

Option Finance LES RENCONTRES M&A

AVEC *Option* DROIT & AFFAIRES

Sponsor gold :



Sponsors :



Partenaires associatifs :



Partenaire média :



Si des records historiques ont été battus l'an passé, l'avenir s'annonce plutôt sombre sur le marché des fusions-acquisitions. En cause, un contexte social et géopolitique pour le moins tendu. « 2022 a été un très bon millésime pour les entreprises, mais nous arrivons au moment où, dans les dessins animés, le personnage a sauté d'une falaise et pédale frénétiquement dans le vide pendant quelques instants avant de s'écraser », a ainsi illustré François Henrot, special senior advisor chez Rothschild & Co, lors des Rencontres M&A d'Option Finance qui se sont tenues le 1er décembre dernier dans les salons de l'Hôtel des arts et métiers à Paris. Pour lui, une chose est sûre : les opérations de M&A vont être de plus en plus difficiles à bâtir, à financer et à exécuter. Pour preuve, les autorités de la concurrence qui se durcissent des deux côtés de l'Atlantique et qui, selon lui, prennent désormais pour analyser les deals des lunettes de plus en plus « myopes et nationalistes ». En témoigne notamment le rejet de la fusion M6/TF1 en France. « Quand ce ne sont pas les autorités de la concurrence qui bloquent les opérations, ce sont les Etats au nom de la protection de la souveraineté », a ajouté celui qui prédit notamment le grand

« Nous sommes clairement à la fin d'un rêve, celui d'un monde d'argent dit "magique". Le retour au réel est brutal et ne fait que commencer. »



François Henrot, special Senior Advisor, Rothschild & Co

retour des acheteurs américains et du restructuring en Europe, le développement du conseil indépendant en financement, la poursuite de l'extension du private equity, et enfin la raréfaction des « éléphants du M&A », à savoir les OPA, fusions et LBO, au profit de petites et moyennes transactions aux financements plus accessibles. « Nous sommes clairement à la fin d'un rêve, celui d'un monde d'argent dit "magique" », a-t-il conclu. « Le retour au réel est brutal et ne fait que commencer. »

Marché des fusions-acquisitions en 2022-2023 : quelles nouvelles tendances ? Quelles stratégies de croissance et de financement des entreprises ?

Après une année 2021 fructueuse, le marché du M&A subit de plein fouet les effets du contexte géopolitique et du durcissement économique. Entre volatilité des marchés, inflation des prix et incertitude croissante, le point sur les impacts présents et à venir sur les opérations.

Une chute de 20 %. C'est, selon la dernière étude du cabinet PwC sur les opérations de M&A dans le monde, la baisse subie cette année par le marché par rapport à 2021. « C'est l'Asie qui souffre le

plus », indique Antoine Grenier, associé chez PwC France & Maghreb. « Sur la zone EMEA, on est à - 12 % en volume et - 30 % en valeur. » Parmi les secteurs qui s'en sortent le mieux, ceux de la TMT, de la



Avec de gauche à droite : **Marc-Elie Bernard**, directeur des fusions et acquisitions, Edenred ; **David Chekroun** (modérateur), professor of International Business Law, ESCP Business School ; **Antoine Grenier**, associé, responsable Corporate Finance, PWC France & Maghreb ; **Stéphane Hutten**, associé, Hogan Lovells ; **Jean-Michel Noé**, directeur M&A Groupe, Korian ; **Marie-Hélène Tonnellier**, associée fondateur, Oyat Avocats

santé ou encore de l'éducation. Stéphane Hutten, associé chez Hogan Lovells, souligne pour sa part un marché qui se tend après trois années marquées par une forte vitesse d'exécution. « Depuis la rentrée, le marché reste résilient mais le large cap commence à montrer des signes de faiblesse, notamment sur le financement », souligne-t-il. « On passe d'un monde de vitesse à un monde de finesse, d'un marché rapide et facile à un marché où il faut davantage prendre le temps de regarder les actifs et faire du sur-mesure pour chaque deal. »

Hausse du coût de la dette

Des structurations et des négociations plus longues et compliquées, donc, comme le remarque également Marc-Elie Bernard, directeur M&A chez Edenred. « Nous avons à la fois

des acheteurs qui deviennent très prudents, et des cédants qui n'ont pas forcément révisé leurs attentes de prix. Par conséquent, beaucoup d'opérations ne sont pas menées à leur terme », détaille-t-il. Jean-Michel Noé, directeur M&A de Korian, relève deux choix pour la suite : « Sortir du deal, ou faire le gros dos en espérant que 2023 ne soit pas la plus grosse crise économique et financière comme certains économistes le prédisent. » Antoine Grenier assure de son côté que l'un des effets directs de l'inflation est l'augmentation du coût de la dette. « Nous étions dans un monde idéal d'argent facile, mais il est aujourd'hui de plus en plus compliqué d'aller chercher de la dette », observe-t-il. « Cependant, des solutions alternatives existent et lorsque les actifs sont de qualité, il y a des prises fermes. » Concernant

les valorisations, si l'associé ne constate pas de « chute dramatique » pour le moment, une érosion des valeurs est à prévoir.

