter certaines bonnes pratiques afin de prendre la meilleure décision au moment donné.

Nos débats ont mis en évidence les points suivants :

### 1.2.1 D'abord, se poser la question du caractère stratégique de l'activité qui serait amenée à être restructurée en interne

Il faut, dans un premier temps, vérifier que l'activité s'inscrit toujours bien dans la stratégie de l'entreprise (sur ce thème, voir également le panel 3).

Si l'activité est bien stratégique, le management va lancer la préparation de la restructuration, afin de rétablir la compétitivité à long terme de l'activité. Les principales étapes et contraintes liées à l'exécution en interne de la restructuration sont liées aux risques, budget, ressources et timing, détaillées ci-après (paragraphe 1.2.3).

Si cela n'est pas le cas, le management étudiera la faisabilité, le planning probable et les conditions à réunir pour envisager une cession.

Quelques exemples récents d'analyse du caractère stratégique d'une activité montrent la diversité des critères à examiner :

- Une marque d'eau du groupe Orangina Suntory France qui, bien que non stratégique, et sous performante par rapport à d'autres activités, permettait d'absorber certains coûts fixes. La décision a été difficile à prendre, mais cette activité a été cédée, avec une mise en œuvre étalée dans le temps, pour se donner le temps et les moyens de réussir, car il n'y avait aucune urgence ;
- Une activité de café du Groupe Mondelez qui a été cédée, même si elle était significativement rentable, car la volatilité des cours du café pesait sur le cours boursier du groupe, qui souhaitait avoir une valorisation relativement stable. Toute réorganisation qui aurait encore plus dopé ses résultats n'aurait rien changé à cet état de fait.

De plus, toujours dans le cas où l'activité sous-performante n'est pas stratégique, son adossement peut passer par une réorganisation avant la mise en vente, en sachant :

- Que cela va avoir un impact sur le planning de désengagement ;

- Qu'il est important de réussir cette réorganisation, pour que l'activité n'en souffre pas (perte de clients, de compétences clé, dégradation du climat social), ce qui rendrait la cession plus incertaine.

**La décision de céder ou restructurer une activité sous-performante ne devrait dépendre – en premier lieu – que de son alignement avec la stratégie de l'entreprise.**

### 1.2.2 Dans l'hypothèse du choix de la cession

Le cédant doit être particulièrement vigilant et attentif à la solidité et la pérennité du projet de reprise. La jurisprudence est, depuis quelques années, le théâtre de la recherche de la mise en œuvre de la responsabilité sociale du cédant. Ainsi, la sécurisation de l'opération implique d'identifier, au préalable, les principaux enjeux sociaux :

- En premier lieu : le soutien des représentants du personnel au processus de cession (et donc la délivrance d'une information complète avant consultation sur le projet) ;
- En second lieu : la pérennité de l'activité une fois cédée, qui doit faire l'objet d'un contrôle approfondi par le cédant (solidité du projet, capacité du repreneur à financer l'activité de production...).

### 1.2.3 Dans l'hypothèse du choix de la restructuration

En général, le management va préparer son diagnostic, définir un objectif, puis lancer un projet de transformation pour tenter d'atteindre cet objectif. C'est alors qu'il est rapidement confronté à différentes contraintes ; la première étant souvent le traitement du volet social.

**Le traitement du volet social doit tenir compte des objectifs de budget et de timing souhaités par le groupe.**

#### a) Modalités de mise en œuvre

Le management doit analyser parmi les différentes possibilités, les modalités de mise en œuvre et le planning les plus adaptés :

- **PSE** : pour atteindre une organisation cible précise et sécuriser le timing (délais de procédure encadrés – pas de nécessité d'un accord) ;
- **PDV-RCC** : dispositif plus souple mais ne permettant pas de garantir l'atteinte de la cible (nécessité d'un accord pour la RCC) ;

Les risques liés au PSE / PDV sont mieux maîtrisés aujourd'hui car soumis à des délais légaux encadrés. Quelques bonnes pratiques sont à souligner :

- **Concordance du projet avec les informations données aux représentants du personnel lors de la consultation sur les orientations stratégiques ;**
- **Qualité et suffisance des informations transmises aux IRP, notamment sur l'impact du projet sur la charge et les conditions de travail ;**
- **Proposer des départs volontaires (GEPP, RCC etc.) même si l'objectif n'est pas à 100% atteint, les surcoûts éventuels sont parfois mineurs et temporaires par rapport aux avantages. Mais la pression du calendrier et du respect d'organisations cibles au cordeau, pays par pays et département dans certains cas, est souvent forte.**

- **GPEC** : Si la GPEC peut permettre la mobilité externe, la philosophie de ce dispositif s'inscrit davantage dans l'accompagnement des transformations à moyen/long terme, notamment en cas d'une évolution significative des métiers et des besoins de compétence (nécessité d'un accord) ;
- **APC** : dispositif n'ayant pas pour objet de procéder à une réduction d'effectif mais de permettre, par le biais d'un accord collectif, d'imposer des évolutions aux salariés (durée du travail, rémunération, etc.). Objectif : compétitivité.

**Le dispositif de traitement social doit être adapté aux objectifs, contraintes et risques du projet.**

b) Le niveau de risques acceptable par l'entreprise

**Le lancement de plans de restructuration provoque des risques de plusieurs natures** (continuité de l'activité, impact financier, sécurisation de la procédure, impact réputation sur les marques / l'actionnaire, impact interne si le projet est mal compris par les personnes non concernées, etc.) **à analyser selon leur probabilité de réalisation et leur impact financier, humain ou réputationnel** (avec la difficulté de valoriser financièrement certains éléments).

Les fonds d'investissement sont particulièrement averses aux risques qui peuvent impacter négativement la liquidité ou la valorisation de leurs investissements (par exemple, la valeur des marques).

