

FUSIONS & ACQUISITIONS

La première revue des rapprochements d'entreprises

DEPUIS 1987

Les nouvelles tendances

des fusions-acquisitions internationales



N° 330

Novembre-décembre 2023



Camille Auzouy Castel
Master in Management
ESCP Business School
(Law & Finance major)



Antoine Auzoux-Dutheil
Master 2 Business,
Tax and Financial Market Law
Université Paris Saclay



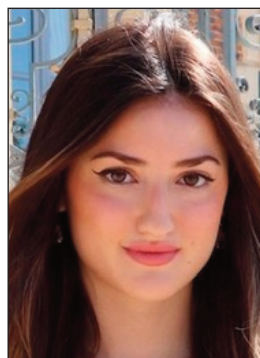
Henri Barbe
Master in Management
ESCP Business School
(Law & Finance major)



Mathieu Bolloré
Master 2 Business,
Tax and Financial Market Law
Université Paris Saclay



Héloïse Broncard
Master in Management
ESCP Business School
(Law & Finance major)



Adrianna Cela
Master 2 Business,
Tax and Financial Market Law
Université Paris Saclay



Emma Demesse
Master 2 Business,
Tax and Financial Market Law
Université Paris Saclay



Romain Dos Santos Rodrigues
Master 2 Business,
Tax and Financial Market Law
Université Paris Saclay



Emma Gilliot
Master in Management
ESCP Business School
(Law & Finance major)



Alexis de Laplagnolle
Master 2 Business,
Tax and Financial Market Law
Université Paris Saclay



Imane Lazraq
Master in Management
ESCP Business School
(Law & Finance major)



Léa Le Borgne
Master 2 Business,
Tax and Financial Market
Law Université Paris Saclay



Tom Melloul
Master in Management
ESCP Business School
(Law & Finance major)



Adèle Sapin
Master in Management
ESCP Business School
(Law & Finance major)



Clémence Tournier
Master in Management
ESCP Business School
(Law & Finance major)



Ryan-Landry Yohou
Master 2 Business,
Tax and Financial Market Law
Université Paris Saclay

**Directrice de la publication
et rédactrice en chef**

Marina Guérassimova
mguera@fusions-acquisitions.fr

Conseil rédactionnel

Olivier Barret (Sycomore CF),
Charles Beigbeder (Audacia),
Marcus Billam (Darrois Villey Maillot
Brochier), Jérôme Calvet (Nomura),
Pierre-Yves Chabert (Cleary Gottlieb),
Jean-Baptiste Charlet (Morgan Stanley),
Bernard Cheysson (Cheysson
Marchadier & Associés),
Emile Daher (Goldman Sachs),
Nicolas Desombre (Citi),
Yann Dever (Ondra Partners),
Christophe Estivin (In Extenso),
Eric Félix-Faure (Oaklins),
Noël Forgeard (Financière de Courcelles),
Thomas Gaucher (Clearwater Intl),
Jean-Christophe Germani (CVC),
Stéphane Grandguillaume (3i),
Stéphanie Hospital (OneRagtime),
Sophie Javary (BNP Paribas), Lahlou Khelifi,
Fady Lahame (Macquarie Capital),
Claude Lebescond (CA CIB),
Fanny Letier (Geneco Capital Entrepreneur),
Alexandre Margoline (Permira),
Jérémy Marrache (Goldman Sachs),
Guillaume Mortelier (Bpifrance),
Michel Paris (PAI Partners),
Luc Paugam (HEC Paris),
Cyrille Perard (Perella Weinberg Partners),
Guillaume Piette (Financière de Courcelles),
Hervé Pisani (Freshfields),
Nathalie Police (Bpifrance),
Mathieu Remy (Clifford Chance),
Gwénaél de Sagazan (Degroof Petercam),
Hubert Segain (Herbert Smith),
Richard Thil (Rothschild),
Maja Torun (JPMorgan),
David Zeitoun (Unibail)

Conseillers scientifiques

Jean-Pierre Bertrel,
David Chekroun et Gilles Pillet



Direction commerciale

abonnement@fusions-acquisitions.fr

Fusions & Acquisitions

est une publication bimestrielle
des Éditions Dealflow-Data SAS
au capital de 10.000 €

820 108 793 R.C.S. Evry NAF 58.14Z

Dépôt légal : à parution

Commission paritaire : 0618 T 86113

ISSN 1158-1468

Imprimé par Oliphant

141 Rue Charles de Gaulle

91440 Bures-sur-Yvette

Prix : 160 € TTC

| | |
|--------------------|---|
| Éditorial | 2 |
| Introduction | 3 |

LES NOUVELLES TENDANCES DES FUSIONS-ACQUISITIONS INTERNATIONALES

| | |
|---|----|
| Un point sur l'impact de la crise énergétique sur les transactions M&A | 6 |
| <i>Interview de Maxime Bulot, Associate Banker à la BERD</i> | |
| Quand la BCE joue sur les taux, doit-elle aussi anticiper les effets qu'auront ces décisions sur la stabilité financière ? | 9 |
| <i>Interview de Christophe Blot, Directeur adjoint, Département Analyse et Préviation de l'Observatoire Français des Conjonctures Economiques</i> | |
| Le secteur de la santé & Science de la vie garde le cap sur le marché du M&A | 14 |
| <i>par Simonetta Giordano, Associée, Simmons & Simmons</i> | |
| Un recentrage sectoriel : la montée en puissance du secteur de la tech dans les opérations M&A | 17 |
| <i>Interview de Julien Aucomte, avocat associé, et Myles Begley, avocat, August Debouzy</i> | |
| Le rôle des family offices dans les opérations de fusions-acquisitions internationales | 20 |
| <i>Interview de Henri Grellois, Co-fondateur d'Octave Family Office, Administrateur de l'Association Française du Family Office</i> | |
| Le comportement des acteurs du private equity dans un contexte incertain : entre vigilances accrues et opportunités | 23 |
| <i>Interview de Nils Rode, Chief Investment Officer, Schroders Capital</i> | |
| Un point sur les valorisations dans un marché en pleine transformation | 26 |
| <i>Interview de David Salabi, associé co-fondateur, Cambon Partners</i> | |
| L'autorité de la concurrence à l'épreuve des nouvelles tendances des fusions-acquisitions internationales | 29 |
| <i>Interview de Etienne Chantrel, Rapporteur général adjoint, chef du service des concentrations, et Bertrand Rohmer, Directeur de cabinet et des affaires européennes et internationales</i> | |
| L'impact des nouveaux critères ESG et compliance dans les opérations de fusions-acquisitions internationales | 32 |
| <i>par Hubert Segain et Laurence Vincent, Avocats associés, Corporate, Herbert Smith Freehills Paris LLP</i> | |
| M&A en 2023 : la tendance à l'ajustement permanent | 38 |
| <i>par Matthieu Grollemund, Avocat associé, Louis-Nicolas Ricard, Senior Knowledge Lawyer, et Pierre-Marie Boya, Counsel, Hogan Lovells</i> | |
| Règlement sur les subventions étrangères : une nouvelle contrainte pour les opérations de fusion-acquisition | 41 |
| <i>par Renaud Christol, Associé, et Marc-Antoine Picquier, avocat, August Debouzy</i> | |

Les renseignements contenus dans ce document sont puisés à des sources de bonne foi. Ils n'engagent en aucune manière notre responsabilité. Aucune reproduction, même partielle, n'est autorisée sans notre accord préalable. Crédit photo : à défaut de précision, tous droits réservés.



LES NOUVELLES TENDANCES DES FUSIONS-ACQUISITIONS INTERNATIONALES

*par David Chekroun, Professeur de droit des affaires à ESCP Business School
et co-directeur de l'Institut for Corporate Governance <https://icgprofessorship.org>*

Marina Guérassimova, Rédactrice en chef, Fusions & Acquisitions Magazine

Véronique Magnier, Professeur Agrégé, Université Paris-Saclay,

Directeur adjoint de la Graduate School Droit, en charge des Relations internationales

Directeur de la Clinique Juridique Paris-Saclay

Gilles Pillet, Professeur de droit des affaires et directeur du Mastère spécialisé

Droit et Management International à ESCP Business School

Yann Paclot, Professeur à l'Université Paris-Saclay, directeur de l'IDEP

Drew Shagrin, Professeur de droit des affaires à ESCP Business School

et co-directeur de l'Institut for Corporate Governance <https://icgprofessorship.org>

Après deux années record pour le *private equity* et les fusions acquisitions en général, le marché marque le pas depuis le début de l'année 2023. Entre guerre en Ukraine et crise sanitaire, hausse des taux, fin de l'argent facile et prise de conscience accrue des enjeux climatiques, avocats, banquiers et *deal makers* sont dans l'expectative. Les levées de fonds ont été divisées par rapport au premier semestre 2022¹, et le nombre d'opérations de plus de 50 M€ a diminué de 15% par rapport au nombre moyen d'opérations entre le premier semestre 2016 et le second semestre 2022, pour des montants également en baisse (31% de baisse au premier semestre 2023 par rapport à la moyenne entre le S1 2016 et le S2 2022).

Ces chiffres sont toutefois à mettre en perspective avec d'autres indicateurs plus rassurants : le LBO *small / mid cap* est au beau fixe, avec un nombre d'opérations qui a augmenté de 21% par rapport à la moyenne entre le S1 2016 et le S2 2022, même si le montant du ticket moyen a diminué.

Les entreprises font également leur grand retour sur le devant de la scène, et jouent leur rôle historique de repères du marché².

Des deals plus petits pour des montants plus modestes : certains acteurs n'y voient pas un ralentissement, mais un retour à la raison. Plutôt que d'investir à tout va, les fonds d'investissement préfèrent consolider leurs portefeuilles existants et créer de la valeur en réalisant des *build-ups* réfléchis. Les investissements sont plus rares, et plus exigeants : technologies, santé et éducation ont la cote au sein des comités d'investissement, et structurent les deals qui font l'actualité.

Dans le creuset des turbulences subies par les entreprises depuis 2020, se forment ainsi les contours des fusions-acquisitions internationales de demain. Afin de dégager ces grandes tendances, Fusions & Acquisitions Magazine et ESCP Business School renouvellent leur partenariat, en y associant cette année l'Université Paris-Saclay. Tout au long de l'année 2023, étudiants sous la direction scientifique des professeurs de l'ESCP et de l'Université Paris-Saclay ont interrogé avocats, banquiers, régulateurs, pour recueillir opinions, retours d'expériences et prévisions.

En alliant expérience pratique et recherche universitaire, nous espérons que cette étude permettra aux principaux acteurs du M&A de trouver quelques pistes de réflexion afin d'imaginer les transactions du futur : des acquisitions raisonnées, où les logiques de maximisation de la valeur et de rendement sur investissement s'effacent partiellement devant les nouvelles contraintes économiques et les aspirations sociétales.

¹ Activité au 1er semestre 2023 des acteurs du capital-investissement français, Etude Grant Thornton / France Invest, 13 octobre 2023.

² Les *corporates* ont ainsi effectué plus de 2/3 des méga-deals au premier semestre, selon une étude mondiale de PwC parue le 11 juillet 2023.



LES FUSIONS-ACQUISITIONS ET LES TURBULENCES DU MONDE EN 2023

*par David Chekroun, Véronique Magnier, Yann Paclot, Gilles Pillet, Drew Shagrin
et François Sicard*



David Chekroun



Véronique Magnier



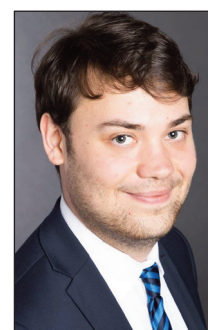
Yann Paclot



Gilles Pillet



Drew Shagrin



François Sicard

Depuis l'éclatement de la bulle des *subprimes* et la crise financière qui en a résulté en 2008, le marché du M&A doit fréquemment faire preuve de résilience. Les crises qui se sont succédé depuis lors sont autant de chocs qui mettent à l'épreuve l'économie en général, les législateurs et les acteurs du M&A. Connue de tous, leur liste ne laisse pas d'impressionner.

La pandémie de Covid a frappé les esprits en paralysant durablement l'ensemble des économies, à l'échelle du globe, réduisant à la portion congrue leurs échanges. Certes, le redémarrage n'a pas attendu que l'OMS acte la fin de l'urgence sanitaire, le 6 mai 2023, mais il demeure fragile. Les tensions géopolitiques se sont accentuées et étendues. La guerre en Ukraine est intervenue alors que les chaînes d'approvisionnement n'avaient pas encore retrouvé la solidité et la fluidité désirées. Elle a contribué à une hausse des matières premières et du coût de l'énergie. Les attentats du 7 octobre 2023 et la relance des conflits

au Proche-Orient n'auront pas seulement des conséquences régionales mais nécessairement des répercussions géopolitiques et économiques sur les échanges internationaux et les investissements dans le monde. Tous les problèmes ne sont d'ailleurs pas conjoncturels. L'ensemble se déroule dans le cadre d'un dérèglement climatique et d'une crise écologique directement liées aux activités économiques. On doit y ajouter, pour les pays occidentaux, une crise démographique profondément perturbatrice.

Que l'on parle de dé-mondialisation, de fragmentation du monde ou de changement de mondialisation, c'est toujours une réduction des échanges que l'on désigne. Et même si leur volume demeure plus de quarante fois supérieur à ce qu'il était en 1947, au moment de la signature des accords du GATT, cette baisse nourrit l'inquiétude. Elle n'épargne pas les régions du monde qui ont le plus contribué à la mondialisation des échanges,

Depuis l'éclatement de la bulle des *subprimes* et la crise financière qui en a résulté en 2008, le marché du M&A doit fréquemment faire preuve de résilience. Les crises qui se sont succédé depuis lors sont autant de chocs qui mettent à l'épreuve l'économie en général, les législateurs et les acteurs du M&A. Connue de tous, leur liste ne laisse pas d'impressionner.

La pandémie de Covid a frappé les esprits en paralysant durablement l'ensemble des économies, à l'échelle du globe, réduisant à la portion congrue leurs échanges. Certes, le redémarrage n'a pas attendu que l'OMS acte la fin de l'urgence sanitaire, le 6 mai 2023, mais il demeure fragile. Les tensions géopolitiques se sont accentuées et étendues. La guerre en Ukraine est intervenue alors que les chaînes d'approvisionnement n'avaient pas encore retrouvé la solidité et la fluidité désirées. Elle a contribué à une hausse des matières premières et du coût de l'énergie. Les attentats du 7 octobre 2023 et la relance des conflits au Proche-Orient n'auront pas seulement des conséquences régionales mais nécessairement des répercussions géopolitiques et économiques sur les échanges internationaux et les investissements dans le monde. Tous les problèmes ne sont d'ailleurs pas conjoncturels. L'ensemble se déroule dans le cadre d'un dérèglement climatique et d'une crise écologique directement liées aux activités économiques. On doit y ajouter, pour les pays occidentaux, une crise démographique profondément perturbatrice.

Que l'on parle de dé-mondialisation, de fragmentation du monde ou de changement de mondialisation, c'est toujours une réduction des échanges que l'on désigne. Et même si leur volume demeure plus de quarante fois supérieur à ce qu'il était en 1947, au moment de la signature des accords du GATT, cette baisse nourrit l'inquiétude. Elle n'épargne pas les régions du monde qui ont le plus contribué à la mondialisation des échanges, à savoir l'Union européenne, l'Amérique du nord et l'Asie.

Pour les législateurs, et les institutions financières publiques, réagir de manière adaptée représente un immense défi. Quels que soient les effets attendus des mesures et des normes mises en place, elles constituent, pour les acteurs économiques, une difficulté supplémentaire à surmonter. Le dispositif de filtrage des investissements étrangers, qui vise un équilibre fragile entre compétitivité, attractivité et protection, en est un exemple désormais bien connu. La fin de l'argent gratuit et le resserrement monétaire sont venus s'y ajouter.