Un marché plus sophistiqué

Les questions réglementaires, notamment dans le secteur de la tech, participent à cet allongement des deals. « Il y a actuellement une sensibilité accrue sur les problématiques de transfert des données », affirme Marie-Hélène Tonnellier, associée fondateur d'Oyat Avocats. « Les sanctions des autorités de contrôle ont sensiblement augmenté. Par ailleurs, les audits sont de plus en plus ciblés sur les éléments à risque, afin de s'assurer par exemple de la robustesse de certaines applications en matière de cybersécurité. » Sur l'ingénierie juridique en elle-même, l'avo-

cate note des nouveautés liées au digital, mais également davantage de subtilités dans les clauses. L'enjeu, désormais, est de parvenir à gérer l'incertitude. « Nous assistons au retour d'outils juridiques visant à projeter un enjeu dans le temps et à faire du sur-mesure : prix ajustés, garanties, earn-out, clauses de protection de l'earn-out, etc. », liste Stéphane Hutten. « Cela devrait permettre de passer la vague plus aisément qu'auparavant. Le marché s'est beaucoup sophistiqué depuis la crise économique de 2008. » Selon l'avocat, pour réussir sa croissance externe, il faut avant tout choisir ses combats et être plus pragmatique. « Il faut également rester à l'affût des opportunités, se montrer plus prudent sur son business plan et rester flexible », ajoute Jean-Michel Noé. A bon entendre. ■

Le poids grandissant de la RSE dans les opérations de fusions-acquisitions

Entre éveil des consciences et urgence climatique, les critères RSE/ESG sont désormais prépondérants dans les opérations de M&A. Quels sont les attentes des clients en la matière et les impacts de ces nouveaux enjeux sur le déroulement d'un deal ? Explications.

C'est un fait : les sujets de RSE sont aujourd'hui partie prenante dans l'appréciation des risques extra-financiers d'une opération de fusion-acquisition. « Lorsque l'on parle de RSE, on pense à l'environ-

nement mais il y a aussi toutes les problématiques ESG, avec notamment les questions de gouvernance et d'anti-corruption qui prennent beaucoup d'importance dans les acquisitions », précise Simon Amselle, directeur juridique corporate et

conformité chez Nexity. Même constat du côté de l'entreprise Delfingen Group et de son vice-président exécutif et CCO, Christophe Clerc. « Nous réalisons environ une opération d'acquisition par an à l'international », dévoile-t-il. « Ces

enjeux RSE/ESG sont donc de plus en plus pris en considération. »

Appréciation des risques

Une tendance qui s'observe tant du côté des corporate que



Avec de gauche à droite : **Jean Bel**, head of greentech, Crédit Agricole CIB ; **Christophe Clerc**, executive vice president - chief corporate officer, Delfingen Group S.A. ; **Françoise Gintrac**, associée, Deals & ESG, PwC France & Maghreb ; **Pierre Sidem** (modérateur), fondateur, RSE Data News ; **Simon Amselle**, directeur juridique corporate et conformité groupe, Nexity

des fonds de private equity. « Aujourd'hui, l'ESG est systématiquement mis à l'agenda des process M&A, et peut même être un "deal breaker" », affirme Françoise Gintrac, associée chez PwC France & Maghreb. Par conséquent, des due diligences approfondies sont désormais nécessaires. « Il faut néanmoins avoir une approche pragmatique ; on ne peut pas non plus passer des mois à tout investiguer », tempère-t-elle. « Il existe notamment des matrices d'analyse sectorielle qui permettent d'identifier quelles sont les grandes zones de risques en fonction des secteurs et des profils d'entreprises. » Chez

Crédit Agricole CIB, des grilles de mesures d'impact détaillées sont mises en place pour les deals sensibles, y compris au stade des due diligences. « Il faut être proactif, et avoir autour de la table des conseils sensibilisés et équipés dans ce domaine », affirme Jean Bel, head of greentech du groupe bancaire. Du côté de Nexity, Simon Amselle atteste que davantage de questions sont posées à ce sujet au cours des phases d'audit. « Nous apprécions les conseils qui ont déjà des grilles d'analyse à ce stade, car il est important de se projeter dans ce que va être l'intégration de la cible. »