**Les risques du volet social apparaissent moins difficiles à maîtriser désormais avec le barème** (d'encadrement des indemnités prud'homales) **Macron**.

**L'analyse des risques doit permettre d'identifier les actions et ressources nécessaires pour les atténuer.**

c) Le besoin de financement de la restructuration, qui est lié aux attentes de timing

Par le passé, si le projet était cohérent stratégiquement, le coût n'était pas la dimension principale. Aujourd'hui, la question du *payback* est davantage présente, car la **gestion des investissements est plus fine et prend souvent en compte les sorties de cash qui seront potentiellement nécessaires pour d'éventuelles restructurations**, d'autant que la concurrence est intense entre pays pour attirer les

investissements. Il y a la plupart du temps un **équilibre à trouver** entre « payer beaucoup et aller vite » ou « payer moins avec une exécution du projet plus lente » :

- Pour les entreprises sous LBO

La question de la réorganisation opérationnelle est très liée à la **durée de conservation de la société dans son portefeuille**. Est-ce que l'une ou l'autre des solutions (cession d'une branche d'activité ou restructuration) peut poser un problème à la revente, quelle est l'alternative qui offre la meilleure valorisation ?

- Pour les grands groupes

L'aspect financier est également un élément très important : si le *payback* n'est pas là, le projet ne se fait pas. Et en même temps, **si le budget n'est pas là**, il y a davantage de **risques de mouvements sociaux et de non-approbation de la Direccte**.

**Attention aux PSE/PDV qui se passent bien mais qui ont coûté très cher, car cela peut jouer grandement dans la décision d'allocation des investissements.**

- Dans les projets pan- européens

Le groupe regarde souvent les *payback* moyens ; par conséquent, les pays « chers » sont moins visibles. La **tendance croissante** des CFOs de **regarder la rentabilité post-restructuring cost, est claire** ; dans les dossiers nationaux, c'est impossible de cacher le cout de restructuration, et la France est clairement dans le peloton des pays les plus chers, avec l'Allemagne et le Benelux.

**De manière plus générale :**

- **Les payback de fermeture de sites sont assez longs (attention aux contraintes environnementales dans des sites classés),**
- **Les payback sur des réorganisations de fonction support peuvent être courts, si la proportion de cadres avec beaucoup d'ancienneté n'est pas très élevée (1 à 2 ans).**

**Le coût des PDV/PSE est désormais assez stable dans le temps** : la Direccte est assez claire sur l'importance des mesures sociales (proportionnalité, niveau dépendant de l'existence d'opportunités de reclassement, historique d'indemnités...), la jurisprudence liée à des plans précédents est souvent l'élément majeur,

- Pour les entreprises en difficulté

Il y a un besoin d'évaluer soigneusement le coût global du plan et le décaissement du cash. En cas de problème, il faut anticiper et envisager un mandat ad hoc ou une sauvegarde pour passer le cap.

**Les coûts de restructuration sont de mieux en mieux maîtrisés en France, bien qu'ils restent élevés en comparaison avec les autres pays européens.**

- d) Les ressources et des compétences à mettre en place pour mener à bien avec succès l'opération de restructuration (point également valable pour un adossement)

Il est important de disposer de **ressources dédiées** sur ce type de projets, exigeant beaucoup de **PMO** (Project Management Organisation / équipes structurées autour d'un chef d'orchestre). On a souvent tendance à sous-estimer :

- Les ressources nécessaires pour gérer le « *business as usual* » ;
- Les ressources nécessaires pour faire la **coordination** au niveau européen ou au niveau global et la **communication** avec des interlocuteurs qui parfois connaissent très peu les procédures locales.

Quelques bonnes pratiques :

- **La mobilisation de ressources externes** (questions juridiques et sociales, préparation des dossiers d'information-consultation et livrables projets, interim manager, équipe communication à mobiliser en amont du projet pour une activation ultérieure si besoin) pour permettre aux équipes RH de gérer l'activité du projet et du business ;
- **L'accompagnement de « ceux qui restent ».**

**Il est nécessaire d'avoir des ressources dédiées,  
en séparant les équipes projets des équipes business.**

- e) Le calendrier, en prenant en compte plusieurs scénarii

Rappel : certains délais légaux sont incompressibles.

Il faut ici analyser le calendrier global en tenant compte de procédures et d'autres paramètres (publications financières, congés d'été, élections des représentants...).

Deux éléments clés :

- L'anticipation

Pour gérer des processus pan-européens par pays (exemple : projet de centres de services partagés nécessitant de la coordination sur le planning de mise en œuvre, différent selon les pays), anticiper les recours à des experts par les IRP (allongement des délais), anticiper le besoin de collaboration au projet des salariés dont les postes seront à terme supprimés, etc.

- La transparence

Exemple de la fermeture d'un petit site de production dans le Var : la procédure fut – au final – longue, car aucune communication n'avait été faite de manière régulière sur la situation difficile du site. Il y a donc eu un besoin de compréhension exprimé par les différents interlocuteurs.

On observe un gain de temps et une meilleure fluidité des procédures si l'information sur les difficultés est régulièrement communiquée aux managers et à l'ensemble des salariés. Le calendrier social d'une réorganisation (quelle que soit la forme : PSE/PDV/APC etc.) est plus court que celui d'un processus de cession, mais parfois la réorganisation ne suffit pas, comme le montre le cas d'activités durablement sous-performantes...