Dans ce contexte, tous les acteurs du M&A ont fait les

mêmes constats. En dépit de quelques îlots de résistance, le nombre et le volume des transactions est en baisse significative. Dès la seconde moitié de 2022, les *megadeals* ont marqué une pause très nette, tandis que les *deals* plus modestes ont connu un fort ralentissement. L'incertitude semble devenue structurelle et, partout où ils regardent, les acteurs de ce marché constatent une augmentation de la volatilité. Des variables auxquelles ils ne prêtaient pas spécialement attention, font naître de nouveaux risques.

Et pourtant, les fusions et acquisitions nationales et internationales demeurent centrales pour les stratégies des sociétés, qu'il s'agisse de croissance ou de rentabilité. Ces entreprises, les investisseurs, leurs conseils et autres intermédiaires dessinent, par le renouvellement de leurs pratiques, les grandes tendances des fusions-acquisitions internationales. Comment naviguent-ils désormais sur cette mer agitée ? Où se trouvent aujourd'hui les courants porteurs et les vents contraires ? L'une des leçons tirées de la crise de 2008 était qu'il fallait se méfier de l'attentisme et lui préférer une démarche proactive, seul moyen de traverser les turbulences de manière à en sortir en avance sur ses concurrents. Comment minimisent-ils les risques et saisissent-ils les opportunités ?

L'ambition de ce numéro est de mettre en lumière ces nouvelles tendances des fusions-acquisitions internationales en ne sacrifiant rien de la complexité de la situation examinée. Suivant en cela la méthode désormais éprouvée de F&A magazine, nous avons fait la part belle à la pluridisciplinarité et au dialogue entre la théorie et la pratique. Et parce que nous considérons que la transmission des connaissances en direction des futurs professionnels doit se faire sans délai, au plus près des avancées de ce dialogue, les étudiants de l'option *Law & Finance* d'ESCP Business School et du M2 Business, Tax and Financial Market Law (BTFML) de l'Université Paris-Saclay ont été associés à l'ensemble de la démarche.

Les fruits de cette recherche peuvent être regroupés en quatre catégories.

En premier lieu, les articles décrivent et décryptent les éléments constitutifs d'un contexte et d'un climat incertains, *a priori* peu favorable aux opérations de M&A. Sont ainsi explorés, les liens entre les tensions géopolitiques, le déclin démographique, la baisse de la population active, d'une part, et la hausse des taux d'intérêt, avec ses conséquences sur le financement, d'autre part. Cela appelait en retour une réflexion sur ce que l'on peut attendre de la BCE. Comment peut-elle agir sur des prix qui dépendent de marchés mondiaux ? Dans quelle mesure une hausse des taux peut-elle contribuer à éviter une contagion trop im-

portante sur les autres prix et limiter chez les agents les anticipations d'inflation trop élevée ? Le problème de l'énergie et de son coût est, du moins à court terme, rendu plus complexe que jamais par la crise environnementale. Comment financer la transition énergétique en préservant la compétitivité et la rentabilité ?

Les articles révèlent, en second lieu, une tendance de fond qui consiste, pour tous les acteurs, à se concentrer ou se recentrer sur l'essentiel. Ils explorent les différentes déclinaisons de ce principe. Il peut s'agir de concentrer les investissements sur une zone géographique plus limitée. L'union européenne tire-t-elle son épingle du jeu ? La dimension sectorielle du phénomène est illustrée notamment par l'attractivité du secteur de la santé. Le poids de la lourde réglementation qu'impose un objet si sensible est-il un frein aux opérations de consolidation ou permet-il paradoxalement d'instaurer la confiance favorable aux investissements ? Sans surprise, le secteur de la Tech est l'autre secteur privilégié. Les articles mettent en lumière les raisons de ce succès, depuis la transformation de tous les secteurs par les nouvelles technologies, jusqu'au poids singulier qu'y occupe le capital humain et l'avantage qui en résulte dans un contexte inflationniste, en passant par les besoins importants en cyber-sécurité. L'attention se

porte également sur le discernement des acteurs qui, demeurent prudents et privilégient les actifs de qualité. Dans un contexte de crise environnementale, se concentrer sur l'essentiel signifie également placer les critères ESG au centre des réflexions et stratégies. Sans surprise, ils influencent les choix opérés par les investisseurs et les précautions prises par les conseils. Dans quelle mesure modifient-ils également les actions d'institutions comme la BERD ou la BCE ? Cette dernière peut-elle favoriser la croissance sans favoriser les émissions perturbatrices du climat ? Des autorités comme l'autorité de la concurrence peuvent-elles agir positivement en ce domaine tout en restant dans le cadre de leurs missions ?

Le troisième enseignement de la recherche menée concerne la valorisation des cibles. En dehors de quelques secteurs dynamiques où l'on pourrait craindre des bulles, quelle est l'importance de la baisse des valorisations ? Plus généralement, ce sont les changements induits par les crises dans les méthodes de valorisation qui retiennent l'attention. Les méthodes les plus couramment utilisées, parfois de manière combinée, sont mises à l'épreuve par l'incertitude structurelle décrite et les difficultés d'accès au financement. Les difficultés sont abordées selon différentes perspectives. La méthode DCF est ainsi confrontée aux

UN POINT SUR L'IMPACT DE LA CRISE ÉNERGÉTIQUE SUR LES TRANSACTIONS M&A



*Interview de Maxime Bulot, Associate Banker à la BERD
(Banque Européenne de Reconstruction et Développement)*

*Propos recueillis par Héloïse Broncard et Emma Gilliot,
étudiantes du Master in Management, ESCP Business School*

Dans quelle mesure la dépendance de l'Europe vis-à-vis des combustibles fossiles russes représente-t-elle une opportunité en matière d'investissements ?

En premier lieu, il s'agit d'assurer la sécurité énergétique : la dépendance de l'Europe au pétrole et au gaz russe a causé en partie la crise actuelle. Plus on va vers l'Est, plus c'est le cas. Il y a donc un besoin d'approvisionnement en plus de changement des moyens de production.

Il n'y a pas un manque de gaz en tant que tel (par exemple, on en trouve au Qatar) mais tous les pays ne sont pas égaux en termes d'approvisionnement. La France ou l'Allemagne peuvent se procurer du gaz liquéfié et le stocker, alors que des pays comme la Moldavie, avec un mix énergétique constitué à 90% d'énergies fossiles, ne peuvent pas se le permettre ou plus difficilement.

Pour contrer cela, on investit dans les énergies renouvelables et dans le nucléaire (par exemple, les EPR mais également les réacteurs de petite taille, capables d'approvisionner en électricité une ville ou une demi-ville).

Il y a donc eu une remise en question totale : il faut d'une part une diversification des sources d'approvisionnement

et d'autre part des moyens de production et une revue du mix énergétique.

Il est toutefois difficile d'arbitrer correctement entre l'objectif de décarbonation de notre économie et les enjeux provoqués par la guerre en Ukraine, notamment s'agissant du charbon, pour lequel le gaz est aujourd'hui l'une des principales alternatives.

Quelle est votre position concernant le risque de 'retour en arrière' en matière d'énergie verte (réouverture de plusieurs centrales à charbon en Allemagne et en France, par exemple) ? Comment percevez-vous ce risque et quels outils avez-vous à votre disposition pour mitiger ce risque ?

Il y a un vrai risque, notamment dans les pays très dépendants au charbon (8 pays en Europe de l'Est figurent parmi les 10 pays les plus dépendants au charbon). Le gros avantage du charbon est sa performance pour faire face à des problématiques énergétiques puisqu'une réouverture d'une centrale à charbon est possible dans des délais très brefs. Depuis le début de l'année, aucun investissement n'est réalisé dans les énergies fossiles.

Toutefois, l'industrie gazière demeure attractive puisque le gaz reste une meilleure alternative comparée au charbon en terme environnemental. À titre d'exemple, le mix énergétique du Monténégro est composé à 90% de charbon, cela reste énorme.

Nous cherchons à franchir une nouvelle étape : vers un mix énergétique plus large et plus développé pour éviter une dépendance au gaz et au pétrole.

Cela nécessite d'accélérer les investissements dans les énergies renouvelables. De nombreux projets mis en attente ont pu reprendre avec la guerre.

La volonté de sortir de ces mix énergétiques est donc très claire.

Des économistes du département "Policy Advisory" de la BERD peuvent aider ces pays et entreprises à mettre en place des plans de décarbonation. Pour certains de ces pays, ces plans restent ambitieux mais possibles. Le secteur de l'énergie est une opportunité immense pour la BERD : il n'y a même plus de débats sur la capacité des technologies vertes à produire de l'énergie.

La BERD investit également dans des projets d'agrobusiness / sécurité alimentaire (The EBRD and Food Security). S'agissant notamment de la crise ukrainienne, la réponse de la BERD se concentre sur la sécurité en approvisionnement énergétique, sécurité administrative, finance, et fourniture de liquidités aux PME. Mais qu'en est-il de la sécurité alimentaire ?

La BERD a investi dans plusieurs initiatives de sécurité alimentaire. Ainsi, nous avons soutenu des projets d'exportation de grain hors d'Ukraine dont notamment le reconditionnement de wagons initialement destinés au transport de charbon. La BERD veut soutenir les nombreuses entreprises qui fonctionnent encore en Ukraine et les exportations. La banque a approuvé une enveloppe de 2 milliards d'euros pour faire face à l'ensemble des problématiques liées à la guerre en Ukraine et pour aider notamment des pays limitrophes de l'Ukraine et ceux globalement affectés. Par exemple, nous comptons parmi nos pays d'opérations l'Égypte, le Moyen-Orient ou encore le Maghreb, qui sont fortement dépendants des importations de blé ukrainien. Il faut noter que les exportations ukrainiennes ont rapidement repris suite aux pressions politiques pour faire céder le blocus. Aujourd'hui, ce n'est pas « Business as usual », mais on n'en est pas loin.

40% de vos investissements en equity sont réalisés dans des institutions financières. Pourquoi ?

Pour des raisons historiques, la BERD a d'abord investi dans des institutions financières.

Pour des raisons réglementaires, les banques dans l'Union européenne ont besoin de beaucoup de capital et de moins de dette, tandis qu'il y a un plus fort besoin en dettes dans le secteur des infrastructures et de l'agri-business.

Votre portefeuille est constitué à 5% par de l'infrastructure et à 8% par de l'énergie, ce qui est assez peu. Avez-vous des nouveaux objectifs pour 2023 suite à la guerre en Ukraine ?

La BERD est une institution notée. Il faut donc conserver un équilibre diversifié pour pouvoir conserver son rating. Il y a une ligne directrice renouvelée tous les 4 ans pour le secteur des infrastructures et de l'énergie.

Le prochain renouvellement est en cours.

Plus spécifiquement concernant les infrastructures, il s'agit de réduire au maximum les infrastructures liées aux transports carbonés et d'augmenter les bornes de véhicules électriques.

Il y a néanmoins un décalage d'au moins 2 ou 3 ans en termes de décarbonation pour les pays de l'Europe de l'Est.

Concernant le secteur aérien, la BERD continue de financer des aéroports à la condition qu'il y ait des engagements environnementaux forts (rénovations thermiques, préservation de la biodiversité, réduction du bruit...).

Nous commençons à nous intéresser à l'hydrogène, même si ce dernier reste un secteur peu mature. Nous n'avons pas encore investi dans ce secteur.

Comment distinguez-vous votre rôle de celui de l'EIB ? Pourquoi avoir fait 2 institutions distinctes ?

Nous sommes en effet assez similaires dans notre fonctionnement et notre structuration. La principale différence ? La BEI approuve certaines enveloppes pour des projets qui doivent être éligibles pour pouvoir effectivement être financés par cette enveloppe. À la BERD, le processus est différent : nous regardons projet par projet et pouvons réaliser des opérations complexes and uniques.

La deuxième différence, c'est la zone géographique d'activités. De nombreux pays se recoupent entre les deux entités, mais pas tous. La BERD investit notamment du Maroc à la Mongolie, quand la BEI investit en Europe de l'Ouest. En somme, la BEI recherche des projets susceptibles de correspondre à des enveloppes préalablement définies, quand la BERD fait surtout de la due diligence et maintient une approche qui relève davantage de la banque commerciale.

Plus de la majorité de vos actifs sont de la dette à taux variable. Cela ne pose-t-il pas problème en contexte de

crise, avec une montée des taux potentiellement importante en 2022/2023 ?

Actuellement, la dette à taux variable est déjà assez importante. Sur la plupart de nos projets, les taux sont réévalués tous les 3 à 6 mois, ce qui impacte notamment le portefeuille infrastructure en Europe de l'Est qui voit des hausses de 200 à 300 points de base. Aujourd'hui, cela ne crée pas un risque fondamental pour nos projets. Les taux obtenus au début de certains projets pouvaient difficilement être plus bas.

Au niveau corporate, nous avons des clients en difficulté, mais en ce qui concerne l'infrastructure et l'énergie, le

problème n'est pas insurmontable. Si la volatilité des taux s'ajoute aux problèmes actuels, notamment dans le domaine de l'énergie, le problème reste largement gérable.

Quel pourcentage d'alignement/d'éligibilité à la Taxonomie visiez-vous pour 2023 ?

La BERD dispose de sa propre taxonomie, même si cette dernière est en ligne avec la taxonomie européenne et celle utilisée par les autres banques de développements. Nous avons nos propres règles mais elles/très proches de celles établies par les institutions de l'Union Européenne qui constitue, par ailleurs, l'un des actionnaires principaux de la BERD.

QUAND LA BCE JOUE SUR LES TAUX, DOIT-ELLE AUSSI ANTICIPER LES EFFETS QU'AURONT CES DÉCISIONS SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE ?

*Interview de Christophe Blot,
Directeur adjoint, Département Analyse et
Prévision de l'Observatoire Français
des Conjonctures Economiques*



*Propos recueillis par Heloïse Broncard et
Catalina Amaris - Master in Management,
ESCP Europe*



En préambule, pourriez-vous rapidement résumer pourquoi la BCE a-t-elle monté les taux d'intérêts à partir de juillet 2022 ?

Depuis la signature du traité de Maastricht, le rôle de la BCE est de veiller à la stabilité des prix dans la zone Euro.

Dans le cadre de son mandat, la BCE bénéficie d'une certaine souplesse dans son interprétation de la stabilité des prix : depuis l'été 2021, elle se fixe pour objectif de maintenir l'inflation à 2%. Avant cette date, la BCE indiquait qu'elle ciblait une inflation inférieure mais proche de 2%.

La BCE dispose de plusieurs outils de politique monétaire, principalement le taux d'intérêt mais également des politiques de bilan (utilisées pendant la crise notamment).

Jusqu'ici, la BCE avait une politique monétaire plus expansionniste, dans laquelle elle faisait des achats d'actifs ce qu'elle justifiait par la faiblesse de l'inflation. Maintenant que l'inflation est supérieure à sa cible, la BCE a décidé de changer d'orientation : en mettant un terme aux programmes d'achats d'actifs qu'elle avait lancé (entre la fin de l'année

2021 et le début de l'année 2022) et en augmentant les taux d'intérêt (afin de ramener l'inflation vers la cible de 2%) afin de jouer sur les prix d'actifs en durcissant sur les conditions de financement (taux d'intérêts des dettes d'états et d'entreprises) pour ralentir l'inflation.

Une grande partie de l'inflation dans la zone euro est néanmoins liée aux hausses des prix de l'énergie (pétrole et gaz) de 2021 et 2022, ces prix étant indépendants des conditions économiques de la zone Euro et liées aux marchés mondiaux.