Création de valeur

Pour Christophe Clerc, il existe aujourd'hui trois facteurs clés permettant d'apprécier la maturité de la RSE au sein d'une entreprise : le capital humain, les enjeux business et l'aspect conformité/éthique. « Ce sont des éléments déterminants dans le go/no go d'une opération », insiste-t-il. Reste désormais à combler le manque d'informations à ce sujet. Pour ce faire, la réglementation disclosure est attendue de pied ferme par les spécialistes. « On peut espérer qu'elle va aider le monde du M&A à mieux apprécier la valeur des entreprises, mais aussi à regarder la valeur

apportée par toutes les parties prenantes d'une entreprise, et pas seulement par les apporteurs de fonds que sont les actionnaires et les banques », souligne Françoise Gintrac, pour qui ce sujet complexe nécessite plus que jamais d'être bien accompagné. Un nouveau paradigme qui change également la façon de travailler des acteurs du secteur, comme l'indique Jean Bel. « Ces transactions dont la raison d'être est la décarbonation font de plus en plus souvent intervenir des compétences de différents secteurs », rapporte-t-il. « Nous passons d'un schéma de "vertical industry" à une organisation transversale. » ■

Assurer les opérations de fusions-acquisitions : une solution en ces temps de crise ?

De par les risques divers, les opérations de M&A peuvent parfois pâtir d'un manque de visibilité pour les acquéreurs. Dans ce contexte, l'assurance garantie actif et passif se pose en véritable facilitatrice de deals.

Avec de gauche à droite : **Nicolas Billiotte**, vice president - Investment Banking division, Nomura ; **Lucie Bocel**, associate director - co-head of France, Howden M&A ; **Hervé de Mones** (modérateur), administrateur, CNCEF M&A et chargé d'enseignement, Université Paris Dauphine ; **Andras Haragovitch**, director - co-head of France, Howden M&A ; **Michael Petit**, managing director, Financière de Courcelles



Dans un marché où l'offre a précédé la demande en France, l'assurance garantie actif et passif (GAP) connaît actuellement une évolution tous azimuts. « Grâce à ce produit, les assureurs acceptent de prendre en charge une partie

du risque. Cela change la donne sur le marché des fusions-acquisitions », affirme Andras Haragovitch, directeur et co-head France du courtier Howden M&A. En venant couvrir des risques encore inconnus au jour de la signature d'un contrat de

cession, l'assurance GAP a tout pour plaire dans un contexte de plus en plus anxiogène et incertain. « C'est un processus rapide – trois semaines environ – qui ne nécessite pour sa mise en place que l'obtention des "disclosures" d'un vendeur »,

explique Lucie Bocel, associate director et co-head France chez Howden M&A.

Un marché de plus en plus mature

Autre atout de l'assurance GAP : son spectre très vaste.

« Cette assurance peut couvrir des risques fiscaux, environnementaux, juridiques, immobiliers... », détaille Lucie Bocel. « Par ailleurs, les transactions que l'on assure vont d'une valeur d'entreprise de 3 millions d'euros à plusieurs milliards d'euros. » Si le marché de l'assurance est désormais mature en France, cette dernière continue néanmoins d'accuser un certain retard en la matière... « Aux Etats-Unis, par exemple, jusqu'à 70 % des opérations de "private M&A" sont assurées », indique Andras Haragovitch. « En France, seules 16 % des opérations de plus de 400 millions d'euros réalisées au cours des

deux dernières années ont fait l'objet d'une assurance. » Des chiffres pouvant s'expliquer par une différence de culture, mais également par l'absence de déclarations entre fonds français. La professionnalisation croissante de l'ensemble des acteurs du marché (courtiers, assureurs, etc.), leur augmentation mais aussi une certaine évangélisation du marché pourraient toutefois changer la donne. « Les forces en jeu vont se rééquilibrer », assure Andras Haragovitch. Pour preuve, au sein de la holding financière Nomura, toutes les opérations dans le domaine des infrastructures depuis 2019 ont fait

l'objet d'une garantie actif-passif. « Nous avons toutefois dû éduquer les comités d'investissement et garantir qu'il n'y avait pas de trou dans la raquette si jamais nous avions recours à l'assurance », révèle Nicolas Billiotte, vice-président investment banking division de Nomura.

Démocratisation

Michael Petit, managing director chez Financière de Courcelles, constate également une accélération progressive du recours à l'assurance GAP sur le segment small et mid cap. « Nous réalisons environ 5 % d'opérations par an assurées

avec de la GAP », précise-t-il. « Historiquement, ce produit était moins adapté au small cap, mais cela tend à se démocratiser. » En revanche, parmi les clients de la banque d'affaires, aucun fonds n'a récemment demandé à avoir recours à cette assurance. « Mais le rapport de force change », indique Michael Petit. « De notre côté, nous allons pousser ce produit qui facilite grandement les opérations. » « Nous espérons que la mise en place de ce produit va perdurer, et qu'il sera de plus en plus utilisé », conclut Lucie Bocel. « L'assurance GAP est bel et bien une réponse à une question de gestion des risques. » ■

ÉTUDE DE CAS

Data room 2.0 : la technologie au service des deals M&A

Avec l'essor de la dématérialisation, les data rooms se sont sophistiquées pour offrir davantage de confort aux dealmakers. Focus sur ces outils nouvelle génération.