**Il faut définir un calendrier global intégrant les différentes procédures et des contraintes spécifiques à la situation de l'entreprise.**

### 1.3 Conclusions du thème 1

**La décision de céder ou réorganiser pour redresser l'activité doit d'abord prendre en compte la réponse à la question : « cette activité s'inscrit-elle dans la stratégie de l'entreprise ? ».**

**Dans le scénario redressement, au-delà d'évaluer les risques (financiers, industriels, sociaux...) liés à cette décision et de tout faire pour dé-risquer le projet, il convient d'évaluer de manière réaliste le planning de la restructuration, notamment lorsque l'activité est détenue par un fonds d'investissement.**

**Enfin, la conduite de ce type de projets doit se faire avec l'aide d'équipes dédiées au projet, dans un calendrier lui aussi clairement défini, et qui intègre l'ensemble des parties prenantes et des dimensions (opérationnelles, sociales, financières, réputationnelles, juridiques, fiscales, etc.).**

## Panel 2 : Quelles sont les meilleures pratiques pour trouver une solution de reprise à une activité sous-performante ?

### 2.1 Intervenants :

**Olivier Marion** – Associé et Responsable « *Deals France* », PricewaterhouseCoopers Advisory

**Benoit Parnet** – Associé, Oneida Associés, Responsable du practice « Solutions de Reprise »

**Gilles Roland** – Président, Activ'Invest

Modération : **Sébastien Gauthier** – Associé, Alandia Industries

### 2.2 Compte-rendu du débat :

Une opération de carve-out est une opération complexe, particulièrement lorsqu'il s'agit d'entreprises sous performantes.

De nombreux éléments doivent être pris en compte de manière spécifique dans la gestion du projet, à la fois sur la mise en valeur de l'offre que dans la recherche et les négociations avec les investisseurs.

Dans ce type d'opération, la préparation et l'anticipation sont essentiels pour créer un climat de confiance tout au long de l'opération à la fois en interne et avec les futurs candidats acquéreurs.

Nos débats ont mis en évidence les points suivants :

#### 2.2.1 Le cocktail parfait pour un échec annoncé d'une cession d'une activité en sous-performance

a) L'entité à vendre n'est pas une entité autonome :

- Pas de **cohérence « industrielle »** au niveau de son périmètre d'activités,
- **Dépendance économique** vis-à-vis du groupe,
- **Pas d'équipe de management** propre,
- **Pas de portefeuille clients**, force de vente et/ou de réseau de distribution autonomes,
- **Pas d'engagement d'activités** suffisant dans le cadre d'une externalisation.

b) L'entité à vendre manque de transparence :

- **Qui vend et pourquoi ?** Exemples : activité non-stratégique, transmission d'entreprises, difficultés financières, stratégie de portefeuille...

**Pourquoi le potentiel repreneur serait-il mieux armé que le groupe cédant ? Le vendeur doit être convaincant et le repreneur convaincu de pouvoir réussir en gérant cette activité en cœur de métier.**

- **Des informations incomplètes** sur le business à céder, pour minimiser certains sujets délicats (adhérences au groupe, périmètre à céder en cas de détournement pas suffisamment clair, risques de litiges cachés, investissements significatifs à prévoir, etc.),
  - Que des chiffres « proforma », **pas de périmètre audité**, surtout dans le cadre d'un détournement,
  - Organisation **juridique complexe**,
  - **Obstacles non clairement adressés** (risques clients, environnemental, conformité technique, social, etc.),
  - **Des relations intra-groupe** (achat/vente) **peu claires, non anticipées et organisées** dans le cadre de la sortie du groupe.
- c) Un processus de cession préparé de façon trop classique et mené sans les efforts nécessaires pour le faire aboutir :
- Un **projet flou et mal piloté**, i.e. une approche arrogante des vendeurs, qui ne prend pas suffisamment en compte la réalité économique de l'activité considérée et des enjeux de redéveloppement,
  - **Un manque de réflexion avec le management de l'activité concernée** sur ses atouts différenciateurs de l'activité et sur ce qui pourrait être le plan d'action pour améliorer ses performances dans le cadre d'une stratégie cœur de métier,
  - **L'identification des maillons faibles ou des manques** dans l'activité détournée ou autres problématiques devant être traités.
  - Un **BP trop ambitieux** et un *current trading* non cohérent ou qui ne tient pas,
  - **Une approche M&A classique, non-personnalisée**, avec notamment une stratégie de ciblage qui ne s'adresse pas suffisamment aux acquéreurs potentiels qui auront un profil idéal pour apporter un fort intérêt et surtout un effet de levier rapide pour la cible,
  - **L'absence de prise en compte du contexte social et politique**, potentiellement explosif.
- d) Conclusion : vendre une entreprise en difficulté est une problématique gérable à condition que les acquéreurs aient confiance. Quelques bonnes pratiques :
- Le vendeur doit clairement **afficher le projet**, ses attentes et l'assumer,
  - Le **périmètre de vente doit être clair et cohérent** industriellement,
  - Les **risques doivent être clairement affichés et balisés**,
  - Les acquéreurs doivent avoir **confiance dans les chiffres et comprendre les causes ayant amené l'entreprise à perdre de l'argent** : comprendre la cause est plus importante que le montant des pertes.

L'autonomie de l'activité et la transparence du processus sont essentielles.