La BCE est consciente qu'elle ne pourra pas agir directement sur le prix de l'énergie : toutefois, l'augmentation des prix de l'énergie se diffusant sur l'ensemble des prix (effet de second tour), elle se doit toutefois de réagir. Afin de limiter cette diffusion d'une part, et d'autre part pour éviter que les agents économiques ne fassent des anticipations d'inflation plus élevées (lorsque les ménages, les entreprises ou salariés anticipent l'inflation, ce qui alimenterait encore plus l'inflation), la BCE augmente donc les taux d'intérêts.

Quel pourcentage de l'inflation peut-on attribuer à la montée des prix de l'énergie ?

L'inflation est un indice des prix des biens et services en prenant un panier de consommation de référence (alimentaire, énergie, téléphonie...) basé sur des enquêtes de relevé de prix.

On peut, grâce à ces relevés, mesurer la contribution de l'évolution des prix de l'énergie à l'inflation totale : c'est la contribution brute, de premier ordre.

A partir de l'ensemble des données par Eurostat, on obtient assez facilement ces informations. Jusqu'en février 2023, la contribution des hausses de prix de l'énergie à l'inflation était positive avec un pic atteint en octobre 2022 où cette contribution était de 4,5 points sur les 10,6% d'inflation observée (soit 42% de l'inflation totale).

Il convient également de prendre en compte une contribution indirecte, de second ordre : le coût de l'énergie se répercute également sur le reste des prix. Elle est plus délicate à calculer car elle nécessite des modèles plus précis qui permettent déterminer la diffusion des prix de l'énergie.

Selon les dernières prévisions de la Banque mondiale¹, l'inflation devrait être plus forte dans la zone euro qu'aux Etats-Unis, notamment en 2023. Comment cela va-t-il se traduire concrètement pour les entreprises européennes et leur développement, notamment international ? Quel impact cela aura-t-il sur les investissements étrangers, notamment en France ?

La politique monétaire souffre d'un important délai de transmission. On estime généralement le délai entre la prise de décision de la banque centrale et les répercussions sur l'activité économique de 12 à 18 mois.

Ce délai assez long rend difficile d'isoler les réelles conséquences des politiques monétaires de la BCE, car d'autres facteurs peuvent jouer un rôle significatif entre-temps, comme des mesures budgétaires ou des chocs énergétiques.

Quels effets de la politique monétaire peut-on espérer ? Les répercussions se feront via les conditions de financement, donc directement sur les marchés. Cela se traduira par une baisse des cours boursiers et une montée des taux d'intérêt.

Les taux publics à long-terme, à 10 ans, sont ainsi bien plus élevés qu'il y a 2 ans : d'une part en raison de la hausse des taux et d'autre part en raison de l'anticipation d'inflation. Il y a également une correction assez nette des indices boursiers.

Les projets de croissance externe des entreprises souffrent mécaniquement de cette hausse des taux, qu'il s'agisse d'une PME qui demande un prêt auprès de sa banque, ou d'une plus grosse entreprise qui devra emprunter à des taux plus importants sur les marchés. Les capacités d'investissement sont par conséquent largement impactées.

Les politiques monétaires visant à freiner l'économie ont donc indirectement pour effet de limiter le développement des entreprises, dans un contexte d'anticipation d'une demande moins forte.

C'est donc un ensemble de nouvelles macroéconomiques moins bonnes en 2023 par rapport aux années précédentes par une conjonction du choc des prix de l'énergie, qui va pénaliser la demande des ménages, et par un choc des conditions de financement via un durcissement de la politique monétaire.

Au niveau international, ce contexte inflationniste n'est pas propre à la zone euro. On le retrouve dans toutes les autres économies car le choc énergétique est mondial. La banque centrale américaine a aussi monté les taux d'intérêt ; les entreprises européennes ne souffrent donc pas nécessairement d'une perte de compétitivité. La plupart des banques centrales ont fait de même, exceptée la banque centrale japonaise, qui a maintenu ses taux plus bas mais avec une inflation plus faible.

La différence entre les Etats-Unis et la zone Euro se fera probablement au niveau de l'énergie : les Etats-Unis produisent du pétrole et du gaz, tandis qu'il y a un vrai choc sur le prix du gaz européen.

Enfin, la banque centrale américaine a été plus réactive, le prix du pétrole a baissé plus tôt et donc l'inflation a baissé plus vite aux Etats-Unis : il est probable que ces derniers soient juste en avance par rapport à la zone Euro.

Vous écrivez dans "III / La révision de la stratégie de la BCE [1]" : 'Ils montrent ainsi qu'à court terme l'impact de la décision de la BCE ne semble pas avoir significativement modifié la dynamique des anticipations de marché telles qu'elles sont mesurées par les marchés financiers. Il est frappant de constater que l'effet de la révision de la stratégie de la Réserve fédérale semble plus significatif que celui de la BCE.' avant de plaider pour l'adoption d'une bande de fluctuations autour de la cible d'inflation pour plus de flexibilité. Dans un premier temps, pensez-vous qu'il n'y aura pas d'effet moyen ou même long terme de la décision de la BCE ?

A l'été 2021, la BCE a annoncé une révision de sa cible d'inflation. La Banque Centrale a un double mandat : la

¹ GEP 2023, Inflation Trends: Annual Percentage Change (Historic and Projected)

stabilité des prix (qui est l'objectif prioritaire) et ensuite un ensemble de politiques qui contribuent à l'ensemble des politiques de l'Union Européenne (telles qu'un objectif d'emplois par exemple).

La BCE met ensuite en place une stratégie, un lien entre les décisions de politique monétaire et son interprétation pour guider sa politique monétaire au jour le jour.

Un des points clés de la stratégie de la BCE porte sur la définition de la stabilité des prix. Entre 1999 et 2021, cette cible a progressivement évolué pour se fixer à 2%.

Le chiffre de 2% a été retenu pour deux raisons : d'abord, en raison d'un éventuel biais dans la détermination des mesures des prix (et donc une tendance à la surestimation de l'inflation) et ensuite, en raison de la dépendance du taux d'intérêt de la BCE à la cible d'inflation. Si la cible d'inflation est trop basse, la BCE disposera de moins de flexibilité et de marge de manœuvre (notamment pour changer les taux d'intérêt).

En annonçant 2%, la BCE espère ainsi mieux gérer les anticipations d'inflation.

Pour mesurer les anticipations d'inflation, il existe certains indicateurs de marché, comme par exemple les obligations avec taux de rendement (OAT), et les obligations indexées sur le montant de l'inflation (OATi). En comparant les prix des OAT et OAT i, l'écart entre ces deux actifs est un premier indicateur de l'inflation anticipée en moyenne sur une maturité donnée.

Il existe des informations quotidiennes sur ces indicateurs ; ces variables permettent donc d'analyser les conséquences de l'annonce d'une nouvelle cible d'inflation sur les cours.

Pourriez-vous expliquer pourquoi vous plaidez pour une bande de fluctuation ?

Il y a un débat entre l'utilisation d'une bande de fluctuation et un objectif fixe : une bande de fluctuation permettrait d'avoir plus de flexibilité dans la gestion de l'objectif d'inflation. A l'inverse, la définition d'un objectif fixe permet de clarifier l'ancrage et de renforcer la crédibilité de la BCE.

Si l'on regarde l'inflation dans la zone Euro depuis 1999, la cible a été rarement atteinte, même si en moyenne l'inflation est souvent proche de 2%.

Cela est également dû au décalage entre les actions de la BCE et la réaction des marchés, ainsi que des phénomènes plus rapides qui vont intervenir pour modifier les conditions de marché.

Si l'on admet ces facteurs, une bande de fluctuation est donc plus crédible, car elle permettrait une appréciation

plus large du respect de l'objectif et une marge de manœuvre plus importante.

Une bande assez étroite permet également d'arbitrer avec ses autres mandats et d'être plus souple.

Pourriez-vous expliciter cette phrase : "L'environnement économique et financier actuel plaide pour une évolution plus radicale de la politique monétaire." ?

Il y avait un constat mondial d'une inflation basse, d'un niveau de croissance modérée dans les pays industrialisés avec une insuffisance au niveau de l'investissement, un surplus d'épargne, une forte demande pour des actifs sans risques ainsi qu'une forte dette publique.

D'autre part, en raison des politiques de rachat d'actifs menées par les Banques centrales, il y avait une dissociation beaucoup plus compliquée entre politique monétaire et budgétaire.

Cela peut nécessiter plus de coordination dans cet environnement : cela est toujours vrai car la dette publique et l'inflation (et les taux d'intérêt) n'ont fait qu'augmenter.

Ce niveau de dette plus élevé invite donc à une réflexion sur la coordination entre la politique budgétaire et monétaire.

Le dernier point de changement porte sur la transmission des politiques monétaires sur les prix de marchés. Le taux d'intérêt des marchés intègre l'anticipation du taux d'intérêt futur et la manière dont le marché anticipe le risque. Ces facteurs jouent sur les valorisations d'actifs.

Dans ce contexte, quel lien faire entre politique monétaire et politique de stabilité financière ?

Quand la BCE joue sur les taux, doit-elle aussi anticiper les effets qu'auront ces décisions sur la stabilité financière ? Confie-t-on à la BCE un objectif additionnel de stabilité financière ?

Vous expliquez que "Dans le cadre de sa révision stratégique, la BCE s'est alors engagée à faire évoluer sa politique de collatéral afin d'inclure des considérations liées au changement climatique et à accentuer ses analyses relatives à l'effet du changement climatique sur la stabilité financière et macroéconomique." avant d'expliquer que cet objectif additionnel risque d'être trop flou et secondaire vis-à-vis de l'objectif premier de la BCE.

Concrètement selon vous, quelles actions la BCE peut-elle entreprendre pour mieux évaluer le risque lié au changement climatique et quel impact ces actions peuvent-elles avoir sur les banques et l'économie ?

L'activité centrale de la BCE est bien d'agir sur les taux d'intérêt, ce qui peut avoir un effet indirect sur le change-

ment climatique : s'il y a plus de croissance, il y aura probablement plus d'émissions.

Mais la BCE a également mis en place une politique d'achat d'actifs, principalement de titres souverains mais également d'autres programmes de rachat d'obligations du secteur privé. On pourrait imaginer qu'elle envoie un certain nombre de signaux aux marchés : par exemple en refusant d'acheter des obligations d'entreprises fortement émettrices.

Cela irait néanmoins à l'encontre de sa neutralité qui vise à favoriser la stabilité du marché, ses programmes de rachat d'actifs étant censés répliquer les indices existants du marché. Cela pourrait créer des distorsions, probablement mineures car ces programmes sont assez marginaux.

La deuxième possibilité serait d'agir via ses prêts de liquidité aux banques de la zone Euro. Lorsque la BCE prête à des banques via des opérations principales de liquidité, elle le fait sur des délais courts et demande des titres en garantie, qu'on appelle des collatéraux, afin de minimiser ses risques.

Aujourd'hui, ces collatéraux sont très peu risqués : les critères utilisés restent axés sur le risque. On pourrait donc

imaginer qu'elle demande des titres "verts" uniquement en garantie, et donc qu'elle élargisse ses critères pour intégrer un objectif climatique.

Cela pourrait envoyer un signal, car ces critères changeront le pricing des actifs : un actif "vert" sera plus liquide qu'un actif "brun", qui perdra en attractivité.

Ces contributions restent néanmoins relativement maigres de mon point de vue, même si cela est parfois discuté.

Il y a également une possibilité d'aller plus loin, avec des politiques plus proactives : par exemple une politique de crédit, en acceptant de prêter plus aux secteurs verts avec des conditions assouplis, ou un "green QE", en achetant uniquement des obligations vertes.

Même si ces politiques sont souhaitables au niveau social et environnemental, on s'éloignerait ici du rôle premier de la BCE qui reste indépendante et donc ne répond pas à un gouvernement élu (il n'y aurait ainsi pas de possibilité de contester les critères choisis lors de la mise en place de ses politiques).

FUSIONS & ACQUISITIONS

La première revue des rapprochements d'entreprises

Depuis 1987

Soutenez notre rédaction

BULLETIN D'ABONNEMENT

En souscrivant un abonnement annuel à **Fusions & Acquisitions Magazine** (Print + Web + PDF) d'un montant de 800 € TTC, vous recevrez en cadeau le **Récapitulatif annuel 2023** des opérations de M&A et de capital-investissement. Un abonnement de 6 mois aux bases de données **Dealflow-data.fr** sera offert aux structures de moins de 20 salariés.

Le paiement peut être effectué par chèque libellé à l'ordre de la société éditrice, Dealflow-Data SAS, ou par virement bancaire*

Nom / Prénom

Fonction

Société

Activité

Adresse

CP/Ville

Pays

Téléphone

Mail

Date

Signature

* SOCIETE GENERALE – BIC SOGEFRPP - IBAN FR76 3000 3022 2300 0208 0516 888

Sites Internet : www.fusions-acquisitions.fr // www.fusions-acquisitions.info // www.dealflow-data.fr

Contact email : contact@fusions-acquisitions.fr

Rejoignez-notre communauté sur [LinkedIn](#)



LE SECTEUR DE LA SANTÉ & SCIENCE DE LA VIE GARDE LE CAP SUR LE MARCHÉ DU M&A



par *Simonetta Giordano, Associée,*



Avec une baisse mondiale générale de 37% des opérations en 2022 par rapport à 2021 représentant cependant un volume d'opérations supérieur de 9% à celui antérieur à la pandémie mondiale, quelles sont les perspectives d'avenir et tendances actuelles des deals M&A dans le secteur de la santé & sciences de la vie ?

Du fait de l'ambition des professionnels du secteur en constante évolution, de l'accroissement des besoins et attentes des patients mais aussi de l'attrait des investisseurs pour le secteur santé & sciences de la vie, le marché s'efforce de garder le cap et se montre actif. L'année 2023 l'a démontré.

Panorama général sur l'attractivité du marché de la santé & sciences de la vie

Quelques données - Bien que cette période s'inscrive dans un contexte économique et politique complexe, faisant planer des doutes sur l'avenir de la croissance économique mondiale, 60% des dirigeants déclarent qu'ils ne prévoient pas de reporter les opérations prévues en 2023 (selon le rapport d'étude effectué par PwC¹).

La multiplicité des cibles - Le secteur de la santé & sciences de la vie est composé d'un ensemble de sous-secteurs qui lui permettent de multiplier ses cibles. A ce titre, de nombreux secteurs de la santé ont connu des phases de consolidation et attirent de plus en plus les fonds de capital-investissement.

À titre d'exemples :

- Les centres d'ophtalmologies, jusqu'alors peu concernés, sont devenus une cible attractive. On pense notamment à Point Vision qui a attiré les investisseurs ou encore Accès Vision ayant pour ambition l'ouverture de 50 à 100 centres ophtalmologiques, contre 10 en 2022 ;
- Le monde de l'imagerie médicale est également dans la course à la consolidation avec une volonté de ses acteurs de créer un véritable maillage territorial. Dans cette lignée, comme relayé par la presse, une nouvelle plateforme d'acquisition dénommée Vidi Capital a réalisé ses deux premières acquisitions en ce début d'année 2023. Simago se démarque également en se montrant très actif sur le marché français.

¹ Global M&A Industry Trends : tendances et perspectives pour 2023 | PwC

Outre la vitalité du secteur dentaire, cette attractivité se dessine dans d'autres secteurs, tels que les cliniques vétérinaires, les EHPAD ou encore les groupes d'officines de pharmacie.

Une majorité d'acquéreurs étrangers - La tendance constatée est celle de l'accroissement de la part des sociétés cotées et fonds d'investissement actifs dans les deals M&A. Le secteur de la santé se démarque avec un pourcentage élevé d'opérations réalisées par des acquéreurs étrangers. Parmi eux, le Royaume-Uni a une position dominante dans les opérations sur les cibles françaises (à 66%) et, dans une moindre mesure, l'Allemagne se démarque également (à 9%).

