



Le nouvel Economiste Corporate Finance

N°2135 | TRIMESTRIEL

La gestion stratégique du haut de bilan

SEPTEMBRE-NOVEMBRE 2022

Capital-investissement
Les LBO à la peine p.6

Millésime 2022
Restructuring, mode d'emploi p.7

Paroles d'expert
Jérôme Delmas, SWEN Capital partners
“Le non-coté doit se structurer de plus en plus autour d'experts” p. 18

Julien Aucomte, August Debouzy
“Les clauses générales cèdent la place aux dispositions spécifiques” p. 18

Stéphanie Casciola, LBO France
“Les ‘proptechs’ intéressent aussi les entreprises matures soucieuses de nourrir leur croissance” p. 19

Guillaume Giuliani, Moncey Avocats
“Les fonds incitent notamment les entreprises à optimiser leur trajectoire de développement” p. 19

Guillaume Masseron, June Partners
“Anticipation, flexibilité et pilotage de l'activité et de la trésorerie sont indispensables dans un environnement mouvant” p. 20

Olivia Sieber, Objectif Cash
“Le manager de transition, un saut qualitatif dans le développement d'une entreprise” p. 20

Diana Hund, McDermott Will & Emery
“Les fonds d'investissement en soutien au développement de l'offre de soins et des pôles de santé” p.21

DOSSIERS

Négociations M&A
La gestion de l'incertitude p. 26

Banques d'affaires
Des partenaires de croissance p. 28

Managers de transition
Des moteurs de transformation p. 30

Private equity

Les fonds d'investissement restent à la manœuvre

Ils disposent de liquidités, et sont souvent prêts à mettre le prix. Ils ont tout pour continuer de mener le jeu. A priori.



Deux axes que l'on retrouve désormais fréquemment : d'une part, gagner de nouvelles compétences technologiques en mettant la main sur des talents déjà en poste, et d'autre part se doter d'expertises en RSE.

PAR CHARLES ANSABÈRE

De quoi célébrer Noël avant l'heure. Avant l'été, il ne s'est pas passé une semaine dans l'Hexagone sans que les fonds de

capital-investissement n'annoncent des levées de fonds. Pourtant, ce segment de la finance était déjà bien doté : à l'échelle mondiale, on parle d'un stock de quelque 2300 milliards de dollars leur ayant été

confiés à fin juin – une manne destinée à être placée dans les entreprises, connue sous le jargon de “dry powder”. Ces investisseurs sont donc plus que jamais parés pour continuer à mener à bien leur

mission d'actionnaires, y compris à l'intérieur de nos frontières. Mais dans quelle mesure le pourront-ils, à l'heure où l'environnement économique présente des signaux inquiétants?... p. 2

Quitte ou double

Gloire et misère des NFT

Les NFT vont-ils se généraliser comme outil de traçabilité dans un vaste éventail de secteurs, ou tomberont-ils dans l'oubli?

JEAN ROGNETTA

D'ici au 20 septembre, Ethereum – la principale blockchain au niveau mondial après Bitcoin – aura fini de

déployer son nouveau protocole. En adoptant un système de certification de la base de données par des garanties d'ordre financier, les preuves d'enjeu (“proof of stake”),

et non plus par le travail mathématique effectué pour “miner” des cryptomonnaies (“proof of work”), la Fondation Ethereum compte réduire considérablement son

empreinte carbone. Aujourd'hui, sa consommation électrique annuelle s'élève à environ 75 TWh, soit autant qu'un pays comme l'Autriche... p. 13

M&A tricolore

Jusqu'ici, tout va bien

Si les large caps ont connu des jours meilleurs, les small caps résistent à la conjoncture ambiante

CHARLES ANSABÈRE

C'est une sorte de rituel immuable. Lorsque le mois de juillet pointe son nez, les spécialistes des fusions-acquisitions – banquiers d'affaires, cabinets d'audit, de conseil et autres cabinets d'avocats – s'activent pour boucler les dossiers sur lesquels ils travaillent depuis déjà quelque

temps, avant de savourer une trêve estivale. Et, dans le même temps, chacun guette la parution des indicateurs pour tenter de scruter en détail l'appétit du marché, au-delà de son propre poste d'observation. En cela, l'année 2022 n'aura pas dérogré à la règle, d'autant qu'il devenait urgent – encore plus que d'habitude – de connaître la tendance... p. 17