## 2.2.2 Préparer le carve-out pour générer la confiance indispensable

- a) **Nécessité d'impliquer le top management du groupe** cédant et d'avoir un « **pilote** » dédié à ce projet. Erreur fréquente : ne pas avoir de **ressources dédiées à ce projet sensible** ;
- b) **Affronter les difficultés en amont** (au lieu de les minimiser) pour éviter qu'elles ne soient découvertes par les acquéreurs potentiels et qu'elles dégradent confiance dans le processus de cession et les intentions du cédant ;
- c) **Préparer en amont les esprits et rassurer les représentants syndicaux** sur les options envisagées et leur intérêt pour les salariés, surtout si la décision de céder l'activité peut en partie découler d'une pression sociale (par exemple dans le cadre d'un droit d'alerte
  - **A quel moment communiquer sur le lancement d'une recherche** pour garder sous contrôle les relations sociales et l'environnement extérieur ?
  - **Quel niveau d'information** faut-il apporter afin de rassurer et ne pas s'enfermer dans des schémas trop établis ?
  - **L'objectif est de maintenir un climat serein** afin de ne pas décourager certains candidats potentiels ;
- d) **Adopter une approche M&A spécifique** :
  - **Quel est le cahier des charges** ? Clarifier très en amont quel objectif et quelle responsabilité se donne le groupe,
  - **Aider le vendeur à identifier les points durs** pour les repreneurs et aider le cédant à prendre conscience qu'il doit accompagner cette transaction :
    - Evoquer **l'éventualité d'un prix négatif** (pertes, faiblesse de l'actif, investissements commerciaux, technologiques, industriels, managériaux à prévoir pour réunir les conditions pour un rebond),
    - Mettre en place un **contrat d'approvisionnement** sur plusieurs années dans le cadre d'une externalisation,
    - **Comprendre les risques** que les candidats voudront appréhender en due diligence (perte de clients à prévoir, litiges clients probables, conformité technique, etc.),
    - **Prévoir des mesures d'accompagnement** si besoin (adaptation des effectifs, TSA, partenariat commercial, sourcing matières premières, etc.) ;
- e) **Proposer des pistes d'améliorations** pour rendre le dossier plus attractif :
  - **Pourquoi l'acquéreur arriverait à redresser** et pérenniser l'activité mieux que le cédant ?
  - **Dans le cas d'un acquéreur industriel** : quelles synergies ou bénéfices espérer (repositionnement de l'offre, complémentarité produits, effet de levier avec son

portefeuille clients, accès à une technologie nécessaire, synergies à l'achat de matières premières, etc.),

- **Dans le cas d'un acquéreur financier** : en quoi une autonomisation sera bénéfique (dynamisme et culture de PME agile, rapidité d'action, etc.) ?
- **A l'extrême, envisager un passage par une procédure collective** (par exemple via un « pre-pack cession ») si cela est nécessaire (selon la situation de l'entreprise et le niveau de son passif) pour susciter les intérêts ou rassurer des acquéreurs ;

f) **Faire du ciblage pour développer une relation de proximité** qui donnera au vendeur l'envie d'aller au-delà du rejet lié aux pertes affichés :

- **Faire un mapping des différentes logiques** pouvant amener un acteur du marché à avoir un intérêt pour tout ou une partie des différentes dimensions de l'activité concernée qui pourraient l'aider à accélérer sa stratégie de développement (portefeuille clients, réseau de distribution, marchés géographiques, produits/services complémentaires, technologies, besoin d'intégration verticale, capacités de production, compétences recherchées, ...),
- **Construire des cibles**, selon ces logiques, allant au-delà des concurrents directs ou indirects (souvent l'approche M&A classique) en recherchant également des sociétés plus petites et en forte croissance (acteurs de niche, regional players, etc.), avec l'objectif de rechercher des entreprises qui pourront rapidement apporter de l'activité complémentaire et/ou considérer l'activité avec un focus stratégique, voir comme un centre de compétences dans leur organisation,
- **Personnaliser les messages** aux différents acquéreurs : « j'ai pensé à vous car..., et non pas j'ai une offre à vous présenter »,
- **Proposer une approche en plusieurs étapes** pour présenter le dossier afin de donner envie aux acquéreurs sur le rationnel stratégique et sur le potentiel d'amélioration de l'activité avant d'entrer dans le détail des performances financières.
- **Organiser un RDV physique** en insistant sur la volonté du cédant de trouver une solution industrielle ;

**Un carve-out d'activité sous-performante nécessite un « cédant avisé »  
qui propose une approche spécifique afin de gagner la confiance des acquéreurs potentiels,  
surtout lorsque le cédant est un grand groupe.**

g) **Avoir une équipe de management** qui porte le projet :

- **C'est capital pour augmenter le nombre potentiel de repreneurs** : notamment des investisseurs (français ou étrangers) qui veulent une équipe de direction locale et « autonome »,
- **Il est important de la responsabiliser et d'obtenir son engagement le plus en amont possible**,
- **L'équipe doit avoir un plan de développement** : leviers sur le chiffre d'affaires, les coûts, les investissements nécessaires, etc,

- **L'équipe** doit avoir construit le BP ou **doit avoir participé à la construction du BP**. Elle doit connaître les hypothèses et être capable de les expliquer. Elle doit pouvoir être prête à le défendre y compris dans le cadre d'un engagement capitalistique qui pourrait lui être demandé par certains acquéreurs ou partenaires financiers.

Cela peut parfois s'avérer difficile dans la mesure où les groupes préfèrent positionner leurs meilleurs talents sur les activités les plus prometteuses,

- Enfin une **équipe lucide sur ses capacités** et sur les fonctions où elle a besoin d'être renforcée,
- **Accompagnement du dirigeant cédant son entreprise** pendant une phase de transition d'une PME (cas de la transmission) ;

**Un management impliqué permet de rassurer les investisseurs potentiels.**

h) Préparer le projet très en amont<sup>1</sup> :