Un renforcement de la réglementation - En France, par la proposition et l'adoption de diverses normes, le législateur marque son souhait de promouvoir la qualité des soins et accroît, à cette fin, les contraintes réglementaires pesant sur le monde médical.

Premièrement, l'Ordonnance n°2023-77 du 8 février 2023² effectue une revue de la copie sur l'exercice en société des professions libérales réglementées (et donc dans les groupes de dentistes, d'ophtalmologues, de radiologues ou encore les laboratoires d'analyses médicales etc.). Force est de constater que le contrôle des Ordres s'est accru et aura un impact sur le marché lors de son entrée en vigueur au 1er septembre 2024.

Soulignons par exemple l'obligation de fournir aux Ordres, annuellement, la table de capitalisation des sociétés ainsi que les actes extrastatutaires, éléments pourtant soumis, par principe, à une certaine confidentialité (et qui n'existait par le passé qu'à l'occasion de modifications).

Deuxièmement, par l'adoption de la loi n° 2023-378 du 19 mai 2023 visant à améliorer l'encadrement des centres de santé³. Celle-ci met en œuvre, notamment, deux mesures fortes, qui pourraient se révéler contraignantes dans la réalisation des opérations de M&A.

■ Fin de la simple déclaration préalable lors de l'ouverture d'un centre dentaire et ophtalmologique ou orthopédique, substituée par la mise en place d'un agrément préalable délivré par les Agences Régionales de Santé. Cet agrément serait délivré provisoirement et ne deviendrait

définitif qu'un an après l'ouverture du centre. Si cette proposition est adoptée, nul doute que la séquence des deals sera impactée.

■ Il sera nécessaire de déclarer les « *liens d'intérêts de l'ensemble des membres de l'instance dirigeante* [de la structure gestionnaire (l'association qui gère les aspects médicaux)] *et les contrats liant l'organisme gestionnaire* [(l'association qui gère les aspects médicaux)] *à des sociétés tierces* [(ie. La société de gestion)] ». Le choix des personnes composant cette instance dirigeante de l'association devient critique dans nombre de groupes structurés autour du tandem association / société de gestion.

Dans l'Union Européenne, les instances compétentes marquent leur souhait d'uniformiser le droit applicable aux pays membres. Nous pensons notamment à la Directive Mobilité Transfrontalière en date du 27 novembre 2019, applicable aux opérations de transformations, scissions et fusions transfrontalières des sociétés de capitaux⁴.

L'objectif est clair : harmoniser et renforcer la protection des parties prenantes aux opérations de fusion. Soulignons que les impacts de cette directive sur la réglementation française et par voie de conséquence sur les deals, sont encore méconnus car la France reste dans l'attente d'une ordonnance de transposition (habilitation a été donnée au gouvernement par une loi n°2023-171 du 9 mars 2023 d'effectuer cette transposition⁵).

Si ces réglementations ne sont pas des freins en elles-mêmes à la réalisation des deals, elles constituent des lourdeurs pratiques mais surtout temporelles nécessitant que les opérateurs s'adaptent et que les praticiens fassent preuve de créativité.

Zoom sur le secteur en vogue des HealthTech

Dans le contexte d'incertitude, les acteurs du M&A santé souhaitent aujourd'hui cibler des opérations stratégiques qui leur permettront d'accéder aux nouvelles technologies afin d'assurer le développement de leur activité.

Le sous-secteur de la HealthTech répond à ces ambitions et prend une position croissante dans les opérations.

Les causes sociales et sociétales de l'engouement - Le boom de cette activité est tout d'abord poussé par des critères sociaux et sociétaux :

² <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000047106119>

³ Les centres existants doivent déposer la demande d'agrément avant le 21 novembre 2023.

⁴ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019L2121&from=EL>

⁵ LOI n° 2023-171 du 9 mars 2023 portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne dans les domaines de l'économie, de la santé, du travail, des transports et de l'agriculture - Dossiers législatifs - Légifrance ([legifrance.gouv.fr](https://www.legifrance.gouv.fr))

■ D'une part, le vieillissement de la population. Selon l'Organisation Mondiale de la Santé entre 2015 et 2050, la proportion des plus de 60 ans va passer de 12% à 22% dans la population mondiale. Partout dans le monde, les populations vivent plus longtemps et ont, par voie de conséquence, besoin d'un accès renforcé aux soins⁶.

■ D'autre part, les attentes des patients quant à la médecine. Ceux-ci attachent de plus en plus d'importance à la rapidité et la précision des diagnostics ainsi qu'à la qualité des soins. Cette tendance pousse les médecins à utiliser les nouvelles technologies dans la pratique de leur activité.

Dans cette perspective, les opérations sur les sociétés de HealthTech dont l'activité est, rappelons-le, le développement de solutions permettant une détection plus précoce et précise des problèmes de santé, sont stratégiques pour les investisseurs. Ces derniers doivent surveiller le marché afin d'y détecter les cibles potentielles et les évolutions envisageables.

L'Europe en bonne position - Avec une deuxième place sur le marché mondial, derrière les Etats-Unis, l'Europe oc-

cupe une position de premier rang dans le secteur des technologies médicales⁷. Le marché Européen était, en 2022, estimé à environ 150 milliards d'euros, avec, notamment, pour principaux acteurs l'Allemagne et la France. Ce marché représente environ 27,3% du marché mondial (selon *Globalization Partners*).

L'accroissement du nombre de deals sur ce marché ne devrait pas se tarir et s'est retranscrit d'ores et déjà en 2023.

Une lourde réglementation finalement favorable aux deals - Bien que pouvant être perçue comme une contrainte, la lourde réglementation imposée dans l'Union Européenne entraîne une fiabilité des nouvelles technologies médicales qui parviennent à être commercialisées et constitue donc en réalité un gage de sécurité pour les investissements.

Le secteur de la santé & des sciences de la vie reste résilient et attractif, les acteurs sont confiants en sa croissance.

** Avec tous mes remerciements à Camille Biancone pour son aide lors de la rédaction de cet article.*

⁶ Vieillesse et santé (who.int)

⁷ L'Europe, après les Etats-Unis, est le deuxième marché mondial des technologies médicales – médical – 08/19 – Bulletin d'Alerte – OSST

UN RECENTRAGE SECTORIEL : LA MONTÉE EN PUISSANCE DU SECTEUR DE LA TECH DANS LES OPÉRATIONS M&A

*Interview de Julien Aucomte, avocat associé, et Myles Begley, avocat,
August Debouzy*

Propos recueillis par Adrianna Cela - Master 2 BTFML, Université Paris-Saclay



AUGUST DEBOUZY



Julien Aucomte



Myles Begley

Pouvez-vous nous donner une vue d'ensemble de la montée en puissance du secteur de la Tech dans les opérations de fusions-acquisitions ces dernières années en France ?

Julien Aucomte : Il est vrai que le milieu de la Tech a connu un certain nombre d'opérations de fusions-acquisitions depuis un certain temps. Certaines de ces opérations ont d'ailleurs été parmi les plus importantes de ces dernières années, telles que le rachat de LinkedIn par Microsoft ou encore celui d'Instagram par Facebook, pour n'en citer que deux.

Dans une économie où l'argent était « gratuit », l'année 2021 a notamment permis le passage de plusieurs start-ups au statut de licornes : cela a notamment été le cas de près de vingt sociétés en France. Nos équipes ont notamment

la chance de contribuer aux opérations Qonto (levée de 500 millions d'euros), Vestiaire Collective, Ledger (levée de 300 millions d'euros) et Spendesk. Toutefois, dans le nouveau paradigme économique, largement impacté par la crise de la COVID 19 et la guerre en Ukraine, l'argent a désormais un coût du fait de la montée en flèche des taux d'intérêts et les levées de fonds sont plus limitées, les investisseurs sont plus frileux et plus exigeants, et il y a moins de dossiers qui voient le jour.

Dans ce contexte, les start-ups qui ont besoin de financement (notamment pour développer leur activité, poursuivre la recherche et le développement, et conquérir de nouveaux marchés) se tournent de plus en plus vers une nouvelle typologie d'opération : la cession d'une participa-

tion à des investisseurs stratégiques par la mise en place d'opérations de fusions-acquisitions. Il ne s'agit plus de lever des fonds, mais de céder des titres. A titre d'exemple, la société Doctrine a été cédée au groupe Summit Partners.

Malgré le contexte économique, le domaine de la tech a démontré sa capacité à résister efficacement aux crises actuelles et à maintenir une croissance soutenue. Elle s'est ainsi affirmée comme un modèle résilient, capable de faire face aux perturbations économiques.

En outre, il est important de souligner que la France dispose d'un secteur de la tech florissant, fruit d'une ambition politique de longue date.

Myles Begley : dans le contexte économique actuelle, de nombreuses start-ups ayant bénéficié de valorisations records en 2021 se retrouvent face à l'impossibilité de procéder à de nouvelles levées de fonds sans déprécier leur valorisation. Dans ce contexte, certaines sociétés devront s'orienter vers une cession significative de leur capital afin de couvrir leurs besoins en matière de trésorerie et de fonds de roulement.

En ce qui concerne les fusions-acquisitions, plusieurs points me viennent à l'esprit. Tout d'abord, il est de plus en plus difficile d'obtenir un financement, en particulier dans des conditions favorables. De nombreuses opérations de financement réintroduisent désormais des clauses que l'on ne voyait pas auparavant, comme les clauses MAC (Material Adverse Change) qui touchent notamment les modifications de prix de matières premières. Ces clauses peuvent affecter tout un secteur d'activité, et donc de nombreux deals notamment entre signing et closing. C'est là un avantage stratégique du secteur de la tech dont la valeur repose sur le capital humain et la technologie développée, ce qui la rend moins sensible à l'inflation et aux fluctuations économiques. Dans un contexte économique toujours plus incertain, le secteur de la tech présente des garanties de constance nous permettant de sécuriser juridiquement les opérations et éviter de soumettre la réalisation d'un deal à la crise économique et sociale actuelle.

Quels sont les enjeux juridiques spécifiques auxquels les avocats doivent faire face lorsqu'ils travaillent sur des opérations de fusions-acquisitions impliquant des entreprises du secteur de la Tech en France ?

Julien Aucomte : Les enjeux juridiques spécifiques auxquels les avocats doivent faire face lorsqu'ils travaillent sur des opérations de fusions-acquisitions impliquant des entreprises du secteur de la Tech en France sont de deux ordres.

Le premier porte sur la manière d'appréhender la due diligence et les audits pré-acquisitions. Tout d'abord, lors de la due diligence, il est important de se concentrer sur des aspects différents de ceux qui seraient examinés pour l'acquisition d'une entreprise industrielle. Les avocats vont porter une attention particulière à la qualité du software, la pertinence et la solidité des brevets, la chaîne de propriété intellectuelle, les contrats entre la société et les clients, ainsi que les aspects liés à la protection des données personnelles. Chez August Debouzy, nous avons un département IP/IT/Data très établi et rodé à ce genre d'exercice.

Ensuite, il y a la question de la capacité de traiter une table de capitalisation souvent complexe dans les entreprises de la Tech. Ces entreprises ont souvent réalisé plusieurs levées de fonds, il y a des actions de catégorie différentes, des pactes d'actionnaires, des salariés qui sont souvent titulaires de BSPCE (bons de souscription de parts de créateur d'entreprise) ou d'AGA (attribution gratuite d'actions), etc.

En outre, les garanties de passif sont également un aspect important lors de l'acquisition d'une entreprise de la Tech. Il peut être difficile d'obtenir des garanties de passif de la part des fonds de capital-risque, mais il existe des mécanismes d'assurance de garantie de passif, dont l'essor permet d'insérer un mécanisme juridique de protection de l'investissement.

Quels sont les domaines de la Tech les plus attractifs et rentables pour les opérations M&A ?

Myles Begley : Le secteur de la santé a notamment le vent en poupe depuis la crise de la COVID 19, on peut donc citer le secteur de l'HealthTech en premier lieu. Le secteur de la santé et celui de la technologie sont deux domaines qui ont connu une croissance considérable ces dernières années, tant ensemble qu'individuellement. Les opérations de fusion-acquisition ont été très actives dans ces secteurs, en particulier dans le domaine de la santé où la technologie a un impact considérable. La convergence de ces deux domaines est une tendance forte dans le monde entier et ces secteurs offrent des perspectives de croissance importantes.

Julien Aucomte : En termes d'actualité, outre le secteur de la santé, la cybersécurité est également un domaine porteur dans le contexte actuel, où les attaques informatiques, la désinformation et les piratages sont des préoccupations majeures pour les individus, les entreprises et les gouvernements. La dématérialisation des moyens de paiement, la fintech et le commerce en ligne sont également des domaines porteurs. En somme, tout ce qui trouve un écho dans notre monde moderne - qu'il s'agisse de l'e-commerce, de l'healthtech ou de la cyberdéfense.

Le montant des opérations M&A incluant au moins une société française a baissé de 43% au premier trimestre 2023. Quelles sont selon vous les perspectives pour les opérations de fusions-acquisitions dans le secteur de la Tech en France pour 2023, compte tenu des tendances actuelles du marché, des crises, et des développements réglementaires ?

Julien Aucomte : Il est indéniable que l'activité du M&A au premier semestre 2023 a ralenti dans certains secteurs, mais la Tech a réussi à maintenir un certain dynamisme. En ce qui concerne les perspectives pour 2023, nous pensons que le secteur de la Tech devrait continuer à se démarquer grâce à sa capacité à générer de la croissance dans un environnement économique incertain. Nous envisageons donc une reprise progressive de l'activité de fusions-acquisitions, en prenant en compte les différents facteurs de risques qui pèsent sur les investisseurs, tels que les pandémies, l'inflation, les tensions géopolitiques, les fluctuations des prix de l'énergie et des matières premières. Cependant, il convient de noter que les investisseurs ont appris à être plus prudents dans leurs choix d'investissement, en privilégiant des actifs de qualité, avec un fort potentiel de croissance et une résilience à toute épreuve. Dans ce contexte, nous sommes convaincus que les actifs Tech de qualité continueront d'être très recherchés et de bénéficier de valorisations attractives.

Myles Begley : Lorsqu'on se penche sur les perspectives de la Tech dans le M&A, force est de constater que les produits techs suscitant l'intérêt et offrant les valorisations les plus prometteuses ont évolué. Les observateurs avertis s'accordent à dire que les réseaux sociaux, qui ont

longtemps été les vedettes de la Tech, sont en train de décliner. La tendance actuelle montre un ralentissement significatif de ces réseaux, qui perdent quotidiennement des utilisateurs, et ont par conséquent des difficultés à capitaliser sur leur collecte de données. De fait, ces structures ont moins vocation à susciter des transactions d'envergure, même si elles peuvent se réinventer sur d'autres aspects.

Par ailleurs, la Tech, en tant que secteur, évolue à un rythme bien différent de celui de l'économie et du M&A. Les produits high-tech à forte valeur ajoutée, à croissance exponentielle, se développent rapidement et de manière fulgurante, entraînant inévitablement des répercussions sur le marché. À cet égard, il est légitime de se demander jusqu'où ira la Tech et s'il y aura des gardes-fous particuliers mis en place, notamment d'ordre juridique. A ce titre, plusieurs questions se posent, notamment en ce qui concerne Chat GPT, qui a récemment suscité des débats animés. Est-ce que cette technologie remplacera certaines professions ? Faut-il éviter cela ou s'en réjouir ? D'autres sujets, qui vont au-delà du cadre du M&A, vont également se poser, soulevant des enjeux juridiques complexes. En résumé, les actifs Tech les plus attractifs aujourd'hui ne sont plus les mêmes qu'il y a un ou deux ans. Nous assistons donc à une évolution considérable de ce secteur, caractérisé par une croissance exponentielle, qui diffère nettement de tous les autres secteurs de l'économie. En conséquence, la Tech sera inévitablement traitée différemment par le droit, ainsi que par d'autres domaines connexes. En conclusion, il est clair que la Tech continuera de jouer un rôle crucial dans le domaine du M&A, mais les questions juridiques, complexes et variées, qu'elle soulève, doivent être abordées avec une grande prudence et une expertise avérée.