Si l'existence des data rooms virtuelles n'est pas nouvelle, celles-ci doivent aujourd'hui évoluer à marche forcée pour répondre à des besoins de dématérialisation grandissants. Et ce, tout au cours de la vie d'une opération de fusion-acquisition. « Il y a habituellement une problématique de suivi lorsque l'on utilise une data room », remarque Grégoire Debit, cofondateur et CEO de la plateforme Closd, sorte de « deal room » permettant d'automatiser et de digitaliser un maximum de process. « Notre but est de faciliter les deals de A à Z, jusqu'au closing, et même au-delà, ainsi que la collaboration entre toutes les parties prenantes, dont les conseils. » Depuis cinq ans, Closd, qui se présente comme « un acteur global de la transaction », a ainsi accompagné plus de 25 000 opérations, tant du côté d'acteurs du M&A que de conseils. « Nous nous sommes aperçus qu'il y avait un gros besoin sur le segment de la due diligence notamment », poursuit Grégoire Debit. « Les acteurs du marché du M&A nous ont fait part de leur besoin d'avoir des outils simples, flexibles et sécurisés. » Hébergé en France, Closd répond à cette question de la



Vassili Andricopoulos, group CIO, 8 Advisory ; **Grégoire Debit**, co-fondateur, CLOSD ; **Corinne Previtali** (modératrice), secrétaire générale, CNEF France M&A

souveraineté des données de plus en plus importante pour les acteurs du M&A. Tout comme à celle de la traçabilité, devenue indispensable. « Nos clients peuvent récupérer eux-mêmes sur la plateforme l'ensemble des actions des utilisateurs, et voir qui a fait quoi », affirme le cofondateur. « Surtout, notre data room permet d'avoir une prévisibilité du coût, en adéquation avec les besoins du marché. »

L'accent sur la sécurité

De quoi éclipser les acteurs historiques du secteur qui, avec des data rooms assez lourdes et coûteuses, ne sont pas parvenus à faire leur mue et à adapter leur technologie. Par conséquent, beaucoup

d'acteurs du M&A se sont tournés vers des solutions de partage de données grand public beaucoup moins sécurisées telles que Dropbox ou encore WeTransfer. Un constat que déplore Vassili Andricopoulos, CIO de 8 Advisory. « Cette sécurité des données est nécessaire pour nous comme pour nos clients », assure-t-il. « C'est notamment pour cette raison que nous nous sommes tournés vers Closd ; une première fois pendant le confinement et, plus récemment, pour répondre aux exigences de sécurité d'un client, qui souhaitait également qu'une quarantaine de personnes puissent accéder à la data room en même temps. » De quoi faire la différence. ■

Compliance et M&A : évaluer les conséquences de l'acquisition et préparer l'intégration de la cible

Protéiforme, la compliance est désormais au cœur de toute opération de fusion-acquisition. Entre constats et conseils, le point sur un phénomène qui prend de plus en plus d'ampleur.



Avec de gauche à droite : **Christophe Collard** (modérateur), professor of Law, EDHEC Augmented Law Institute ; **Julien Laumain**, chef du département du contrôle des acteurs économiques, AFA ; **Audrey Magny**, avocat associé, Smalt Avocats ; **Karine Tollemer**, directrice juridique groupe, Loxam

Contrainte pour certains, outil stratégique pour d'autres, la conformité ne peut en tout cas plus être ignorée par les acteurs du M&A. « Nous constatons une immixtion croissante des sujets compliance dans le cadre des opérations de fusion-acquisition », affirme Audrey Magny, associée chez Smalt Avocats. « Cela touche à la fois au blanchiment, à l'anti-corruption, au trafic d'influence, au RGPD, etc. Tous ces sujets présentent en effet un risque pouvant donner lieu à des amendes, avec un engagement de la responsabilité civile et pénale. »

A géométrie variable

Reste à savoir exactement où placer le curseur... « La compliance est à géométrie variable selon les entreprises. Elle évolue en fonction du contexte et du secteur d'activité », analyse Karine Tollemer, directrice juridique du groupe Loxam. La multiplicité des réglementations à l'interna-

tional ajoute également à cette complexité. « Il s'agit de ne pas avoir une vision trop ethnocentrée, car une problématique qui peut sembler moins importante ici peut l'être ailleurs », souligne la directrice juridique. Côté autorités, depuis sa création en 2016, l'Agence française anticorruption (AFA) a réalisé une centaine de contrôles, en particulier au niveau de grandes entreprises confrontées à des sujets de M&A. « A partir du moment où l'on réalise un minimum de croissance externe, c'est un processus à risque », indique Julien Laumain, chef du département du contrôle des acteurs économiques à l'AFA. « Nous constatons une réelle évolution depuis six ans ; les process M&A sont aujourd'hui précis, complets, avec des services juridique et conformité qui interviennent dès le départ. » Il est toutefois important de ne pas négliger les acquisitions plus anciennes, qui peuvent aujourd'hui porter préjudice à la société. « Une

approche par les risques doit être réalisée. Pour ce faire, il est important que l'instance dirigeante soit impliquée directement, ou que l'on donne les moyens aux services juridique et conformité de mener à bien ces travaux », insiste Julien Laumain.