- **Simplification de la cession (idéalement une entité juridique unique)** : regroupement des actifs, apport partiel d'actif etc.,
- **Préparation du carve-out opérationnel** -> « *operational readiness* », préparation du détournage (IT, etc...),
- **Préparation des relations futures avec groupe vendeur** (projets de contrat de sous-traitance, TSA),
- **Préparation financière** : VDD plus que datapack et, encore mieux, un arrêté comptable audité avec une consolidation, compte de résultat prévisionnel pro-forma audité, ...
- **Anticipation des obstacles « commerciaux », « techniques », « environnementaux » ou « sociaux »**, en apportant les réponses appropriées :
  - Sur les sujets commerciaux, évaluer les risques clients qui pourraient « quitter le navire » ou les litiges qui pourraient amener des contentieux futurs,
  - Sur les sujets sociaux : manque de managers clés, négociation en amont des conditions du PSE (par exemple),
  - Sur les sujets techniques, nécessité d'évaluer les investissements à prévoir en R&D ou sur l'outil productif pour remettre les produits et les équipements en conformité,
  - Sur les sujets environnementaux (responsabilité future, plan de mise aux normes clairement estimé...),
  - Environnement cyber;

**Un carve-out réussi est un carve-out préparé et mené avec un processus transparent.**

<sup>1</sup> Cette anticipation est également évoquée par le 3<sup>ème</sup> Panel

- i) Préparation culturelle du groupe et notamment sur les types de repreneurs :
- **L'appartenance à un grand groupe** donne le sentiment conscient, ou inconscient, que son emploi est plus protégé,
  - **Inquiétude liée à l'incertitude** : pour le corps social, cette incertitude peut se traduire sous forme de dégradation du climat social (droit d'alerte, etc.),
  - **Dans certains cas où l'activité concernée peut avoir un impact significatif sur le bassin d'emplois** (environnement rural), la pression politique et des pouvoirs publics peut être un élément supplémentaire à gérer pour garder un climat de confiance,
  - **Une pédagogie progressive très en amont** en expliquant les enjeux de la situation peut être nécessaire pour préparer les esprits aux types de solutions recherchées (partenariat, adossement, reprise) peut permettre de garder la situation sous contrôle, de créer un climat de confiance, de permettre les visites des candidats dans de bonnes conditions...
- j) Synthèse de la sous-section sur l'importance de la préparation pour instaurer un climat de confiance:

- Ne pas gérer un carve out d'une activité sous performante avec une approche M&A classique ;
- « On n'attrape pas des mouches avec du vinaigre » ;
- Besoin d'anticiper et de répondre aux « a priori » des acquéreurs et aux éventuelles objections point par point ;
- Ne pas traiter ces sujets revient à :
  - i. Limiter très fortement le nombre d'acquéreurs potentiels,
  - ii. Fait porter un risque à la transaction,
  - iii. Diminuer le nombre d'acquéreurs intéressés, et donc diminuer la valeur de l'entité cédée ;
- Anticiper et gérer un environnement de stakeholders internes et externes plus complexe (communication – voir Panel 3).

### 2.2.3 Quels types de repreneur retenir ou interroger en fonction des contextes ?

- a) Privilégier des acquéreurs industriels si :
- **Si l'entreprise n'a pas de force commerciale** en propre et vend ses produits à travers les clients du groupe -> nécessité d'avoir un repreneur qui apporte dimension commerciale,

- **Si l'activité a besoin d'une taille critique** ou de proposer un « footprint » international pour rester dans le radar de ses clients,
- **Si l'activité a besoin d'intégrer des technologies, produits, technologies, services complémentaires** pour répondre aux attentes de ses clients,
- **Si le cédant n'a pas peur de vendre son actif à un concurrent** (marché morcelé) ;

b) Privilégier des acquéreurs financiers si...

- L'entité a besoin se « réautonomiser en mode PME » pour retrouver de l'agilité et baisser ses coûts,
- L'équipe de management veut se lancer dans un **projet entrepreneurial et autonome**,
- Le **détourage est complexe**,
- La recherche d'un acquéreur industriel n'a pas été fructueuse.

En fonction de l'acquéreur recherché, adapter le discours et les points forts de l'offre.

## 2.2.4 Pourquoi il est important pour le cédant de bien traiter ces carve-out sensibles ?

a) Comment rassurer et avoir une approche responsable :

- **Choisir un acquéreur avec une bonne réputation**,
- **Choisir le projet industriel le plus solide**, où l'activité deviendra stratégique, voir centre de compétences afin de bénéficier du focus et des investissements du nouvel actionnaire ;
- **Maintenir les emplois** des collaborateurs impactés ;

b) Impact d'un carve-out qui serait traité de manière non-responsable :

- Impact de la restructuration vers l'extérieur :
  - Impact sur la **marque** qui peut aller jusqu'à son boycott ou le déréférencement de ses produits,
  - Impact sur la « **marque employeur** » : quand le groupe a plusieurs sites, il rassure sur sa conduite, et cela permet de dérouler plus facilement d'autres éventuels carve out à venir,
  - **Sur le plan politique**, en cas de lien étroit de l'activité avec l'administration publique ou lorsque l'activité joue un rôle significatif localement (impact social et économique),
  - **Impact judiciaire en cas d'échec du projet de reprise.**

**Préparer un carve-out rigoureusement est la meilleure façon d'éviter que la responsabilité du cédant soit remise en question dans le futur.**

## 2.3 Conclusions du thème 2

**Les 10 mots-clés d'un carve-out réussi :**

- 1. Cohérence du désengagement,**
- 2. Autonomie de l'activité cédée,**
- 3. Transparence,**
- 4. Confiance,**
- 5. Accompagnement du cédant,**
- 6. Personnalisation du processus (offre, stratégie de ciblage, approche des candidats),**
- 7. Stratégie de redéveloppement,**
- 8. Engagement managérial,**
- 9. Gestion humaine,**
- 10. Anticipation et préparation.**

# Panel 3 : Comment maîtriser au mieux la mise en œuvre d'une opération de carve-out ?

## 3.1 Intervenants

**Frédéric Abitbol** – Administrateur Judiciaire, SCP Abitbol & Rousselet,  
**Guillaume Foucault** – Managing Partner, Corpcom,  
**Jean Torchia** – Directeur International, Carambar & Co.