LE RÔLE DES FAMILY OFFICES DANS LES OPÉRATIONS DE FUSIONS-ACQUISITIONS INTERNATIONALES



*Interview de Henri Grellois,
Co-fondateur d'Octave Family Office,
Administrateur de l'Association Française du Family Office
Propos recueillis par Antoine Auzoux-Dutheil et
Léa Le Borgne - Master 2 BTFML, Université Paris-Saclay*

Octave
FAMILY OFFICE

Les Family Offices (FO) sont trop souvent méconnus du marché, pouvez-vous nous présenter la profession ?

Le *family office* est une organisation qui conseille et accompagne une famille, c'est-à-dire une communauté d'individus, sur le long terme et dans une dynamique transgénérationnelle. Le Family Office accompagne ses bénéficiaires de façon globale, avec un total alignement d'intérêts et une capacité d'exécution à tous niveaux.

On distingue généralement le *Mono-Family Office* (organisation qui conseille une famille) du *Multi-Family Office* (entreprise qui conseille plusieurs familles), l'intérêt de ce dernier réside dans la possibilité mutualiser les coûts, les expertises, et les réseaux afin de maximiser les sources d'opportunités.

Le *Family Office* ne traite pas uniquement des investissements, mais tout un éventail de sujets liés au pilotage du patrimoine et à la défense sans compromis des intérêts privés de la famille.

L'allocation stratégique d'actifs élaborée par les *Family Offices* repose, à l'instar des assureurs qui réalisent une gestion

actif-passif, sur une allocation actifs-objectifs. Une fois les objectifs familiaux de revenus atteints, il reste du patrimoine allouable à d'autres objectifs. Dans certains cas, il peut être pertinent de mobiliser certains actifs afin de fédérer la famille sur différents projets, plutôt que de chercher coûte que coûte à maximiser le retour sur investissement.

Notre activité est marquée par notre orientation "sur-mesure". Il est difficile de faire rentrer les bénéficiaires d'un Family Office dans une case : cela se traduit par la création d'outils spécifiques à chacun, le management de projets dédiés, et un intuitu personae très fort entre les *family officers* et les familles.

Il existe deux grands types de bénéficiaires de *family offices* :

- La clientèle historique des *family offices* : les grandes familles industrielles, de plusieurs générations, qui a des problématiques de revenus, de liquidité, et qui est désormais de plus en plus en quête de sens ; le *family office* permet ainsi d'identifier et organiser des projets fédérateurs pour la famille) ;

■ Les entrepreneurs de première génération : c'est-à-dire généralement les fondateurs, qui peuvent avoir vendu tout ou partie de leur entreprise mais qui pilotent encore leur patrimoine et peuvent avoir des sujets de transmission progressive du pouvoir et/ou de la possession du patrimoine qu'ils ont créé.

Quelle est votre vision actuelle du marché, de ses évolutions ? Notamment au travers des différents événements, que ce soit la guerre en Ukraine ou la pandémie, quels sont les impacts de ces événements sur le marché du *private equity* ?

Le contexte peut amener à se questionner sur la résilience des allocations stratégiques des *family offices* qui, par définition, sont élaborées sur le temps très long.

L'Association Française du Family Office (AFFO) publie chaque année un baromètre qui permet d'avoir une vue sur les sensibilités des familles dans leurs choix d'investissement, la répartition entre les classes d'actifs, et notamment entre actifs liquides et illiquides (*private equity*, venture capital, immobilier, infrastructures, dette privée, etc.).

Depuis la création du baromètre en 2016, on observe une orientation progressive vers les actifs illiquides, notamment le *private equity*. Cela s'expliquait jusqu'à récemment notamment par les phénomènes de compression des rendements des fonds en euros, des obligations et de l'immobilier prime, mais également par un désamour des investisseurs privés pour les actifs cotés, souvent lassés de la volatilité importante des marchés boursiers.

A présent, on constate toutefois une vigilance renforcée dans les *family offices*, y compris sur le *private equity*. Le maître mot est l'ultra-sélectivité. L'allocation en *private equity* s'élevait à 19% dans le dernier baromètre de l'AFFO et pourrait augmenter dans les résultats du prochain qui seront bientôt publiés. Il n'est d'ailleurs pas rare de voir certaines familles y consacrer 30 à 40% de leurs investissements, parfois davantage. Les *family offices* déploient des stratégies d'investissement en *private equity* sur le long terme, avec une diversification par gérant, géographie, stratégies, etc. mais surtout par millésimes.

Il est surtout important de remarquer que les investissements des familles se font autant en direct, que via des fonds d'investissement. On assiste depuis plusieurs années à une démocratisation des fonds de *private equity* avec le développement de fonds de fonds et de *feeders*. Toutefois, l'empilement des frais inhérents au regroupement d'investisseurs et de gestion du véhicule par un tiers crée une forme de discrimination sur la performance finale : plus la

taille du patrimoine de la famille est important, plus l'accès à la performance pure du *private equity* est envisageable.

Concernant les investissements en direct, les due diligences sont renforcées sur un certain nombre de points, notamment les valorisations et l'extra-financier puisque les positions prises en direct par les *family offices* sont généralement très longues. La question de la dette est aussi importante : on regarde aujourd'hui davantage des sociétés rentables à court/moyen terme avec une dette raisonnable, avec un ratio Loan-to-Value plus faible qu'auparavant.

La pandémie, quant à elle, a permis à un certain nombre d'entrepreneurs – qui ont su surfer sur la vague – de développer « en accéléré » leurs entreprises (notamment dans le secteur de la tech) et pour certains de les revendre avant les importantes corrections que nous avons vécues récemment. Ces entrepreneurs sont devenus des entrepreneurs-investisseurs et sont désormais face aux problématiques plus patrimoniales décrites ci-avant.

Pour rebondir sur les objectifs de durabilité : bien que la prise en compte d'objectifs extra-financiers aient toujours été importants dans vos méthodes d'investissement, ce besoin s'est-il renforcé dernières années ?

Les *family offices*, en tant qu'investisseurs de temps long, ne peuvent passer à côté des paramètres extra-financiers : par conviction et par conscience des risques associés.

La prise en compte du climat dans l'allocation stratégique d'actifs est par exemple devenue un véritable sujet de préoccupation. Nous sommes capables de mesurer l'empreinte carbone des portefeuilles que nous gérons et ainsi diminuer leur empreinte en préférant des classes d'actifs à faible impact ou en choisissant celles ayant une trajectoire de diminution de leur empreinte. Un certain nombre d'études concluent que l'inaction climatique affectera à la baisse l'activité mondiale sur le long terme, ce qui aura nécessairement un impact sur les classes d'actifs : on peut penser que les obligations seront probablement moins impactées car les banques centrales devraient financer la transition énergétique, et que les actions seront plus impactées (leur prime de risque devant tenir compte du risque climatique).

De façon générale, en forte progression, les investissements responsables, durables, et à impact, nécessitent d'intégrer une approche extra-financière à chaque étape de l'allocation stratégique d'actifs.

La difficulté à récupérer des données fiables et homogènes sur l'ensemble des classes d'actifs, surtout sur les actifs illiquides, est susceptible d'encourager les *family offices* à développer un système de notation ESG propriétaire.

Vous parlez de votre clientèle, il y a-t-il une évolution de la typologie de vos clients ?

Aujourd'hui, de plus en plus de fortunes se font très rapidement grâce à la Tech. Cette accélération a entraîné la création de nombreux *family offices*.

Il est vrai que la relation à l'investissement d'un entrepreneur diffère généralement de celle d'une famille de plusieurs générations.

L'entrepreneur de première génération a souvent des attentes de rendement plus significatives, parfois même très élevée liée au taux de rendement sur investissement réalisé sur son entreprise, il a tendance à avoir une approche entrepreneuriale de l'investissement et une approche du risque différente, mais également une appétence plus prononcée pour le capital risque (activité de business angel, création de startup studio, création de club deal...), et l'immobilier en direct (création et développement de foncières privées, activité de marchand de biens, ...). L'entrepreneur a souvent un recours à l'endettement plus important, le levier du crédit étant généralement utilisé de manière significative pour l'immobilier direct, et certains investissements en *private equity*. Son intérêt est généralement moindre pour la finance traditionnelle, sur les actifs cotés, et il s'implique de façon importante dans le choix

des investissements, avec réactivité (ce qui lui permet de saisir des « coups de fusils » lorsque les familles de plusieurs générations décident de leurs allocations en comités d'investissements et disposent donc de moins d'agilité pour certains types d'investissements comme l'immobilier en direct). Autre point fréquent chez les entrepreneurs, leur volonté de réserver dans l'allocation stratégique une poche « *fun* » (sans objectif de rendement ou de préservation du capital) pour investir notamment dans des start-up en pré-amorçage, des crypto-actifs, des petites opérations de dette privée immobilière en local en direct, des voitures de collection, etc.

Pour répondre de façon pragmatique aux besoins de cette « nouvelle » clientèle, les *family offices* doivent gérer leur patrimoine comme une entreprise, en réalisant du « contrôle de gestion » sur le passé, en créant des indicateurs sur mesure, et en élaborant des « business plan du patrimoine » afin de voir la faisabilité d'atteinte de leurs objectifs (notamment de création de revenus) en fonction des différentes pistes et hypothèses choisies, dans des scénarios pessimistes, réalistes et optimistes (la réalisation de stress test favorisant les décisions éclairées d'allocation). En quelque sorte, les *family offices* se révèlent alors être de véritables « DAF patrimoniaux » aux côtés de leurs clients.

LE COMPORTEMENT DES ACTEURS DU PRIVATE EQUITY DANS UN CONTEXTE INCERTAIN : ENTRE VIGILANCES ACCRUES ET OPPORTUNITÉS

*Interview de Nils Rode¹,
Chief Investment Officer,*

Schroders capital

*Propos recueillis par Mathieu Bolloré,
Alexis de Laplagnolle et Emma Demesse,
Master 2 Business, Tax and Financial Market Law –
Université Paris Saclay*



Le contexte actuel expose les investisseurs en actifs privés à un ensemble complexe de risques. L'inflation reste à un niveau élevé et le risque d'une récession perdure. Le conflit Russo-Ukrainien se poursuit et les affrontements au Moyen-Orient s'ajoutent au risque géopolitique. En parallèle, l'endettement global est élevé et l'on constate une hausse générale des taux d'intérêts. Les impacts sur les tendances macroéconomiques et sectorielles affectant les opérations d'acquisitions du point de vue économique, financier et juridique sont conséquentes. Pour autant, les actifs privés répondent à une logique de long terme. Il apparaît donc plus approprié pour ces investisseurs d'évaluer les perspectives à moyen et long terme avant de prendre des décisions d'investissements.

Cet article est le résultat d'un entretien avec Nils Rode, Chief Investment Officer au sein du groupe international de gestion d'actifs privés Schroders Capital. L'horizon de l'investissement à court terme est complexe au regard du contexte actuel. Nils Rode nous éclaire sur les éléments clés sur lesquels peuvent se concentrer les investisseurs afin de s'assurer de la résilience des allocations en actifs privés face aux enjeux de court terme du marché.

¹ Nils Rode est Chief Investment Officer, membre du Comité d'Investissement et du Comité de Direction de Schroders Capital. Il a rejoint le groupe Schroders Capital en 2005 et est basé à Zurich. Avant de rejoindre Schroders Capital, Nils a été consultant en gestion au sein du bureau allemand de McKinsey & Company de 1995 à 2002, entre autres. Nils est titulaire d'un Master de l'ESCP Europe à Paris, Oxford et Berlin, d'un doctorat en économie de l'Université Leuphana de Lueneburg, en Allemagne, et d'un certificat de spécialisation en Data Sciences de l'Université Johns Hopkins et de Coursera.

Comment se déroulent vos activités au regard du contexte actuel ?

Notre classe d'actifs de « *private equity* » et l'ensemble de la stratégie que nous y déployons s'inscrivent sur le long terme. Les changements de marché à court terme ont donc un impact limité sur nos activités d'investissements. Nos critères d'investissements ne changent pas non plus à court terme. Il est clair que ces deux dernières années, le marché a été davantage chamboulé, mais nous recherchons des investissements qui profitent des tendances à long terme et qui sont plutôt non cycliques.

Comment pourriez-vous décrire l'impact de la crise environnementale sur vos stratégies ?

La problématique du changement climatique est l'une des grandes tendances de long terme qui transforment notre monde et peuvent représenter, in fine, des opportunités d'investissement destinées à favoriser la transition vers des modes de vie plus durables. Réduire l'impact environnemental de manière générale nous paraît un objectif parfaitement aligné avec notre double objectif de gérant qui consiste à coupler bonne rentabilité financière et réduction du risque. C'est logique : si nous investissons dans une société qui est bien positionnée dans ce domaine et que nous réussissons à la soutenir dans son développement, elle suscitera davantage d'intérêt pour les acheteurs et sa valorisation en sera augmentée.

En ce sens, le changement climatique n'est pas antagoniste avec nos stratégies, puisque cette tendance est pleinement intégrée dans ces dernières. Sur l'ensemble de nos différents fonds et mandats, certains sont explicitement dédiés à la durabilité et à l'impact, conformément à la réglementation européenne SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation, règlement de la "Finance verte" qui vise à encadrer les opérations financières dans l'objectif de soutenir le développement durable). C'est un sujet crucial pour nous aujourd'hui, comme il l'est d'ailleurs pour un nombre croissant d'investisseurs.

Les critères de durabilité issus de la réglementation s'appliquent à tous nos investissements, il n'y a aucun compromis de notre côté. Cet engagement est même inscrit dans la mission de nos activités de *private equity*, qui est en place depuis longtemps et dont l'objectif est la réalisation d'investissements dont nous, tout comme nos clients, pouvons être fiers. Cela concerne bien entendu la rentabilité et les résultats de nos portefeuilles mais englobe également les profils de durabilité et l'impact qu'ont les investissements que nous avons réalisés. 80% de nos investissements directs sont en alignement avec les Objectifs de Développement Durable des Nations Unies.

Sur le plan de la technologie, les récentes évolutions technologiques en matière médicale, à la suite de la crise sanitaire, et également en matière d'intelligence artificielle, de robotique etc. ont-elles eu un impact sur vos stratégies et votre activité ?

Oui absolument. Il y a cinq tendances de long terme sur lesquelles nous nous concentrons pour tous nos investissements : le changement climatique est l'une d'entre elles et la révolution technologique en est une autre. Une caractéristique importante des nouvelles technologies est la rapidité des progrès réalisés. La durée typique d'un investissement en « *private equity* » est de 5 à 10 ans. Or, sur une période aussi longue, les technologies sont forcément amenées à évoluer.

Un exemple évocateur est celui de ChatGPT, ce prototype d'agent conversationnel utilisant l'intelligence artificielle qui a vu son utilisation croître de manière exponentielle en très peu de temps, et qui compte actuellement des millions d'utilisateurs.

Il s'agit donc d'une tendance qui se propage à grande vitesse et de manière exponentielle. Toutes les sociétés deviennent des sociétés de technologie ou adoptent des progrès technologiques ; si elles ne le font pas, elles courent le risque d'être supplantées par d'autres. Il s'agit donc d'une tendance de grande ampleur qui ne concerne plus seulement le capital-risque et le capital-croissance, mais également les sociétés plus établies. En effet, même en « *buy out* », l'aspect technologique devient de plus en plus important. Il s'agit donc pour nous d'investir d'un côté dans des sociétés de type « *venture/start-up* », qui sont les innovateurs et qui introduisent les nouvelles technologies, parfois révolutionnaires ; et de l'autre côté, d'investir dans les sociétés de type « *buy-out* », plus matures, pour lesquelles le progrès technologique représente un enjeu important. Les évolutions technologiques représentent certainement, avec le changement climatique, les deux tendances les plus dynamiques à l'heure actuelle, celles où les transformations sont les plus importantes.