Une vigilance de chaque instant

A chaque stade d'une opération de M&A, des vérifications doivent être effectuées. « La première phase est l'audit de compliance », détaille Audrey Magny. « L'exercice va être de savoir si des bonnes pratiques sont mises en place, à défaut de pouvoir déceler le risque à ce stade. Ensuite, se posera la question de la négociation contractuelle ; les risques de compliance, et notamment réputationnels, peuvent être chiffrés, et donc faire l'objet d'une garantie spécifique. » Pour Julien Laumain, il est nécessaire de mettre en place des mesures de vigilance et

des garde-fous afin de pouvoir identifier tout risque qui pourrait survenir pendant la relation, à l'instar d'assurances ou de clauses. « Lors d'un contrôle, nous attendons de l'entreprise une procédure formalisée construite sur la base de la cartographie des risques de l'entité, ainsi qu'une approche par les risques en délimitant les différents projets qui pourraient être menés », indique-t-il. Historique de l'entité, structure actionnariale, risques liés aux agents publics et aux tiers ou aux sanctions et contrôle des exportations sont autant de points pris en considération par l'AFA au début d'une opération de M&A. Post-acquisition, la compliance n'en reste pas moins essentielle. « Au moment du déploiement des procédures, cela permet d'intégrer et de créer du lien avec un maximum de personnes afin d'harmoniser le tout », atteste Karine Tollemer. Un outil stratégique autant que d'intégration, donc. ■

Les fusions-acquisitions : une solution de croissance substantielle pour les PME/ETI ?

Le M&A n'est pas l'apanage des grands groupes, loin de là. Côté PME et ETI, le marché est également dynamique et de belles opportunités sont à réaliser.

Malgré le contexte, les petites et moyennes entreprises résistent. Pour l'instant, tout du moins. « Le marché est structurellement toujours animé dans la mesure où certaines entreprises, souvent très incarnées par leur

dirigeant partant à la retraite, sont à vendre », explique Guillaume Queyrat, directeur d'affaires chez Crédit Agricole Midcap Advisors. « D'autres sociétés souhaitent grossir ou acquérir des compétences qu'elles n'ont pas, ou sont dans

des phases de consolidation. » L'une des caractéristiques de ce marché des PME/ETI ? « Il est moins spéculatif », poursuit-il. « Les typologies de financement restent relativement classiques ; par conséquent, les valorisations restent raisonnables. »



Avec de gauche à droite : **Bernard Cendrier**, directeur associé, In Extenso Finance et Transmission ; **Clémence de Perthuis**, head of legal, Jobteaser ; **Guillaume Queyrat**, directeur d'affaires, Crédit Agricole Midcap Advisors ; **Pascal Quiry** (modérateur), co-auteur du Vernimmen, professeur de finance, HEC

Soigner la phase préparatoire

Même constat du côté de Bernard Cendrier, directeur associé chez In Extenso Finance et Transmission. « Le segment du small et mid cap reste dynamique, avec deux types de marchés : la stratégie "buy and build" des fonds d'investissement, et des PME/ETI familiales qui souhaitent gagner des parts de marché et des synergies via des opérations de croissance externe. » Exemple de cette dynamique, le spécialiste européen de l'orientation et du recrutement des jeunes talents JobTeaser, qui a mis la main sur son homologue danois Graduateland l'été dernier. Une première pour la société. « Nous avons développé

une stratégie de croissance à l'international depuis 2019, mais nous nous sommes rapidement heurtés à de la concurrence au Danemark ; en rachetant cette entreprise, nous avons la solution », expose Clémence de Perthuis, head of legal chez JobTeaser. L'opération, réalisée en huit semaines seulement, a toutefois soulevé quelques problèmes post-acquisition... « Nous avons dû faire face à des problématiques d'intégration en termes d'hommes et de process, de comptabilité, de prix de transfert, de gouvernance... », liste-t-elle. « Il est important de ne pas négliger ces aspects, et de réaliser un gros travail en amont avec les fondateurs sur la direction à prendre en termes de

business mais aussi de culture d'entreprise. »