Modérateur : **Nicolas de Germay** – Associé, Alandia Industries, Président de AIR.

## 3.2 Compte-rendu du débat :

Les débats de ce panel ont été centrés autour de l'expérience du carve-out de Carambar & Co (sorti du Groupe Mondelez en mai 2017).

Rappel du contexte :

- Le Groupe Mondelez (26 milliards de dollars de chiffre d'affaires en 2018), un des leaders mondiaux de l'agro-alimentaire, annonce un plan de transformation mondial en 2012 ;
- Ce plan comportait trois axes :
  - Développement de la productivité,
  - Simplification du portefeuille,
  - Mutualisation des fonctions ;
- En Europe, le Groupe Mondelez décide de se séparer de plusieurs marques, comme détaillé ci-après.

Les débats ont mis en évidence les points suivants :

### 3.2.1 Sécurisation économique :

a) Préparation de la cession : que faire et combien de temps y consacrer ?

- **Effectuer une revue stratégique** : Pour Mondelez Europe, les marques ont été classées par importance, selon leurs poids en chiffre d'affaires (+500m€ = investissements prioritaires, >100m€ = investissements sélectifs, <100m€ = gestion en « bon père de famille » ou désinvestissements).

De ce process, est ressortie la décision de céder l'ensemble suivant : 13 marques, dont Carambar, 5 sites industriels (prioritairement dédiés à ces marques) et 1.000 salariés (en production et fonctions support),

La cession de Carambar & Co est une décision rationnelle, motivée par une stratégie claire.

▪ **Calendrier :**

- Été 2015 : 3 mois de discussions sur le détournage des marques, et les conséquences industrielles multi pays,
- Fin 2015 : 3 mois supplémentaires pour travailler le projet,
- Janvier 2016 : présentation du business case à des investisseurs,
- Avril 2016 : officialisation auprès des partenaires sociaux et lancement officiel du carve-out opérationnel 1 an après,

Une préparation sérieuse : dans le cas de Carambar, la durée de la phase préparatoire a été de 2 ans... dans un contexte de réorganisation d'un groupe mondial, avec des ressources significatives et une expérience importante en matière de changement de périmètre.

b) Choix d'un projet et d'un repreneur :

- **Sélectionner un repreneur sérieux avec un projet de reprise crédible :** dans le cas de Carambar & Co, 10 repreneurs dans le process, 3 sélectionnés pour reprendre le périmètre concerné
- **S'assurer de l'adhésion du management, des salariés et des IRP :**
  - Septembre 2016 : présentation du repreneur à *tous* les salariés,
  - Début 2017 : le repreneur est venu présenter en détail ses projets et le management futur du périmètre cédé,
- **Faire valider la solidité du projet de reprise par des experts indépendants ;**

Rechercher (i) le meilleur projet industriel, (ii) supporté par des opérateurs jugés crédibles par le management des entités concernées et dont (iii) le BP et son financement sont validés par un expert indépendant.

c) Maîtriser les coûts du projet et le calendrier de mise en œuvre :

- Respect des contraintes grâce à une **équipe projet dédiée et séparée des équipes gérant le business** (démarrage à 4 personnes, fin du projet à 130 personnes),

- 3 répétitions « à blanc » avec fermeture totale des systèmes informatiques de Mondelez au niveau mondial lors des weekends pour être sûr que la séparation soit réalisée correctement,
- S'agissant des coûts du projet, ils évoluent généralement au fur et à mesure du travail préparatoire, conduisant la future équipe de management du périmètre cédé à (re)négocier fréquemment avec le groupe ou des parties extérieures,

En l'espèce, les négociations les plus difficiles étaient avec le groupe, en raison de l'importance du montant des investissements à sécuriser de sa part (liste des coûts en s'appuyant sur les benchmarks internes pour mettre Mondelez en face de ses responsabilités). Exemple : négocier le soutien d'un nombre suffisant de compétences de la part de Mondelez (ce qui a un coût) pour assurer le taux de service aux clients dès que le carve-out serait devenu opérationnel ;

Des équipes dédiées sont nécessaires à la préparation efficace de ce type d'opération.

#### d) Communication :

- Importance de la **confidentialité**, tout en **prévoyant un plan de communication** en cas de fuites,
- Préparer le **discours** (interne et externe) **pour « préparer les esprits »**,
- Au-delà de la gestion du business, nécessité pour le management de s'interroger sur la nouvelle culture du périmètre cédé,
- L'obligation d'information d'un grand groupe coté comme Mondelez a permis de préparer les esprits aux futures réorganisations à venir. De plus, après chaque communication aux IRP, des sessions à destination de l'ensemble des collaborateurs étaient organisées pour garder la main sur la communication,
- S'attendre à la **recherche d'informations de la part des salariés** et à **devoir expliquer le choix du repreneur** ;

L'entreprise doit toujours garder la main sur la diffusion des informations.