Est-ce que la blockchain et son développement ont également eu un impact sur votre activité, peut-être en matière de vitesse de transaction et de réduction de coût ?

Pas encore. Avec l'adoption fulgurante des cryptomonnaies, beaucoup de personnes ont été amenées à utiliser la blockchain. Ces technologies concernent de manière plus globale les « *smart contracts* », dans un cadre large de changement des industries. Pour autant, il est encore trop tôt dans leur développement pour que de telles technologies aient un impact sur les investisseurs en actifs privés et sur nos stratégies. Nous constatons d'importants niveaux de volatilité, notamment au travers des « *hype cycles* ». Ce phénomène, observé à de multiples reprises, n'a pas af-

fecté de manière identique toutes les nouvelles technologies, mais nous l'avons déjà vu plusieurs fois à l'œuvre pour les cryptomonnaies et l'usage de la blockchain. A l'égard des éléments qui nous laissent dubitatifs, il y a notamment toutes les incertitudes réglementaires propres à la finance décentralisée. Je pense que sur le long terme, le potentiel de ces technologies est effectivement conséquent, et c'est donc un sujet important que l'on continue de surveiller, mais son développement large prendra du temps.

Les changements démographiques affectent-ils les investisseurs en actifs privés sur le long terme ?

Le *private equity* suppose effectivement des investissements sur le long terme, parfois jusqu'à une période de 10 ans : les changements démographiques, qui sont des tendances relativement longues, peuvent donc avoir un réel impact. Le vieillissement de la population et la faiblesse des taux de natalité exercent une pression sur les taux d'intérêts réels à long terme en réduisant la main d'œuvre disponible. Le comportement des consommateurs en est affecté : s'il y a un plus grand nombre de retraités par exemple, les besoins en matière de santé seront plus conséquents. En Europe, depuis plus de 10 ans, on observe une diminution de la population active. Même constat aux Etats-Unis, où les facteurs démographiques ont eu un impact direct sur la croissance qui s'en est trouvée ralentie. Toutes ces problématiques sont importantes puisque nous pouvons identifier une corrélation économique : la faiblesse de la proportion de la "labour force" implique une baisse de la croissance économique. Or, une faible croissance a généralement un impact direct sur le taux d'intérêt réel, dont le niveau sera également faible. Nous avons ainsi pu constater ces dernières années un environnement marqué par une faible croissance et des taux d'intérêt réel bas, en corrélation directe avec les forces démographiques.

Quels est l'impact sur les investisseurs en actifs privés des enjeux et risques associés aux tendances "court terme", à tel égard la crise énergétique ou encore la guerre en Ukraine ?

La guerre en Ukraine accélère certes les besoins en termes de transition et le développement des énergies renouvelables telles que le solaire et l'éolien, mais le développement des infrastructures renouvelables prend du temps, et c'est donc bien sur ce temps long que les investisseurs en actifs privés doivent s'inscrire.

Suite aux différentes crises environnementale, sanitaire et énergétique avez-vous constaté une évolution dans la

typologie de vos clients, et est-ce que les demandes de vos clients ont évolué ?

Notre clientèle est diversifiée. Historiquement, nos clients institutionnels sont des assureurs, des fonds de pensions, des family offices, ou encore des charities. Plus récemment, nous avons pu ouvrir la levée de fonds à une clientèle privée patrimoniale, au travers de nouvelles structures de type Evergreen. Nous pouvons ainsi constater une véritable démocratisation de l'accès au *private equity* et aux actifs privés d'une manière générale.

En matière d'attentes de la part des investisseurs, la durabilité et l'impact sont devenus des sujets encore plus centraux. Les enjeux environnementaux sont au cœur des préoccupations des consommateurs comme des assureurs et des fonds de pension. Les changements de la réglementation européenne exercent également certaines pressions à réaliser des progrès en matière environnementale.

Au regard du climat actuel, des différentes tendances et crises, quels seraient les éléments clés sur lesquels les investisseurs devraient se concentrer ?

En tout premier lieu : conserver une vision de long terme pour investir sur les actifs privés. Tout investisseur aura notamment intérêt à recourir à des stratégies d'investissements peu corrélées entre elles. A cet égard, le marché du *private equity* s'est développé et particulièrement diversifié : il existe des stratégies spécialisées dans chaque segment de la classe d'actifs qui devraient pouvoir résister à une récession. Les investissements qui présentent des caractéristiques de durabilité et d'impact solides offrent un meilleur potentiel de hausse et de protection contre le risque baissier.

Il est important par ailleurs de ne pas encourager l'accumulation excessive de sommes disponibles pour être investies à courte échéance ("dry powder"). En effet, une trop grande abondance dans les levées de fonds peut avoir un impact négatif sur les performances du millésime, cette accumulation excessive de "dry powder" étant de nature à gonfler les valorisations d'entrée.

Enfin, même si cela peut sembler difficile, il est souhaitable pour les investisseurs de maintenir un rythme soutenu. Les années de récessions sont généralement des années particulièrement intéressantes, les fonds levés durant ces périodes étant susceptibles d'acquérir des actifs sur des valorisations réduites et qui pourront ensuite être vendues sur des niveaux de prix plus élevés. Il s'agit donc pour les investisseurs de définir un cap et de le maintenir, même en période de tempête.

UN POINT SUR LES VALORISATIONS DANS UN MARCHÉ EN PLEINE TRANSFORMATION



*Interview de David Salabi,
associé co-fondateur, Cambon Partners
Propos recueillis par Henri Barbe, Héloïse Broncard et
Emma Gilliot - Master in Management,
ESCP Business School*

CAMBON
| PARTNERS

Comment les méthodes de valorisation ont-elles évolué suite au nouveau paradigme économique (crises sanitaires, hausse de l'inflation et des taux d'intérêts, etc.) ?

À l'école, on a tous appris qu'il existe une multitude de méthodes de valorisation, en particulier celle des Discounted Cash Flow (DCF), qui reflète une approche intrinsèque permettant en principe de s'approcher de la valeur la plus juste et parfaite possible. En réalité, sur le marché des transactions privées, cette méthode n'est pas ou du moins très peu utilisée sur les valeurs de croissance, qui sont le cœur de métier de Cambon Partners. Pour ces profils, qui réalisent plus de 15% de croissance par an, la méthode DCF présente l'inconvénient de conduire à des fourchettes de valorisation particulièrement larges selon les hypothèses émises vis-à-vis du business plan. Concrètement, on peut se retrouver avec une position vendeuse très optimiste et une position acheteuse très prudente sur le business plan, avec un écart tel qu'il est difficile de trouver un accord. Par ailleurs, la montée en puissance des fonds d'investissement s'accompagne d'une accélération du

rythme des transactions. En effet, on demande généralement à un fonds de faire une offre en trois ou quatre semaines, ce qui a imposé un nouveau standard très court pour évaluer un actif.

Par conséquent, la méthode la plus pratiquée est celle des comparables, en particulier en multiple d'EBITDA. Il est certes frustrant de devoir réduire la valorisation d'une entreprise à son seul multiple d'EBITDA, mais il s'agit de la norme sur laquelle le marché s'appuie. Elle était déjà utilisée avant crise et elle l'est toujours aujourd'hui. En ce qui concerne les entreprises en hyper croissance, notamment dans l'environnement du SaaS ou de la Tech, la méthode du multiple de l'Annual Recurring Revenue (ARR), qui correspond à un multiple d'agrégat comptable basé sur le chiffre d'affaires, prend le dessus.

Par ailleurs, entre l'avant et l'après-crise, on applique toujours la même méthode. Ce sont simplement les multiples qui ont légèrement baissé. En effet, le coût du financement et les incertitudes du marché ont fait baisser les multiples de 1 ou 2 points sauf sur les actifs rares.

Comment les vendeurs s'adaptent-ils à ce nouvel environnement ? L'émergence des fonds d'investissement qui pousse à une accélération des deals n'offre-t-elle pas une concurrence bénéfique aux vendeurs via des enchères entre les bidders ?

Ayant collecté beaucoup d'argent, les fonds d'investissement doivent l'investir. Ces fonds sont en concurrence les uns contre les autres, ce qui donne l'assurance aux vendeurs d'obtenir le meilleur prix que le marché est prêt à payer. Il faut cependant noter que ces situations d'enchères tendues semblent concerner un nombre limité de secteurs en excluant les actifs trop industriels ou ceux qui ne sont pas ESG compatibles ou encore des activités trop risquées en termes d'inflation. Les fonds tendent à privilégier avant tout les secteurs tels que la tech, la santé ou encore les services financiers. En somme, même s'il y a toujours autant de capital à déployer, il va être fléché vers un plus petit nombre de secteurs. Ainsi, pour certains de ces actifs, on ne constate déjà pas de décote par rapport à la période pré-estivale.

Cette orientation des investissements vers un petit nombre de secteurs, ne pousse-t-elle pas à la création de bulles ?

Pour avoir vécu la bulle Internet pour n'en citer qu'une, la seule bulle que l'on a pu observer avant l'été concerne les sociétés en hypercroissance dans la tech, valorisées en multiple d'ARR. En ce qui concerne les sociétés à maturité valorisées en multiple d'EBITDA, on peut éventuellement parler d'une surchauffe avec des valorisations surélevées, mais l'on estime que leur valorisation ne sera pas divisée par 2 ou 3 (le propre d'une bulle). À l'inverse, les sociétés de tech en hypercroissance du Nasdaq, comme Shopify, Netflix ou encore DocuSign, ont perdu 70% de leur valeur boursière en moyenne, et cela présente les caractéristiques d'une bulle. Les sociétés en hypercroissance, valorisées EBITDA x20 pourront peut-être baisser à x18 sans voir toutefois leur valorisation divisée par 2 ou 3. En résumé, si l'orientation des investissements crée une surchauffe, les acteurs du Private Equity demeurent très attentifs à sélectionner les bons actifs.

Existe-il une restructuration des clauses juridiques dans les Share Purchase Agreement avec l'impact des crises récentes ? Observez-vous une augmentation des "earn-outs" ou "locked-ins" ?

Dans les deals M&A, qu'il s'agisse de rachats réalisés par les industriels ou les fonds de Private Equity, c'est une période où l'earn-out est davantage pratiqué. L'earn-out permet un partage des risques entre les parties dans le temps. C'est un très bon outil pour faire converger les attentes des

acheteurs et des vendeurs, permettant de créer un compromis. Au-delà de l'earn-out, dans certains deals, le vendeur peut aussi être payé partiellement en titres, ce qui permet au vendeur de rester partie prenante dans le projet futur. L'union des forces permet de rassurer les deux parties.

La baisse des multiples justifie-t-elle l'augmentation des earn-outs ?

Lorsque l'acheteur propose une baisse trop forte du multiple, l'earn-out sert de compensation pour aboutir au closing de la transaction. L'earn-out était également utilisé avant la crise, surtout lorsque les vendeurs étaient des parties prenantes essentielles opérationnelles du deal afin de pouvoir conserver leur savoir-faire au sein de l'actif après l'acquisition.

Qu'en est-il des garanties de passif ?

Que ce soit avant ou après les crises, les garanties de passif sont de moins en moins importantes. Les fonds de private equity ont un usage très réaliste et minimaliste des garanties de passif. La pratique historique des acquéreurs consistait à demander des garanties de passif probablement surdimensionnées. Peu à peu, avec l'usage des affaires et la mise en concurrence des acheteurs, les garanties de passif ont eu tendance à se réduire : il y a 25 ans, on demandait des garanties de passif pour garantir le prix payé. On paye 100 donc on demande une garantie sur 100. Puis cette garantie est passée à 50% avant de s'établir à 30%. Mais sur un deal à €100M, demander €30M de garantie de passif pour anticiper un contrôle fiscal, un litige prud'homal ou encore un problème de marque à €30M semble excessif. On ne raisonne plus en pourcentage aujourd'hui mais en montant absolu ou en couverture de risques spécifiques, à la lumière des audits de plus en plus nombreux et poussés.

Les Etats-Unis sont-ils toujours les leaders qui dictent les règles du marché ?

Les Etats-Unis donnent un tempo général sur les valorisations. D'une part, les marchés financiers cotés affectent l'ensemble du marché lorsqu'ils "toussent". D'autre part, les fonds de private equity américains ont rapidement revu les prix à la baisse tandis que les fonds européens semblent moins réactifs. Mais n'oublions pas que les souscripteurs des fonds européens sont en bonne partie américains (fonds de pensions, LPs, etc.).

L'Asie n'a pas spécialement influencé les marchés. La Chine influence indirectement le marché des transactions par son importance dans les marchés cotés.

Comment les éléments ESG ont-ils impacté les deals ?

Les éléments ESG sont devenus majeurs pour les fonds d'investissement qui se tournent aujourd'hui vers les en-

treprises ayant mis en place une politique ESG... Il existe même désormais des Vendor Due Diligence ESG.

Dans le choix de nos dossiers, on en tient compte dans l'analyse de faisabilité d'un dossier. La finance tient de plus en plus compte des critères ESG : on le constate de manière très concrète dans les deals.

Cependant, ces critères peuvent être sévères et ne sont pas toujours fiables (scandale Orpéa, par exemple).

Pour revenir aux clauses techniques dans les deals, y'a-t-il une augmentation des locked-box ?

Le mécanisme de locked-box est très couramment utilisé pour accélérer les deals en simplifiant les transactions afin qu'elles soient plus fermes et définitives. Soit on s'appuie sur une trésorerie réelle le jour du closing, soit on s'accorde sur un prix ferme et définitif en projetant sur une trésorerie future la plus probable au moment du closing. C'est cette deuxième option qui est le plus souvent favorisée.

Sommes-nous aujourd'hui face à un risque d'« automatisation » des deals conduisant à la perte de la plus-value apportée par les différents intermédiaires ?

Un intermédiaire n'est jamais indispensable ! Il existe évidemment des transactions sans banque d'affaires. Notre apport est notre capacité à valoriser les entreprises et à in-

termédier les transactions selon un processus de mise en concurrence des différents acquéreurs potentiels. Pas évident d'automatiser cela ! La fourchette de valorisation d'une entreprise peut être assez large, en particulier pour les entreprises en croissance. Il y a donc un rôle important à jouer pour défendre les intérêts des vendeurs, sous réserve de la qualité du service évidemment.

Que pensez-vous de la situation macroéconomique des marchés aujourd'hui ?

Avant la crise, la crainte d'une baisse des valorisations était importante. Cette baisse n'est finalement pas si importante que ce que nous avons anticipé. Evidemment, elle varie en fonction des secteurs. L'inflation a un impact d'augmentation des taux d'intérêts rendant les financements plus coûteux. Pour autant, ces nouveaux éléments sont pris en compte dans les valorisations.

Je pense que le monde d'aujourd'hui est en totale transformation : digitale, environnementale, et sociétale. Il existe toujours un fort processus de destruction créatrice avec des entreprises qui disruptent des marchés créant ainsi beaucoup de valeur (notamment avec l'intelligence artificielle ou simplement la digitalisation). Cela peut toucher tous les secteurs : l'énergie, l'assurance, la mode, pour n'en citer que quelques-uns.

L'AUTORITÉ DE LA CONCURRENCE À L'ÉPREUVE DES NOUVELLES TENDANCES DES FUSIONS-ACQUISITIONS INTERNATIONALES

*Interview de Etienne Chantrel, Rapporteur général adjoint, chef du service des concentrations,
et Bertrand Rohmer, Directeur de cabinet et des affaires européennes et internationales
Propos recueillis par Camille Auffray Castel – Master in Management, ESCP Business School*

Autorité de la concurrence



Etienne Chantrel



Bertrand Rohmer

Le droit de la concurrence est aujourd'hui imprégné de problématiques politiques ou sociales plus larges telles que l'inflation ou le changement climatique. Quels sont les outils offerts à l'Autorité de la concurrence pour les prendre en compte lors du contrôle des opérations de fusions et acquisitions ?