Stress-test

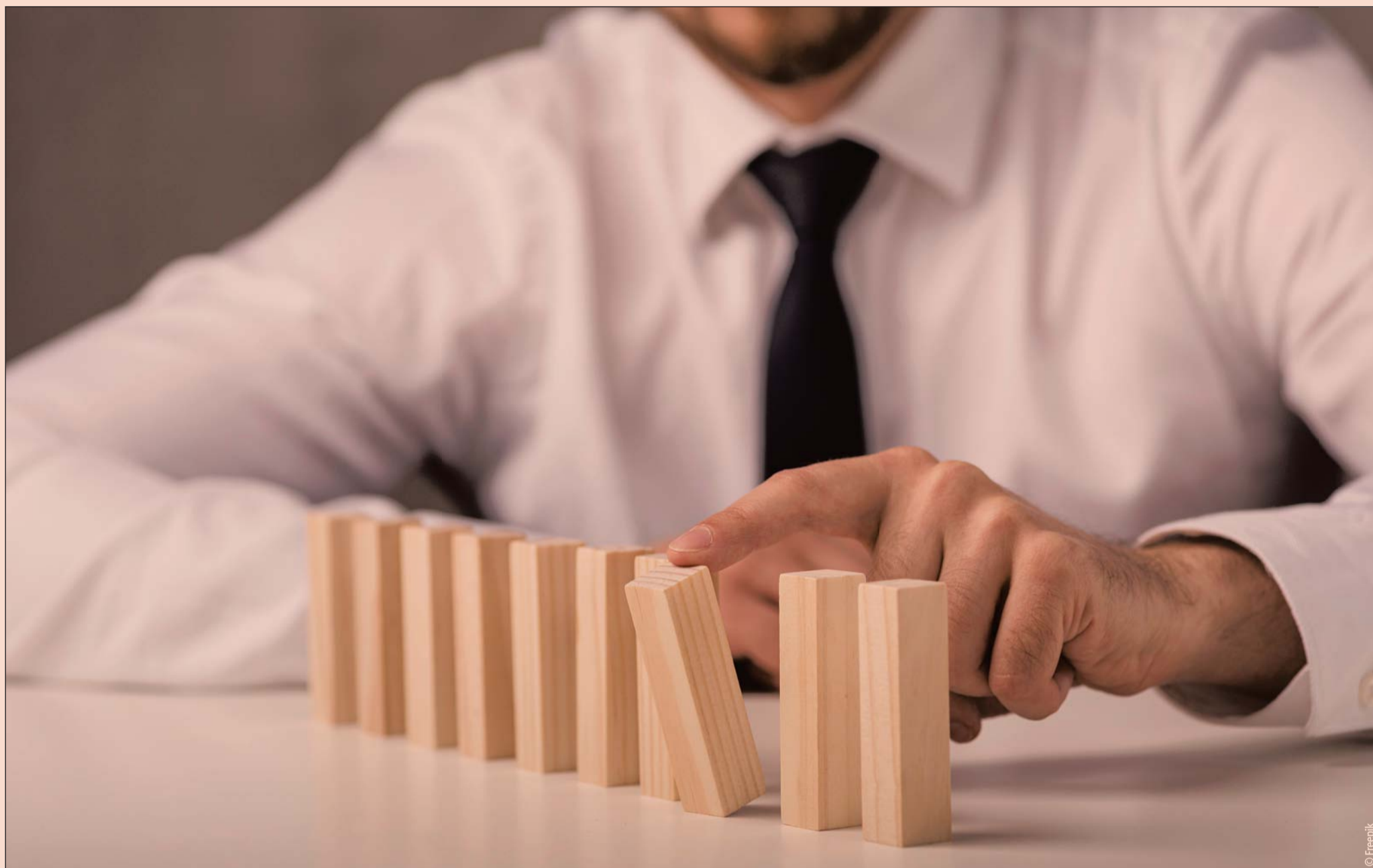
Comment les fintechs résistent au ‘crypto-crash’

Certaines sortiront même renforcées de la sélection darwinienne qui va s'opérer

JEAN ROGNETTA

Alors que la bourse américaine plonge, les crypto-actifs n'en finissent pas de dévisser. Après la chute du stablecoin Terra, dont l'arrimage sur le dollar s'est volatilisé mi-mai, les deux principales

cryptomonnaies ont effacé une grande partie des gains qu'elles ont engrangés depuis la fin 2020. De grandes places comme Binance et Celsius ont dû récemment suspendre la conversion de leurs propres jetons, aggravant le crypto-crash... p. 14



Clause MAC, earn-out, gestion intercalaire

La gestion de l'incertitude dans les négociations M&A

Les acquéreurs tentent de plus en plus d'introduire des clauses visant à ajuster le prix d'achat et à prévoir des portes de sortie en cas d'événement exogène

Complément de prix, cas de force majeure, gestion de la période intermédiaire... Dans les opérations de fusion-acquisition, les

acheteurs ont toujours cherché à se protéger de retournements de marché imprévus; encore plus aujourd'hui dans un contexte

macroéconomique incertain, et alors que la sortie de pandémie a été favorable aux acquéreurs sur le marché M&A.