#### e) Eviter de conserver des liens trop forts avec l'activité

- Trouver un bon équilibre entre soutien temporaire du vendeur et carve out et fictivité de la cession,
- Mettre en place un ensemble de TSA (Transitional Services Agreement) : à **préparer conjointement avec le repreneur en amont**,
- Avec un **engagement** du cédant **sur un taux de service client**,
- Souhait de Mondelez de **limiter le TSA sur la partie « fonctions support »**, mais pas sur la partie distribution, car plus complexe au regard de l'ampleur du périmètre (TSA « distribution » terminé fin 2018, début 2019),

- **Nécessité d’engager les deux parties sur des obligations de résultats (sur chacun des TSA) ;**

**Nécessité de conclure des TSA engageants pour les deux parties avec des obligations de résultat.**

f) **Sécurisation du deal :**

- Faire appel à une banque d’affaire, si possible rompue à la gestion de l’équilibre entre la confidentialité et la transparence du process,
- Cadre légal recommandé : **utiliser une procédure de conciliation, ou – a minima – un mandat ad hoc qui peut permettre d’agir en toute confidentialité tout en préservant l’intérêt des parties,**

L’utilisation de ce genre de procédure, avec signature d’un accord d’homologation – dans le cadre d’une conciliation – ou non, ne doit pas éviter aux parties d’**effectuer les travaux nécessaires à la préparation** (tels que décrits précédemment, mais tout en gardant à l’esprit que le cas Mondelez est exemplaire) **d’une opération de carve-out**, sous peine de voir leurs responsabilités engagées dans le futur ;

- Quelques bonnes pratiques :
  - Gérer l’équilibre entre transparence et confidentialité,
  - Réaliser une due diligence financière (IBR) sur le projet du repreneur sélectionné (BP et besoins de financements),
  - Sécuriser l’utilisation du prix négatif (ex : interdiction de « remontées » de cash pour d’autres usages que le bénéfice de la cible) ;

**Céder une activité en difficulté ne résout pas le problème si les bonnes mesures de redressement et les moyens nécessaires à leur exécution ne sont pas au rendez-vous.**

- Jurisprudence : Electrolux France (cf. panel 4, où le cas Electrolux sera détaillé) ;

**La conclusion d’un accord d’homologation ne doit pas inciter les parties à réaliser des travaux de préparation du carve-out de manière moins rigoureuse que dans le cas d’une opération sans recours à un outil juridique de ce type.**

- **Définir les engagements du repreneur** (sociaux, etc.).

g) Sécurisation sociale (voir également panel 1) :

- **Garantir l'engagement des cadres supérieurs ;**
- **Bien gérer l'information-consultation des IRP** (et éventuellement l'expert).

### 3.3 Conclusions du thème 3 :

**La réussite du carve-out de Carambar & Co s'explique en partie par le temps de préparation suffisamment long que se sont donné le futur management et le Groupe Mondelez.**

**Les étapes clairement définies (revue stratégique, préparation du projet, présentation du business case aux investisseurs, préparation du carve-out...) et une équipe projet dédiée ont permis de limiter les risques inhérents à ce type d'opération, dans un contexte de cession d'un périmètre multi-pays.**

**Enfin, le support du cédant, le Groupe Mondelez, a permis de sécuriser la transaction.**

# Panel 4 : Quels sont les risques pour le cédant en cas de défaillance du repreneur ?

## 4.1 Intervenants

**Xavier Bailly** – Associé, Eight Advisory,

**Jean-Dominique Daudier de Cassini** – Associé, Weil, Gotschal et Manges,

**Jérôme Chevalier** – Responsable pole restructuring et prévention, AJA, précédemment rapporteur au CIRI.

Modérateur : **Joël Malabat** – Associé, Alandia Industries.

## 4.2 Compte-rendu des débats :

La nécessité de céder une activité rapidement, ou parfois même dans l'urgence, pour un groupe peut conduire à la non-mise en œuvre d'un certain nombre de bonnes pratiques, qui visent pourtant à sécuriser la transaction et à éviter que la responsabilité du cédant soit engagée dans le futur (à l'image du cas Electrolux).

A ce titre, nos débats ont mis en évidence les points suivants :

### 4.2.1 Contexte et prérequis :

- a) Souvent le cédant pense que son intérêt est de céder rapidement en minimisant les coûts :
  - Car il a déjà investi beaucoup en portant l'activité sous-performante (financement des pertes, des CAPEX, du BFR, etc.),
  - A cause de deadlines internes (deadline pour sortir du périmètre de consolidation, pour communiquer aux marchés, pour valider ses choix stratégiques précédemment annoncés, etc.) ;

**Dans tous les cas, il est important de décoder la motivation réelle du cédant.**

- b) Cette situation assez paradoxale sur le plan temporel (un soutien de l'activité pendant plusieurs années, des tergiversations sur le devenir de l'activité, suivis par un empressement à céder et déconsolider) ;
- c) Le cédant doit donc se poser au préalable les questions clés qui vont lui permettre de valider la pertinence de son projet :
  - Est-il possible de redresser l'activité et d'assurer un retournement pérenne (voir panels 1 & 3) ?
  - Est-il possible de vendre cette entreprise ?

**Pour rappel : la notion d'activité de l'entité est fondamentale : est-ce une véritable activité avec des clients, des moyens propres permettant de créer de la valeur ?**

- d) Le cédant doit mettre en œuvre des bonnes pratiques préalables, qui représentent des coûts et du temps d'implémentation, et qui sont parfois perçues comme des obstacles :
- En premier lieu, et sous réserve de la possibilité du redressement, le cédant doit bâtir un **projet et un business plan réaliste et financé**,
- Important : le BP doit être élaboré par le cédant ET le management de « l'activité carve-out ». Il devra être challengé par le repreneur qui doit également se l'approprier,
- Intégrer une revue financière indépendante du BP par un acteur de premier plan ; Ceci aura aussi le mérite de créer un canal de communication entre les deux parties pour faire avancer le projet ;
- e) Le cédant doit s'assurer de la viabilité financière du repreneur ;