Bertrand Rohmer : L'Autorité de la concurrence exerce son contrôle au sein d'un champ qui est délimité par le législateur. En matière de contrôle des concentrations, elle ne s'intéresse pas qu'aux conséquences de l'opération en termes d'augmentations tarifaires, mais peut être amenée à prendre en considération une multiplicité de facteurs. Il

s'agit de la prise en compte des effets non-tarifaire, par exemple des effets de l'opération sur la qualité des produits et des services ou encore sur l'innovation.

Etienne Chantrel : Plusieurs cas historiques l'illustrent. Par exemple, dans une série de trois décisions dans le secteur de la presse dans les années 2010, l'Autorité avait pris en compte le pluralisme des médias parmi les critères entrant dans la dimension qualité. La solution retenue était celle de l'autorisation des opérations sous réserve d'engagements, notamment relatifs à la diversité des contenus et au maintien de rédactions séparées.¹

¹ Voir :

- [Décision 11-DCC-114 du 12 juillet 2011](#) relative à la prise de contrôle exclusif du groupe l'Est Républicain par la Banque Fédérative du Crédit Mutuel.
- [Décision 13-DCC-46 du 16 avril 2013](#) relative à la prise de contrôle exclusif par le groupe Rossel des sociétés du Pôle « Champagne Ardennes Picardie » du groupe Hersant Média.
- [Décision 15-DCC-63 du 4 juin 2015](#) relative à la prise de contrôle exclusif de la Société du Journal Midi Libre par la société Groupe La Dépêche du Midi.

Bertrand Rohmer : Le développement durable est un sujet sur lequel les autorités nationales de la concurrence se penchent depuis plusieurs années. En matière de contrôle des concentrations, l'Autorité accompagne tout d'abord la transition de l'économie en définissant de nouveaux marchés comme elle l'a fait récemment avec le marché des produits bio, ou encore celui des bornes de rechargement des véhicules électriques.

Ensuite, la prise en compte des considérations environnementales lors de l'analyse d'une opération dépend des entreprises concernées et de la manière par laquelle elles les justifient lors de la notification auprès de l'Autorité. Ce sont des motifs qui peuvent notamment être considérés au titre des gains d'efficacité.

Il faut enfin noter que, lorsque des considérations d'ordre politique sont en jeu, il existe un mécanisme de répartition des rôles spécifique au régime français. Le ministre en charge de l'économie dispose d'un pouvoir d'évocation, qui lui permet d'évoquer une affaire confiée à l'Autorité de la concurrence afin de l'évaluer à l'aune de critères différents de ceux de l'analyse concurrentielle, tels que le développement industriel, la compétitivité des entreprises ou le maintien de l'emploi. Cela est arrivé une fois en 2018 lors du rachat groupe Agripole par Cofigeo.

Ces considérations politiques et sociales peuvent varier d'un pays à l'autre et d'une autorité de la concurrence à l'autre. Quelle coopération internationale est mise en œuvre dans ce sens ? Celle-ci est-elle plus nécessaire aujourd'hui qu'auparavant ?

Bertrand Rohmer : Deux niveaux de coopération internationale sont à distinguer. Au niveau communautaire, celle-ci est fortement intégrée et repose sur des fondements juridiques solides. Il existe une répartition claire des rôles entre la Commission européenne et les autorités nationales de la fondée sur des seuils exprimés en chiffre d'affaires.

Au niveau international, le Réseau international de concurrence – *International Competition Network* – est une organisation *ad hoc* représentant 129 juridictions. Sans caractère contraignant, il a pour vocation la promotion de bonnes pratiques et produit des recommandations en matière de coopération internationale sur des sujets d'analyse concurrentielle.

Le besoin de coopération internationale est accru aujourd'hui, bien qu'il ait toujours existé, en raison du nombre croissant d'opérations de concentration de nature transnationale. Au sein de l'Union européenne, le principe est celui du « guichet unique » qui permet de répartir efficacement les affaires entre autorités européennes sur la base de

critères clairs. Au niveau international, une coopération bilatérale importante demeure cependant nécessaire, notamment lorsqu'une opération est examinée simultanément en Europe et dans d'autres juridictions, pour éviter qu'une même opération fasse l'objet de décisions contraires. La coopération doit alors s'opérer en amont de ces décisions.

Un exemple récent est celui de l'acquisition d'Activision par Microsoft qui a été autorisée par la Commission européenne et interdite par la Competition Markets Authority au Royaume-Uni. Lorsque des opérations ont des effets sur plusieurs territoires, des instructions parallèles sont menées, nécessitant ainsi une coopération importante.

Pensez-vous que les procédures de contrôle tendent à devenir plus longues et complexes ?

Etienne Chantrel : À l'inverse, les procédures sont de moins en moins longues et de moins en moins complexes. Il faut isoler certains cas exceptionnels, par exemple TF1 et M6, qui ne peuvent pas réalistement être traités en cinq semaines (délai légal). Cela est lié à la nature de l'opération et il est difficile de prévoir si de tels cas se présenteront en 2024.

Au cours des quatre dernières années, la durée moyenne des procédures a été divisée quasiment par deux et le pourcentage de procédures dépassant deux mois n'excède pas 2 ou 2,5%. Cette dynamique est le résultat d'efforts de simplification, notamment via la notification en ligne ou l'augmentation du nombre de cas éligibles à la procédure simplifiée depuis la publication par l'Autorité de nouvelles lignes directrices en juillet 2020.

Concernant l'augmentation du nombre de cas, les autorités nationales cherchent-elles à capter une plus grande parts d'opérations ? Pensez-vous que le contrôle des concentrations par celles-ci s'élargisse à de nouveaux cas ?

Etienne Chantrel : L'augmentation du nombre de cas au cours des dernières années ne dépend pas de la volonté ni de la politique de l'Autorité de la concurrence, mais du fait qu'il y ait un nombre plus important d'opérations dépassant les seuils de contrôle.

En revanche, il existe un débat depuis quatre ou cinq années en Europe, sur le sujet des opérations ne dépassant pas les seuils mais ayant néanmoins un fort impact sur le marché. Un cas typique serait celui d'un grand groupe pharmaceutique rachetant une start-up développant un médicament non encore commercialisé, donc dont le chiffre d'affaires est nul ou en tout cas sous les seuils. Dans

un tel schéma, aucun contrôle ne serait exercé en termes d'analyse concurrentielle, bien que, comme en témoignent les prix atteints par de tels rachats, ceux-ci ont manifestement un impact économique important. Un autre exemple serait celui d'une grande entreprise du numérique rachetant une start-up développant un produit qui serait leur prochain concurrent.

C'est un débat qui a pris la forme de déclarations, de rapports et discussions. La solution ne va pas de soi : il est normal que le régulateur ne contrôle pas l'intégralité des affaires, puisqu'aucun filtre n'est parfait et que cela impliquerait un coût administratif trop lourd pour toutes les parties.

La première question pour le régulateur est de savoir s'il existe en effet des cas sous les seuils qui ont des impacts économiques forts. La réponse est selon moi positive sans aucune ambiguïté. La deuxième question est de savoir si une intervention est nécessaire, et notamment si le législateur doit changer les textes. La réponse n'est pas évidente. En effet, l'existence d'un défaut n'impose pas forcément le besoin de modifier la loi. Il convient de procéder à une analyse des coûts et bénéfices que le changement impliquerait pour la société. Enfin, la troisième question est de savoir, si le régulateur décide d'intervenir, s'il doit le faire par le biais du contrôle des concentrations ou par d'autres outils, notamment la répression des pratiques anticoncurrentielles, ou même par des outils qui ne relèvent pas du droit de la concurrence.

Ainsi, par exemple, certains aspects de la régulation numérique mis en place au niveau communautaire par le *Digital Market Act* et le *Digital Services Act* concernent le rachat d'entreprises par des géants du numériques. L'article 14 du DMA impose ainsi une obligation d'information pour tout projet ou opération de rachat entrepris par des entreprises nommées *gatekeepers*, limitativement définies.

Concernant l'évolution du droit de la concurrence, les changements déjà opérés varient selon les États. En France, l'Autorité a mené des consultations publiques aux termes desquelles le gouvernement a indiqué qu'il choisissait d'attendre d'observer l'évolution au niveau européen avant de modifier les textes.

D'autres pays européens ont déjà mené des réformes. En 2017, l'Allemagne et l'Autriche ont introduit un deuxième seuil en valeur de transactions. On considère en effet que les montants des rachats sont un indice de leur impact po-

tentiel sur la concurrence. La Hongrie quant à elle a introduit un pouvoir d'évoquer des affaires sous les seuils, tel que cela existait déjà en Suède par exemple. Aux Pays-Bas, il n'y a pas eu de changement dans les textes mais un changement de pratiques.

Il existe déjà un mécanisme de renvoi permettant aux autorités nationales de renvoyer des affaires devant la Commission, par l'article 22 du règlement 139/2004. Ce texte n'indique pas que ce mécanisme serait réservé aux affaires dont les autorités nationales sont saisies. Ainsi, une lecture littérale permet aux autorités nationales de renvoyer à la Commission des opérations dont elles ne sont pas saisies, c'est-à-dire y compris celles qui sont sous les seuils de leur contrôle. Ce texte n'était pas appliqué de cette manière au cours des dernières années, mais rien ne l'empêche pour autant. Cela n'est donc pas un nouvel outil proprement dit, mais plutôt une manière différente d'utiliser un outil déjà existant.

En septembre 2020, la Commissaire européenne à la Concurrence Margrethe Vestager a indiqué publiquement que, désormais, la Commission encouragerait les États membres à procéder à ce type de renvoi. Puis la Commission est allée plus loin en publiant de nouvelles lignes directrices en mars 2021 et décembre 2022.

Une seule affaire de ce type a été rencontrée. Il s'agit du rachat de Grail par Illumina, renvoyé devant la Commission à l'initiative de l'Autorité de la concurrence française. Il s'agit de l'exemple d'un grand groupe pharmaceutique rachetant une start-up. Les acteurs des marchés attendent aujourd'hui les résultats des différents recours portés par Illumina devant différents tribunaux. Selon les déclarations publiques des autorités nationales, ce type de renvoi n'a cependant pas vocation à devenir fréquent.

Bertrand Rohmer : Ce mécanisme de renvoi est soumis à plusieurs critères : l'affection du commerce entre États membres et une entrave significative à la concurrence sur le territoire de l'État membre qui procède au renvoi. Seules les opérations les plus problématiques sont ainsi concernées.

En pratique, les entreprises et leurs conseils, dans leur évaluation juridique des opérations envisagées, devront désormais mener une nouvelle analyse supplémentaire, consistant à chercher si les critères de l'article 22 sont remplis, lorsqu'une opération ne remplit pas les seuils prévus par les textes.

L'IMPACT DES NOUVEAUX CRITÈRES ESG ET *COMPLIANCE* DANS LES OPÉRATIONS DE FUSIONS-ACQUISITIONS INTERNATIONALES

*par Hubert Segain et Laurence Vincent,
Avocats associés, Corporate, Herbert Smith Freehills Paris LLP¹
Article réalisé avec le concours de Ryan-Landry Yohou et Romain Dos Santos,
Master 2 BTFML, Université Paris-Saclay*



HERBERT
SMITH
FREEHILLS



La place de la Responsabilité Sociale d'Entreprise (*RSE*) dans les stratégies de croissance externe, déjà importante depuis quelques décennies, s'accroît avec la prise en compte grandissante des critères d'investissement environnementaux, sociaux, et de gouvernance (*ESG*) par les acteurs des fusions-acquisitions.

Ni le droit positif, ni la doctrine n'ont pour l'heure défini de manière précise le concept d'ESG. Selon une approche économique, le sigle ESG recouvrirait des critères d'analyse extra-financiers permettant d'évaluer la prise en compte du développement durable et des enjeux de long terme dans la stratégie des entreprises, de manière à ce que leur valorisation ne dépende plus de critères seule-

¹ Les auteurs du présent article sont également les auteurs du "Guide pratique sur l'intégration des enjeux de responsabilité sociétale et environnementale (RSE)" dont une nouvelle version sera publiée dans les prochaines semaines. Ils tiennent à remercier Ladislav Skura pour sa contribution au présent article.

ment financiers. En cela, les sigles ESG permettent d'orienter les flux monétaires vers des investissements dits "ESG", "durables" ou "verts".

Initialement, les investissements ESG étaient encouragés par des normes non contraignantes². Très vite, les entreprises désireuses d'attirer de nouveaux financements ont pris des engagements censés démontrer la prise en compte des critères ESG dans la gestion de leurs activités. Parallèlement, certains investisseurs spécialisés dans le développement durable ont affiché des engagements dits verts. Afin d'éviter toute forme de "greenwashing" et en vue de garantir un *level playing field*, les autorités nationales et européennes sont intervenues pour imposer un cadre normatif de plus en plus contraignant.

La France a été précurseur en la matière avec la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (NRE) instituant la publication d'un "rapport RSE" aux seules sociétés cotées, périmètre qui sera par la suite élargi aux sociétés non cotées de grande taille avec la loi du 12 juillet 2010 dite "Grenelle II". Inclus au rapport de gestion, ce "rapport RSE" a été supprimé et remplacé en 2017³ par la déclaration de performance extra-financière (DPEF), qui sera elle-même remplacée à partir du 1er janvier 2024 par le nouveau "rapport de durabilité" introduit par la directive sur le reporting de durabilité des sociétés (*Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD*⁴). Avec la loi du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre, la France a également été le premier pays au monde à se doter d'un dispositif de vigilance qui impose à certaines grandes entreprises de mettre en place un plan de vigilance et de documenter sa mise en œuvre.

Plus récemment, la loi du 22 mai 2019 dite "Pacte" impose aux sociétés de prendre en considération les enjeux sociaux, environnementaux et de gouvernance dans la conduite de leur activité.

L'Union européenne s'est inscrite dans le prolongement de la France en adoptant le Pacte Vert (*Green Deal*) qui incite les entreprises à considérer les questions ESG dans leurs priorités stratégiques. L'un des piliers du Pacte Vert est le plan d'action sur la finance durable qui a pour objectif de réorienter les investissements vers des activités dites "durables" pour permettre à l'Union européenne d'atteindre la neutralité climatique d'ici à 2050.

Dans ce cadre, l'Union européenne élabore des réglementations importantes pour promouvoir la transition de l'économie vers une économie durable avec notamment (i) le règlement sur la publication d'information en matière de durabilité dans le secteur des services financiers⁵ (SFDR), (ii) le Règlement Taxonomie⁶, qui permet de "normaliser" les informations extra financières devant être divulguées par les entreprises selon le secteur économique auxquelles elles appartiennent et ainsi offrir aux investisseurs les instruments nécessaires dans l'exercice de valorisation des sociétés cibles qu'ils souhaitent acquérir, (iii) la directive CSRD et (iv) dernièrement, la proposition de directive sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive – CS3D*), actuellement en négociation dans le cadre des "trilogues", qui ambitionne d'imposer aux entreprises concernées de faire preuve de vigilance en matière d'environnement et de droits de l'homme tout au long de leur chaîne de valeur mondiale.

Des développements sont également constatés au-delà de l'Union européenne : au Royaume-Uni avec les règlements "*Companies (Strategic Report) Climate-related Financial Disclosure Regulations 2022*" et "*Limited Liability Partnerships (Climate related Financial Disclosure) Regulations 2022*" qui ont pour objet d'imposer aux entreprises un *reporting* climat ; aux États-Unis où un projet de texte similaire est en cours d'adoption par la Securities and Exchange Commission (SEC) qui prévoit d'appliquer aux sociétés cotées la publication d'un *reporting* climat obligatoire à compter de 2024⁷.