Cinq mille milliards de dollars. En 2021, le volume des fusions-acquisitions a atteint des niveaux historiques, notamment dans le secteur des nouvelles technologies, en hausse de 64 % par rapport à l'année passée. C'est ce qui ressort du rapport 'Global M&A Insights', établi chaque année par le cabinet d'affaires Allen&Overy. Au sortir de la pandémie, la monnaie hélicoptère, les politiques de relance des banques centrales et le "quoi qu'il en coûte" permettent toujours aux investisseurs de disposer de liquidités abondantes pour lancer leurs opérations d'acquisition, d'autant qu'il y a pu y avoir en 2021 un phénomène de rattrapage des deals qui avaient été suspendus au plus fort de la crise sanitaire.

Ajouté à cela la guerre en Ukraine, on pourrait se dire que la conjoncture économique est plutôt favorable aux acquéreurs, potentiellement en position de force dans

L'état d'urgence sanitaire et les confinements à répétition ayant sérieusement grévé l'activité dans bon nombre de secteurs, les équipes d'avocats ont dû trouver la parade juridique pour maîtriser l'incertitude et sécuriser les deals au maximum.

un marché mondial frappé par les difficultés sur les chaînes d'approvisionnement et un contexte inflationniste. "Dès que quelque

chose déraile, le marché devient pro-acquéreur, avec un impact sur les structures de prix", analyse Philippe Malikian, co-responsable du département fusions-acquisitions au sein du cabinet Delsol, spécialisé sur les opérations small et midcap jusqu'à 50 millions d'euros, et qui a récemment accompagné l'entreprise HelloWork, éditrice de sites d'annonces d'emploi, dans le rachat de la start-up Basile, spécialisée dans la numérisation des fonctions RH.

Material adverse challenge, la clause venue du monde anglo-saxon

La pandémie a laissé sa marque dans les négociations juridiques en matière de fusions-acquisitions.

L'état d'urgence sanitaire et les confinements à répétition ayant sérieusement grévé l'activité dans bon nombre de secteurs, les équipes d'avocats ont dû trouver la parade juridique pour maîtriser l'incertitude et sécuriser les deals au maximum. D'où l'insertion de plus en plus courante de clauses MAC (Material adverse challenge) dans les contrats de cession. Principalement utilisées dans le monde anglo-saxon, ces dispositions particulières permettent à l'acheteur de sortir de la négociation en cas d'événement exogène aux deux parties et qui a un effet direct sur l'entreprise cible, entachant du même coup la rentabilité ou la pertinence stratégique de l'opération d'achat. Tout se joue dans l'appréciation matérielle de



"Les subtilités juridiques introduites dans les gros deals ont un effet de contamination sur les négociations en small et mid cap, qui s'y mettent aussi." Adrien Debré, Cornet Vincent Segurel avocats.



“Les négociations se tendent autour de la clause MAC, souvent sur de potentielles pertes de clients importants juste avant le closing du deal.”
Ariane Olive, Spark avocats.

ces conséquences – par exemple un confinement – pas toujours faciles à établir. L'acquéreur doit prouver que telle difficulté macroéconomique sur la chaîne d'approvisionnement, ou que telle sanction contre les banques russes, affecte de façon spécifique l'entreprise qu'il veut racheter. “Les négociations se tendent autour de la clause MAC, souvent sur de potentielles pertes de clients importants juste avant le closing du deal, surtout dans le cas de sociétés cibles fragilisées par la conjoncture et qui possèdent un portefeuille resserré de clients”, constate Ariane Olive, avocate associée chez Spark, cabinet parisien spécialisé en M&A et restructuring. Lors des discussions juridiques, cette fameuse clause MAC, dont on entend de plus en plus parler, peut aussi être utilisée par l'acheteur comme un levier de négociation. C'est précisément ce qui s'est passé en pleine pandémie, lors du rachat du joaillier américain Tiffany & Co par le groupe LVMH. Invoquant la situation financière défavorable de sa cible due aux turbulences d'une économie confinée, le géant du luxe français a pu renégocier le prix à hauteur de 400 millions de

dollars, faisant passer le coût de la transaction de 16,2 à 15,8 milliards de dollars. “Ce genre de subtilité juridique introduite dans les gros deals a un effet de contamination sur les négociations en small et mid cap, qui s'y mettent aussi. Tout l'enjeu se trouve au moment de la rédaction du contrat, quand il faut déterminer précisément les événements susceptibles d'activer la clause MAC”, pointe de son côté Adrien Debré, avocat spécialiste de M&A chez Cornet Vincent Segurel.