#### 4.2.2 Responsabilités et Risques :

- a) La principale responsabilité du cédant consiste à s'assurer que la cession permet à l'activité cédée d'être transférée, viable et indépendante, et donc :
- **Bâtir un BP réaliste** (cf. point précédent),
  - **Faire valider ce BP et ses hypothèses par des tiers** (cf. point précédent),
  - Fournir une due-diligence de qualité sur le plan financier et juridique, en insistant notamment sur les résultats passés (l'origine des difficultés doit être éclairée et comprise),
  - S'assurer des contrats éventuels et futurs entre le cédant et le repreneur. Si l'activité cédée comporte des contrats commerciaux (avec commandes à la clé) avec le cédant, il convient de s'assurer que ces derniers seront honorés, et que le cédant n'aura pas la possibilité de se désengager au profit de son groupe (voir panel 2),
  - **S'assurer du financement de ce BP pour au moins 18 mois**,
  - **Soutenir l'activité le temps qu'elle devienne indépendante** (TSA, contrats d'approvisionnement ou de ventes pour une période transitoire, voir panels précédents), **mais avec un objectif de couper les liens rapidement** dans la mesure du possible,
  - S'assurer de la motivation de l'acquéreur ;

**Pour mémoire : la loi Florange oblige dans certains cas (entreprises de plus de 1.000 salariés) le cédant à rechercher une solution de reprise avant d'envisager une fermeture. Ceci peut s'avérer très complexe si le site concerné ne constitue pas une véritable activité autonomisable. Cette obligation explique également qu'un certain nombre de projet de carve out ne trouvent pas preneurs.**

b) Risques :

- **Cette entité est-elle une véritable activité ?** (De quoi parle-t-on ? Du transfert d'une activité, d'actifs immobiliers ou industriels ? Le business est-il autonome ?),
- **Exemple d'Electrolux<sup>2</sup>** : le groupe cède une activité à un repreneur avec engagement d'achats. Problème : pour des raisons de non-conformité des pièces, Electrolux ne souhaite plus se fournir auprès du repreneur, qui se retrouve donc avec un business sans client (champ non couvert par le contrat commercial). Conséquences :
  - Ouverture d'un mandat ad hoc pour négocier avec Electrolux sans résultats,
  - Puis ouverture d'une procédure de redressement judiciaire qui aboutit à une extension de la procédure de RJ à Electrolux France,
  - A l'issue de diverses procédures judiciaires, la Cour d'Appel a considéré :
    - Qu'il n'y avait pas eu transfert d'activité et,
    - Que dès lors, l'opération était fictive,
    - Qu'Electrolux avait présenté de manière trompeuse ce transfert d'activité, et utilisé des procédures de conciliation et mandat ad hoc, pour des raisons autres qu'un transfert d'activité (carve-out),
  - Au final, Electrolux a payé le passif avec garantie illimitée des coûts futurs (en matière sociale et environnementale).

**Il est nécessaire de bien qualifier l'activité cédée : on ne peut pas « se débarrasser » d'une activité. Il faut qu'il y ait de la consistance. Les juges sont relativement offensifs dans ces cas de figure et d'autant plus s'ils impliquent une « deep pocket ».**

#### 4.2.3 Comment se prémunir des risques avec les outils existants :

a) Pour se prémunir, différentes options déjà évoquées :

- **Opérationnelles** et financières : préparer le détournage avec des conseils expérimentés, choisir un repreneur crédible, s'assurer du financement du BP, etc.
- **Sociales** : transparence du processus de cession avec les salariés, etc.
- **L'obtention d'un protocole de conciliation homologué**, un outil juridique dont l'emploi est de plus en plus fréquent. Attention cependant, le cas Electrolux a laissé des traces et les tribunaux sont plus vigilants à ce que la conciliation ne serve pas à couvrir une opération de « défaisance sociale »,

---

<sup>2</sup> Attention, le cas Electrolux ne constitue pas une jurisprudence définitivement jugée. Elle n'est donc présentée ici qu'à titre d'illustration.

- Les conditions pour obtenir un accord homologué :
  - S'assurer que l'on ne veut pas instrumentaliser la procédure,
  - S'assurer de la notoriété du conciliateur et de sa méthodologie,
  - S'assurer que le conciliateur va intervenir suffisamment en amont auprès du Tribunal de Commerce, et va pouvoir convaincre qu'il y a un vrai besoin. Cet usage de la conciliation n'est pas courant mais totalement adapté à la situation d'un carve-out.

**Le protocole de conciliation homologué :**

- Permet la convergence et l'alignement des intérêts a priori antagonistes du cédant et du cessionnaire,
- Protège juridiquement les parties,
- Apporte aux deux signataires une plus-value indéniable : se forcer à étudier les conditions de réussite de l'opération,
- Démonstration de la bonne foi a priori du cédant ;

La conciliation est un « espace sécurisé ».

Le conciliateur va analyser l'opération et pouvoir constater que le cédant a fait un travail honnête qui permet de réunir les conditions de réussite de l'opération (sur le plan économique, autonomie de l'activité, analyse opérationnelle et financière...)

La conciliation est également un moyen de rétablir un rapport de force plus équilibré entre le cédant et le repreneur.

- Autre outil : le **CIRI**<sup>3</sup>, lorsqu'il y a besoin de mettre les parties autour de la table et de faire primer l'intérêt général ;

---

<sup>3</sup> A utiliser dans le cadre du périmètre d'intervention du CIRI (i.e. entreprises de plus de 400 salariés).

### 4.3 Conclusion du thème 4

Pour se prémunir des risques, il est nécessaire de préparer bien en amont la transaction :

- Quelle est l'activité à céder ?
- Sera-t-elle vraiment autonome ?
- Quel est le projet de l'entreprise ayant vocation à être cédée ?
- Le BP est-il porté par le management et a-t-il été challengé par le repreneur ?
- Quels outils juridiques peuvent être utilisés pour se prémunir des risques (conciliation homologuée, etc.)?
- Prendre le temps : un carve-out ne peut pas se réaliser en quelques semaines, au vu de la masse de de travaux à réaliser.

Les risques sont importants pour le cédant et peuvent générer des pertes futures en cas de difficultés de l'entité cédée post cession.