Clauses et tendances

Du côté des clauses contractuelles, la tendance est à un certain alourdissement des process. Résultat, beaucoup d'audits et une documentation juridique très fournie. « Ce que l'on voit de manière récurrente, ce sont des clauses de locked-box ou de fixation de prix pour essayer d'anticiper », observe Guillaume Queyrat. Bernard Cendrier constate, pour sa part, un retour des clauses de complément de prix sur le devant de la scène. « Celles-ci permettent de rapprocher les deux parties pendant la négociation », indique-t-il. « Par

ailleurs, de plus en plus de sociétés demandent des périodes d'accompagnement relative-ment longues au cédant (deux à trois ans) et un réinvestissement d'une partie de leur montant dans l'entreprise, de manière à s'assurer que la transition se fera au mieux. » Quoi qu'il en soit, préparer un business plan et un prévisionnel reste primordial. « Cela permet aux dirigeants de se projeter », affirme Guillaume Queyrat. « Les questions qui vont se poser prochainement sont celles de la continuité d'accès au crédit. Au-delà des contingences économiques actuelles, une raréfaction du crédit pourrait représenter un frein sur ce segment d'activité. » Bilan d'ici quelques mois... ■

Le droit de la concurrence à l'épreuve des fusions-acquisitions

Avec de gauche à droite : **Etienne Chantrel**, chef du service des concentrations, Autorité de la Concurrence ; **Emmanuelle Claudel** (modératrice), professeur de droit privé, Université Paris 2 Panthéon Assas ; **Fernanda de Abreu**, senior manager, Vogel & Vogel ; **Gabriel Lluch**, general counsel competition and regulation, Orange ; **Joseph Vogel**, directeur général, Vogel & Vogel



Face aux acquisitions dites prédatrices, les autorités françaises et européennes de la concurrence se sont dotées de nouveaux outils qui font débat au sein de la communauté. Tour d'horizon de ces évolutions et des difficultés rencontrées.

Les acquisitions prédatrices non contrôlées sont un problème concurrentiel récurrent contre lequel les autorités de concentration tentent de lutter. Pour ce faire, certaines ont récemment adopté des outils ad hoc. En 2017, l'Allemagne et l'Autriche ont ainsi instauré la création d'un nouveau seuil. Et en avril 2021,

la Commission européenne a fait le choix de l'intermédiation avec l'article 22 du règlement n° 139/2004, illustré par le cas Illumina/Grail. « C'est une évolution qui va dans le bon sens », commente Etienne Chantrel, chef du service des concentrations au sein de l'Autorité française de la concurrence. « Même s'il s'agit d'un

outil ciblé, nous comptons bien l'utiliser de manière proactive en réalisant nous-même une veille des opérations. »

Dialogue avec les autorités

Autre avancée, la législation sur les marchés numériques (DMA) adoptée en septembre dernier, visant à rendre le secteur plus équitable et compétitif. « Si ces évolutions ne sont pas parfaites, elles signifient néanmoins que l'on va pouvoir discuter avec les autorités », estime Gabriel Lluch, directeur juridique concurrence

d'Orange, qui confie avoir actuellement quatre opérations de concentration en cours. « Parmi les difficultés que l'on peut rencontrer, il y a la vision parfois asymétrique que nous avons par rapport à une autorité de la concurrence », rapporte-t-il. « Nous arrivons avec des convictions, dans un marché où la cyclicité d'innovation et d'évolution est très forte. Les analyses et niveaux de maturité ne sont donc pas les mêmes, ce qui peut parfois créer un hiatus dans la discussion. » Côté conseils, Joseph Vogel, direc-

teur général du cabinet Vogel & Vogel, glisse être plus réservé quant au niveau de sécurité juridique de certains outils. « Avec l'article 22, par exemple, on se retrouve avec des critères d'interprétation qui sont très flous », observe-t-il. « Le cas Illumina/Grail prouve en outre que cela peut être un nid à contentieux. » Pour l'avocat, les difficultés ponctuelles peuvent se résoudre dans le dialogue avec les autorités. « Ce qui pose surtout problème, c'est la durée des procédures, que l'on a du mal à maîtriser et qui ne correspond souvent

pas à la durée économique », déplore-t-il. « En Europe, nous devons également faire face à des appréciations qui ne sont parfois pas les mêmes selon les Etats. » Une difficulté qui, selon lui, mériterait d'être résolue par une harmonisation plus poussée des contrôles.

Une formation nécessaire

Parmi les risques possibles, celui de « gun jumping », à savoir le défaut de notification. Un cas qui reste rare comme l'atteste Fernanda de Abreu, senior manager chez Vogel & Vogel. « Ce que j'ai pu voir, en

revanche, ce sont des entreprises qui oublient de notifier », précise-t-elle. « Certaines ont le sentiment que le contrôle des concentrations, c'est l'acquisition à 100 % d'une société tierce. Or, cela peut être aussi un achat d'actif, une prise de participation minoritaire ou encore la création d'entreprises communes. » Pour l'avocate, afin d'éviter ce genre d'oubli, la formation des juristes d'entreprise et des négociateurs M&A est nécessaire. C'est le cas notamment chez Orange, comme l'affirme Gabriel Lluch. « Nous commençons par former

tous ceux qui vont être impliqués dans ce type de dossiers », indique-t-il. « Il s'agit de formations poussées, pas juste du rappel de règles. » Et pour éviter qu'une opération ne soit avortée, les chantiers juridique, économique et les chantiers de lobbying sont, selon Joseph Vogel, à affronter simultanément. « Il faut pouvoir calculer les synergies possibles et les restrictions de chaque engagement potentiel, avoir des contrats solides et des clauses de rendez-vous entre vendeur et acheteur pour aménager le projet », conclut-il. ■

Licornes françaises : une croissance tributaire des opérations de M&A ?