Earn-out: corrélér le prix d'achat aux performances futures

La Covid-19, puis la guerre en Ukraine et l'inflation galopante n'ont pas autant entaché les valorisations des moyennes et grandes entreprises que certains commentateurs le craignaient au plus fort de la pandémie et au début du conflit dans l'est de l'Europe. Malgré tout, les investisseurs restent très prudents quant aux ajustements monétaires de leurs négociations, là où il y a une dizaine d'années encore, les mécanismes de transactions à prix fixe, ou “locked box”, étaient utilisés dans les deux tiers des opérations françaises, à en croire une étude du cabinet CMS publiée en 2010. Aujourd'hui, nombreux sont les juristes à prévoir un recours de plus en plus généralisé aux clauses dites d'earn-out, ou complément prix, permettant de proportionner une partie du prix d'achat aux performances futures de l'entreprise. L'acquisition comprend ainsi un montant fixe, payé tout de suite, et un montant variable, fonction des résultats postérieurs que la cible générera. Une véritable couche de protection pour les acquéreurs, leur offrant la possibilité de se prémunir contre une rentabilité à la baisse de leur cible, ou un retournement de marché à court terme. “On voit de plus en plus de clauses d'earn-out très ciblées sur certaines performances financières, compte tenu des incertitudes de marché”,

explique Alexandre Ancel chez Allen&Overy, le cabinet d'affaires international qui a récemment accompagné la Société générale dans la cession de ses filiales russes. Lui conseille surtout des

Via toute une série de clauses de gestion intercalaire, les investisseurs cherchent à s'assurer que les hommes clés à la tête de l'entreprise convoitée ne quittent pas le navire, ou à interdire des recrutements au-delà d'un certain montant de salaire d'ici le rachat.

large cap et des transactions transfrontalières. “Le prix peut-être revu sur une période de trois ou quatre ans maximum. Il s'agit selon moi d'une clause à risque, source potentielle de contentieux au moment des discussions sur les paramètres comptables”, poursuit le conseil.

Entre signing et closing: gérer la période intermédiaire

“Autre tendance observée ces derniers temps: les acheteurs demandent à avoir un contrôle renforcé sur leur cible pendant la période intermédiaire, comprise entre le signing et le closing”, poursuit Philippe Malikian de chez Delsol. Via toute une série de clauses de gestion intercalaire, les investisseurs cherchent ici à s'assurer que les hommes clés à la tête de l'entreprise convoitée ne quittent pas le navire, ou à interdire des recrutements au-delà d'un certain montant de salaire d'ici le rachat. Un droit de regard qui va plus loin que la simple gestion en bon père

de famille, et qui permet aux acheteurs de sécuriser leur acquisition durant cette période délicate. Mais il peut parfois se heurter à la réglementation en matière de droit de la concurrence et au fameux gun-jumping (règle anti-concentration interdisant à l'acquéreur de se mêler de certaines affaires de la société rachetée avant la finalisation du contrat). Enfin, en matière de restructuring, tous nos interviewés s'accordent à dire que l'année passée et celle en cours n'ont pas été marquées par la vague de faillites tant redoutée pendant la pandémie. “Le marché est très contracté, peut-être un effet de la prolongation des prêts garantis par l'État”, soulève Ariane Olive. Mais sur ce segment M&A “distressed”, les clauses utilisées lors de la rédaction sont souvent les mêmes qu'en M&A classique, qu'il s'agisse de l'earn-out ou de la MAC. Bien évidemment, les délais de négociation sont bien plus courts, le cédant étant dans l'urgence et sous la menace d'une procédure collective. Dans le contexte post-covid, la difficulté peut alors résider dans la lourdeur des procédures d'audit, au cours desquelles les acquéreurs doivent vite vérifier que la pandémie n'a pas définitivement coulé la cible, qu'il s'agisse de retards de paiement, de chaînes d'approvisionnement rompues ou



“On voit de plus en plus de clauses d'earn-out très ciblées sur certaines performances financières, compte tenu des incertitudes de marché.”
Alexandre Ancel, Allen&Overy.

de modifications de l'emploi salarié. Bien sûr, au cours de ce genre de négociations, l'un des risques principaux pour l'acquéreur est ce que l'on appelle “la nullité de la période suspecte”, qui fait courir le danger d'annulation du contrat au cas où l'acquéreur aurait été au courant de la cessation de paiements de sa cible avant la signature du contrat. L'investisseur doit alors être particulièrement vigilant à l'absence de cessation de paiements lors de l'audit, et à ce que les vendeurs ne cherchent à provoquer la dissolution de la société cible. Pour se prémunir de ce risque, l'acheteur peut négocier une garantie de solvabilité qui lui permettra de se retourner contre les vendeurs en cas de problème. ■

BENOÎT COLLET



“Les acheteurs demandent davantage de garanties et imposent plus de conditions suspensives entre le signing et le closing.” Philippe Malikian, Delsol avocats.

Chiffres clés

5 000 milliards de dollars: le volume monétaire des fusions-acquisitions en 2021, un niveau record malgré la pandémie.

Source: Reuters

Protéger les savoir-faire non brevetés lors d'une cession

Des contrats spécifiques peuvent être conclus au sein de la cible pour assurer la transmission de ces savoir-faire

Lors d'une opération de fusion-acquisition, comment l'acquéreur peut-il s'assurer de ne pas perdre les savoir-faire techniques et commerciaux de sa cible, non protégés par des brevets? La protection des compétences et process “non brevetés” est bien souvent un enjeu fondamental dans les opérations de M&A, qu'il s'agisse de leur évaluation lors de la due diligence ou de leur transmission lors de l'achat. Pour sécuriser cet aspect des opérations de fusion-acquisition, plusieurs solutions juridiques ad hoc peuvent être envisagées par

l'acheteur. Des contrats spécifiques peuvent être conclus au sein de la cible pour assurer la transmission de ces savoir-faire, leur donnant ainsi une valeur à la fois commerciale et juridique, via des clauses spécifiques de protection dans les contrats de travail ou de prestation. La loi Secret des affaires de 2018 a changé la donne en la matière, en accordant une protection juridique supplémentaire à ces actifs intellectuels. Elle a eu un impact sur la rédaction des clauses de garantie de passif/actif (disposition visant à se prémunir à une diminution d'actif ou augmentation de passif de la société cible après son rachat). Depuis 2018, l'acheteur peut ainsi chercher à s'assurer que des mesures de protection de ces savoir-faire ont été mises en place. Et si ce n'est pas le cas, le risque résultant de cette absence de protection et le coût de leur mise en œuvre peuvent faire l'objet de négociations. ■

Vers un rééquilibrage en faveur des vendeurs?

CMS note une utilisation croissante de l'assurance garantie de passif, une clause plutôt favorable aux vendeurs, car elle leur évite d'avoir à fournir une garantie supplémentaire

Après une année 2020 très favorable aux acquéreurs, le marché des opérations de fusion-acquisition pourrait bien redevenir peu à peu à l'avantage des vendeurs. C'est en tout cas la conclusion tirée par CMS Francis Lefebvre dans son étude annuelle sur les opérations de M&A

en Europe, pour laquelle ces experts ont analysé près de 500 opérations sur lesquelles les cabinets membres de CMS sont intervenus. De ces chiffres ressortent quelques tendances statistiques parlantes. D'abord une baisse du montant moyen des plafonds de garantie. Le nombre de transactions avec des plafonds de garantie inférieurs à 50 % du prix d'achat a augmenté en 2021, notamment les transactions avec un plafond inférieur à 10 % du prix d'achat. Elles représentaient 22 % du volume d'affaires en 2021, contre 16 % en 2020. CMS note aussi une utilisation croissante de l'assurance garantie de passif, une clause plutôt favorable aux vendeurs, car elle leur évite d'avoir à fournir une garantie supplémentaire. À en croire ces experts en M&A, 28 % des

transactions contenaient en 2021 une assurance de garantie de passif, un niveau assez haut observé depuis déjà quelques années. Toujours à l'avantage des vendeurs, le nombre des opérations conclues à prix fixe a progressé de plus de 30 % en Europe entre 2020 et 2021. Dans cette situation, les acquéreurs ont cependant réussi à garder quelques marges de manœuvre, notamment via l'imposition de clauses de non-concurrence, une disposition juridique interdisant au vendeur, une fois l'opération conclue, de se lancer dans une activité économique identique, ou de tenter d'influencer de façon négative les aspects fondamentaux de cette dernière. Ces risques font aussi l'objet d'une attention accrue des acquéreurs lors des audits préalables, note encore CMS France. ■