Le marché du M&A est, depuis quelques mois, très actif du côté des Licornes. Retour sur les raisons qui poussent ces start-up et autres fintechs à s'engager dans des opérations de croissance externe, et sur les bonnes pratiques à mettre en place post-acquisition.



Avec de gauche à droite : **Romain Boulland** (modérateur), professeur associé, Essec Business School ; **Rémi Freon**, general counsel, Deezer ; **Matthieu Grollemund**, associé, Hogan Lovells ; **Séverin Henry**, VP finance, Qonto ; **Pierre Lumeau**, associate general counsel, Contentsquare

Attirer de nouveaux talents, se déployer à l'international, pénétrer de nouveaux marchés ou encore diversifier sa gamme de produits ; les start-up, et en particulier les Licornes, se lancent dans des opérations de M&A pour de nombreux motifs. Du côté de la scale-up Contentsquare, qui a mis la main en septembre 2021 sur Hotjar, spécialiste de l'analyse de l'expérience digitale sur le marché des PME, le but était d'acquérir un nouveau segment de marché davantage axé sur les petites entreprises. « Plus récemment, en novembre dernier, nous avons également acquis une nouvelle compétence via le rachat de PingPong, qui fait du "testing" utilisateur »,

ajoute Pierre Lumeau, associate general counsel du groupe. « L'idée était d'offrir à nos clients la possibilité d'avoir également accès à cette activité. »

Meilleur des deux mondes

Pour Rémi Freon, directeur juridique de Deezer, le sujet principal pour une entreprise telle que la sienne est la différenciation. « Dans le cadre de notre IPO, nous avons défini une stratégie de diversification qui nous a amenés à conduire une politique M&A visant à acquérir des actifs rapidement », explique-t-il. « Nous avons notamment mis la main en septembre dernier sur un bloc majoritaire de la société Drift, positionnée sur le "live stream-

ing". » Si les voyants semblent être au vert, un élément central commence néanmoins à ternir ce bel essor pour les Licornes : le financement. « Nous observons actuellement un double effet de raréfaction des financements et des opérations, due à une déflation des prix qui s'est propagée de la tech américaine jusqu'ici », analyse Matthieu Grollemund, associé chez Hogan Lovells. « Nous sommes donc à un moment où il y a beaucoup d'opportunités de deals, mais qui se déroulent dans des conditions plus compliquées. » Selon l'avocat, les opérations sur titres sont plus aisées à mener, car il existe différentes typologies d'actionnaires plus coutumière de ces deals et un certain nombre d'investisseurs

intéressés par des Licornes avec une « equity story ». « Par ailleurs, les Licornes sont à présent plus facilement éligibles au financement bancaire car elles sont devenues beaucoup plus grosses », complète-t-il. « Entre les financements equity et les banques traditionnelles, nous avons donc le meilleur des deux mondes, du moins pour l'instant. »

Problématique d'intégration

Dans les deals de stock-for-stock, l'une des plus grandes complexités techniques réside dans le fait qu'ils soient financés par l'émission d'actions ordinaires au vendeur, ce qui pose parfois un problème d'acceptation pour lui. « C'est

une contrainte qui disparaît une fois que la Licorne est cotée », tempère toutefois Rémi Freon. Post-acquisition, ce sont les problématiques d'intégration

qu'il faut ensuite regarder avec attention. « Une opération sur deux est destructrice de valeur pour ses actionnaires », souligne Séverin Henry, vice-président

des services financiers de Qonto. « Deux approches vont s'affronter : soit je rachète la société en la laissant relativement autonome, soit je l'intègre

totale. Cela peut évoluer en fonction du business model. » Plus que jamais, une bonne préparation des équipes en amont est donc nécessaire. ■

M&A et fiscalité : évolutions réglementaires et nouvelles tendances émergentes

Notion du bénéficiaire effectif, ATAD II, Pilier 2 et même RSE ; autant de réglementations et de concepts qui impactent ou s'approprient à impacter la fiscalité en France, et par là même les opérations de fusions-acquisitions.



Avec de gauche à droite : **Nadège Briotet-Grau**, Global Tax M&A director, Schneider Electric et membre, A3F ; **Emmanuelle Deglaire** (modératrice), professeur associé en droit et fiscalité, EDHEC Augmented Law Institute ; **Franck Etienne**, directeur fiscal groupe, La Poste Groupe ; **Katia Gruzdova**, avocate fiscaliste spécialiste M&A, PwC Société d'Avocats ; **Gauthier Halba**, VP tax / directeur fiscal groupe, Sonepar

C'est un fait : les financements se durcissent et les répercussions sont visibles sur les négociations avec les potentiels acquéreurs d'une société. Et ce d'autant plus dans les deals qui intègrent plusieurs juridictions fiscales. « La problématique de l'allocation de la valeur intervient très rapidement dans le process », affirme à ce sujet Nadège Briotet-Grau, global tax M&A director chez Schneider Electric. « Lorsque l'on réalise une opération de transfert d'actifs en Chine, par exemple, on a besoin d'un rapport de valorisation d'un tiers en local, ce qui peut potentiellement générer des difficultés lorsque l'allocation de valeur est différente des discussions. » Une dichotomie global/local qui nécessite une collaboration avec toutes les équipes juridiques et M&A afin de faciliter les relations avec les acquéreurs.

Evolutions réglementaires

Côté acheteur, selon le directeur fiscal de Sonepar Gauthier Halba, le problème de rapprochement des actifs peut se poser, de même que la question de l'allocation de valeur à la fois en tant qu'acheteur mais aussi vis-à-vis du vendeur. « Il faut être le plus cohérent possible par rapport à la valeur économique globale de ce que l'on a acheté », assure-t-il. « Cependant, l'allocation de valeur liée aux contraintes locales n'est parfois pas la même que l'allocation de valeur au niveau central. » Des complexités que peuvent pallier les différentes évolutions réglementaires en matière fiscale. Parmi elles, la notion du bénéficiaire effectif qui, si elle n'est pas nouvelle, change de dimension avec le développement de l'échange d'informations. « Grâce à cette notion, il est plus simple aujourd'hui pour les administrations fiscales de retracer un flux de son point de départ

jusqu'à l'arrivée », explique Katia Gruzdova, associée chez PwC Société d'Avocats. « C'est un concept plus simple à mettre en œuvre pour les administrations locales, et que l'on peut intégrer aussi bien en due diligence que dans la structuration fiscale des opérations de M&A. » Pour éclaircir les contours de cette notion, la directive ATAD II est attendue avec impatience par les professionnels. « Si elle doit être simplifiée, cette directive a le mérite d'apporter un cadre », estime Franck Etienne, directeur fiscal du groupe La Poste. « Je la perçois davantage comme quelque chose qui va sécuriser les schémas que comme une contrainte. »

Droit prospectif

La fiscalité est par ailleurs devenue une partie intégrante de la RSE dans les opérations de M&A. Pour preuve, les emprunts et financements « verts » avec les émissions d'Océane durables.

« La RSE devient un élément de décision pour le management que l'on doit prendre en compte », témoigne Franck Etienne. « Nous envisageons même, pour nos futures acquisitions, de mettre en place une sorte de charte fiscale afin d'être sûrs qu'il y a bien une adhérence avec les valeurs que l'on défend et que l'on affirme dans nos documents publics. » Et pour la suite ? L'entrée en vigueur des dispositions de Pilier 2, visant à instaurer un impôt minimum de 15 % pour chaque juridiction fiscale d'implantation d'un groupe réalisant plus de 750 millions d'euros de chiffre d'affaires consolidé, est attendue d'ici 2023 ou 2024. Mais pour l'heure, cela relève encore du droit prospectif. « Côté conseils, le maître-mot est l'anticipation », conclut Katia Gruzdova. « C'est un sujet qui mérite d'être réfléchi dès maintenant, aussi bien en structuration qu'en due diligence. » ■

Par Chloé Enkaoua - Photos : Christopher Salgado

MERCI À TOUS NOS INTERVENANTS

François Henrot, Marc-Elie Bernard, David Chekroun, Antoine Grenier, Stéphane Hutten, Jean-Michel Noé, Marie-Hélène Tonnellier, Jean Bel, Christophe Clerc, Françoise Gintrac, Pierre Sidem, Simon Amselle, Nicolas Billiotte, Lucie Bocel, Hervé de Monès, Andras Haragovitch, Michael Petit, Vassili Andricopoulos, Grégoire Debit, Corinne Previtali, Christophe Collard, Julien Laumain, Audrey Magny, Karine Tollemer, Etienne Chantrel, Emmanuelle Claudel, Fernanda de Abreu, Gabriel Lluch, Joseph Vogel, Bernard Cendrier, Clémence de Perthuis, Guillaume Queyrat, Pascal Quiry, Romain Boulland, Rémi Freon, Matthieu Grollemund, Séverin Henry, Pierre Lumeau, Nadège Briotet-Grau, Emmanuelle Deglaire, Franck Etienne, Katia Gruzdova, Gauthier Halba