² À titre d'exemple, l'Organisation des Nations unies a adopté en 2006 les Principes pour l'Investissement Responsable ("*The Principles for Responsible Investment*" – PRI) en vue d'inciter les investisseurs à intégrer les enjeux ESG dans la gestion de leurs portefeuilles : <https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article>.

³ Ordonnance n° 2017-1180 du 19 juillet 2017 relative à la publication d'informations non financières par certaines grandes entreprises et certains groupes d'entreprises.

⁴ Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises.

⁵ Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

⁶ Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088.

⁷ À noter que, depuis plusieurs mois aux États-Unis, se multiplient des campagnes anti-ESG dont certaines visent à neutraliser ou limiter la réglementation en cours de préparation par la SEC.

Dans ce contexte d'accroissement des obligations juridiquement contraignantes, les entreprises sont en outre soumises à des pressions croissantes sur ces sujets de la part de leurs parties prenantes, notamment des consommateurs, clients, salariés, investisseurs, associations et ONG.

Autrefois limitée aux aspects purement économiques et financiers, la performance des entreprises s'évalue dorénavant également à la lumière de considérations extra-financières. La durabilité des activités, l'impératif moral et l'éthique des affaires sont devenus des éléments clés dans l'évaluation des sociétés. La prise en compte des facteurs ESG et de *compliance* dans les opérations de fusions et acquisitions se développe pour devenir une pratique de marché faisant appel à des expertises, outils et méthodologies spécifiques. Les enjeux ESG et de *compliance* s'invitent dans toutes les étapes du processus de fusions-acquisitions, de la sélection de la cible (1), en passant par les phases d'audit (2) et de structuration contractuelle (3), jusqu'à l'intégration post-opération (4).

1. IDENTIFICATION DE LA CIBLE SUR LA BASE DE CRITÈRES ESG

Impact des nouvelles normes ESG dans l'appréciation de l'opportunité de l'investissement

Le phénomène de durcissement de la réglementation, la prolifération des normes volontaires et la pression des parties prenantes, poussent les investisseurs à privilégier des investissements durables et responsables afin d'accroître leur propre score ESG ou celui de leur portefeuille de participations.

Pour identifier de potentielles cibles "durables", les investisseurs pourront fonder leurs décisions de croissance externe sur les standards de *reporting* que le Règlement Taxonomie impose à certains acteurs des marchés financiers, ainsi qu'aux entreprises assujetties à la publication d'une déclaration non financière⁸. En effet, ces standards de *reporting* éclairent les investisseurs sur la durabilité des activités des cibles qu'ils espèrent acquérir.

S'agissant des entreprises financières (sont ici visés les établissements de crédit, les gestionnaires d'actifs, les entreprises d'investissement, les assureurs et les réassureurs), celles-ci doivent publier des Indicateurs Clés de Performance Taxonomie censés représenter la part de leurs

investissements durables. Ainsi, les entreprises financières doivent publier depuis le 1er janvier 2022 "la part, dans leur actif total, d'expositions sur des activités économiques éligibles à la taxonomie et d'expositions sur des activités économiques non éligibles à la taxonomie" et, à partir du 1er janvier 2024, devront être publiés les indicateurs clés de performance relative aux activités alignées sur l'ensemble des 6 objectifs environnementaux du Règlement Taxonomie⁹.

S'agissant des entreprises non-financières, celles-ci doivent publier depuis le 1er janvier 2022 la part de leur chiffre d'affaires, de leurs dépenses d'exploitation (opex) et de leurs dépenses d'investissement (capex) dans des activités dites éligibles à la taxonomie et, depuis le 1er janvier 2023 la part de ces agrégats dans les activités alignées aux 2 objectifs climat de la taxonomie avec un *reporting* complet à compter de 2024¹⁰.

À titre d'exemple, sont considérées comme des activités éligibles à la taxonomie relevant du secteur des investissements immobiliers, tout investissement réalisé dans des immeubles ayant une bonne performance énergétique.

La directive CS3D, susvisée, a vocation à compléter le Règlement Taxonomie, en faisant du plan de vigilance un outil de transparence qui facilite les décisions en matière d'investissement durable. À l'instar de la directive CSRD, la directive CS3D et le Règlement Taxonomie imposent des obligations d'informations au public que les investisseurs pourront utiliser pour parfaire leurs stratégies d'investissements.

Si en France, depuis la loi "Pacte", les stratégies d'investissements (comme toutes décisions stratégiques) doivent être élaborées en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux, ces nouvelles réglementations poussent les investisseurs nationaux et internationaux à privilégier les investissements dans des activités dites durables et, inversement, à céder certains actifs dont le bilan ESG est plus faible, afin d'augmenter le niveau de leurs indicateurs clés de performance extra-financière.

Enfin, nous noterons que les agences en conseil de vote ne fondent plus seulement leurs campagnes sur des critères de rentabilité financière, mais également sur des considérations RSE/ESG pour fonder de nouvelles exigences à l'égard des dirigeants sociaux en matière de croissance externe et de déconsolidation notamment.

⁸ Sont ici visées les entreprises assujetties à la publication de la DPEF, i.e. aux entités d'intérêt public (les "EIP") au sens de la directive 2013/34/UE, pourvu que leur nombre moyen de salariés sur l'exercice soit supérieur à 500, et que leur total de bilan soit supérieur à 20 M€ ou que leur chiffre d'affaires soit supérieur à 40 M€ à la date de clôture.

⁹ Articles 10.3 et 10.5 du règlement délégué (UE) 2021/2178.

¹⁰ Articles 10.2 et 10.4 du règlement délégué (UE) 2021/2178.

Impact des enjeux ESG et compliance dans la valorisation de la cible

Les enjeux ESG sont aujourd'hui considérés comme un élément clé des perspectives de croissance des entreprises. Certains analystes financiers tentent d'ailleurs de démontrer la corrélation entre bon score ESG et performance financière. Nous noterons à cet égard qu'une étude menée conjointement par le *NYU Stern Center for Sustainable Business* et le *Rockefeller Asset Management* a tenté d'établir la corrélation entre ESG et performance financière en se basant sur plus de 1.000 articles et travaux publiés entre 2015 et 2020. Pour mesurer la performance financière, les différents articles se basaient sur des métriques classiques tels que le ROE, le ROA ou le cours de l'action. À l'issue de cette étude, 58% des travaux établissent une corrélation positive entre ESG et performance financière, 13% montrent un impact neutre, 21% des résultats sont non concluants et seulement 8% montrent une relation négative¹¹.

D'un point de vue juridique, une bonne pratique ESG peut aider une entreprise à se prémunir contre certains risques.

S'agissant d'éventuels risques environnementaux, le respect des droits nationaux de l'environnement, ou l'application de normes environnementales volontaires plus sévères que celles prévues par certaines législations nationales, peut permettre à des entreprises de diminuer le risque de conséquences financières négatives associées à d'éventuelles catastrophes environnementales comme les frais de dépollution ou les coûts médiatiques nécessaires à la restauration d'une image de marque.

S'agissant d'éventuels risques sociaux, le groupe de sociétés qui assure un suivi de l'application des droits de l'Homme dans l'ensemble de ses filiales dans le monde baisse son risque d'exposition à des actions d'ONG.

S'agissant des enjeux liés à la gouvernance, la mise en place d'une politique d'alignement des intérêts entre les différentes parties prenantes, et en particulier entre les associés et les dirigeants, permet à l'entreprise de diminuer son risque d'exposition à d'éventuelles situations de conflits d'intérêts.

Enfin, concernant les risques de compliance, l'évaluation de l'intégrité et les vérifications anticorruptions peuvent

mettre en évidence des éléments pouvant avoir un impact déterminant sur la valorisation de la société cible. L'absence d'un programme de *compliance*, la présence de *red flag*¹² découverts en phase d'audit, l'existence d'un contrôle effectué par l'Agence française anticorruption (AFA) ou d'une enquête diligentée par le parquet national financier (PNF) peuvent conduire à réévaluer le prix de la société cible ou à réexaminer la pertinence de l'opération.

2. L'IDENTIFICATION ET LA GESTION DES RISQUES ESG ET COMPLIANCE PENDANT LA PHASE D'AUDIT

La pratique des *due diligences* ESG et *compliance* se développe considérablement. Pour l'acquéreur, les *due diligences* ESG permettent non seulement d'appréhender des risques qui auront un impact sur la rédaction de la documentation d'acquisition, mais aussi d'anticiper l'impact réputationnel d'une opération. Elles peuvent mettre en lumière la qualité du modèle d'affaires de la société cible, la durabilité de ses activités, son impact sur les aspects sociaux et la pertinence de sa gouvernance.

En termes de responsabilité pénale, un arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 25 novembre 2020, opérant un revirement de jurisprudence important, indique que dans les cas de fusion-absorption entre sociétés anonymes et/ou sociétés par actions simplifiées, la société absorbante peut-être condamnée pénalement à une peine d'amende pour des faits constitutifs d'une infraction commis par la société absorbée avant l'opération. Cet arrêt incite les acquéreurs à redoubler de vigilance en vérifiant la probité de la société cible et son implication éventuelle dans des affaires de corruption et de délinquance économique et financière (en ce sens, v. le Guide pratique de l'AFA sur "*Les vérifications anticorruptions dans le cadre des fusions-acquisitions*").

La cible a quant à elle tout intérêt à anticiper cette *due diligence* ESG et *compliance*, d'autant plus que cela constitue un enjeu de valorisation comme vu ci-dessus.

Les professionnels de la *due diligence* ESG¹³ sont pour autant confrontés à de nombreux défis.

Le premier grand défi est le périmètre de la *due diligence* ESG et *compliance*. Certains facteurs ESG font depuis longtemps partie des processus habituels de *due diligence* d'un acquéreur, comme la structure de gouvernance

¹¹ https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf

¹² Par exemple : société cible non-coopérative pendant la due diligence, modes de paiement inhabituels, taux d'accidents du travail élevé, interaction avec des agents publics ou des personnes politiquement exposées, précédents en matière de probité, etc.

¹³ Sont ici concernés tous les professionnels de la *due diligence* ESG, lesquels comprennent les juristes, mais également les ingénieurs qui fournissent un *scoring* ESG sur la base de critères techniques qui varient selon le secteur économique auquel appartient l'entreprise cible, ou encore les experts-comptables et les commissaires aux comptes.

d'une société cible ou son approche de la santé et de la sécurité. Avec la prolifération des normes, contraignantes ou volontaires, et le caractère extensible de la notion d'ESG, la due diligence doit permettre d'identifier un nombre plus étendu de risques divers dans toute la chaîne de valeur de la société, tels que les violations des droits de l'Homme, la corruption, les sanctions internationales et embargos, la dégradation de l'environnement, les risques associés au changement climatique, les émissions de gaz à effet de serre, les atteintes à la vie privée, les violations de données, le harcèlement, la diversité sur le lieu de travail ou l'inégalité des sexes. Enfin, en matière de *compliance*, l'appréciation et la gestion des risques sont effectuées au cas par cas puisqu'elles dépendent de facteurs de risques propres à la société cible (risque pays, taille, secteur d'activité, recours aux marchés publics, etc.).

Le deuxième grand défi est la disponibilité des données. À ce propos, on observe d'ores-et-déjà une professionnalisation des entreprises sur les procédures de remontée des données ESG au sein du groupe et sur les procédures de contrôle interne, procédures essentiellement déployées sur le modèle de la gestion des données financières. En matière de probité, la collecte des informations peut s'effectuer en "source ouverte" (internet, presse, registres et données publics), par des vérifications réalisées directement auprès de la société cible (questionnaires, entretiens ou visites sur site) ou à l'aide de logiciels de *screening*.

Le troisième grand défi est l'évaluation financière de certains risques ESG et *compliance* dans le cadre des *due diligences*. À titre d'exemple, il est difficile de quantifier l'impact financier sur la valorisation d'une entreprise de l'absence d'application de normes volontaires ou contraignantes relatives à la diversité et à la mixité.

En matière de probité, la due diligence peut déboucher sur la nomination d'un responsable des vérifications des programmes de compliance en charge de mener à bien l'audit de conformité. L'AFA recommande de suivre cette bonne pratique et d'associer ce responsable à la transaction le plus tôt possible.

3. PRISE EN COMPTE DES ENJEUX ESG ET COMPLIANCE AU STADE DE L'ACQUISITION

Les risques ESG et *compliance* identifiés lors du processus de due diligence devront faire l'objet d'un examen approfondi, impliquant une analyse de leur importance, de leur probabilité et de leur matérialité, afin de déterminer s'ils peuvent être neutralisés ou atténués, dans le cadre de la procédure d'acquisition, par le biais de mesures correctrices, ou par une réduction du prix.

Bon nombre des déclarations habituellement incluses dans les opérations d'acquisition couvrent déjà des risques relatifs à la réglementation et à l'environnement. Les acquéreurs peuvent envisager des déclarations plus spécifiques axées sur l'ESG (avec une indemnisation spécifique en cas de risque identifié), par exemple en ce qui concerne le respect de codes ou de principes spécifiques que la cible s'est engagée à respecter volontairement. De telles garanties spécifiques sont toutefois généralement d'un intérêt limité, en raison des difficultés liées à la détermination du montant des dommages découlant de telles violations.

D'autres dispositions contractuelles peuvent être envisagées, notamment des clauses de *pre-closing covenants* obligeant la société cible à divulguer tout nouveau risque ESG survenant entre la signature et le closing de l'opération ou encore des conditions suspensives liées à la réalisation d'actions correctrices par le vendeur ou la cible avant le *closing*.

Si le problème ne peut être résolu avant le *closing*, par exemple en cas de non-conformité avec les réglementations liées à l'ESG, l'acquéreur pourra souhaiter négocier une réduction du prix d'acquisition pour refléter le risque assumé.

Enfin, les parties peuvent également chercher à structurer différemment la transaction afin d'atténuer le risque en excluant par exemple tout ou partie de l'activité à risque ou en passant d'une acquisition d'actions à une acquisition d'actifs. C'est de plus en plus une tendance que nous constatons.

4. INTÉGRATION POST-ACQUISITION DES ENJEUX ESG

Après l'acquisition, la RSE reste souvent un élément clé du processus d'intégration de l'acquéreur. La RSE est en effet un vecteur de synergies à long terme tant pour l'acquéreur que pour la cible. Le constat sera le même pour les enjeux ESG.

Ainsi, les synergies entre l'acquéreur et la cible dépendront du degré d'application des dispositifs ESG par chacune de ces entités. Les questions ESG peuvent ainsi entraîner un ajustement des politiques RSE, et plus globalement de la structure de gouvernance des cibles. Les investisseurs demanderont à la cible et à son *management* d'adhérer aux politiques RSE de leur groupe, de les communiquer aux parties prenantes notamment par anticipation de la prochaine directive CS3D qui impose aux entreprises concernées d'identifier et de mettre en place des plans de prévention et d'atténuation des "*incidences négatives réelles et potentielles sur les droits de l'homme et les incidences négatives sur l'environnement*", découlant non seulement de

leurs propres activités mais également de celles de leurs filiales et de leurs relations commerciales établies liées à leur chaîne de valeur.

Un autre enjeu post-acquisition pour l'acquéreur est de s'assurer que la cible s'acquittera de ses obligations en matière de suivi ESG ce qui peut déboucher sur la modification des indicateurs clés de performance à l'égard des dirigeants. Ce dernier point sera important notamment en cas de réinvestissement par les *managers*. En matière de *compliance*, l'acquéreur devra adapter et harmoniser ses pratiques, dispositifs et processus internes et, le cas échéant, programmes de *compliance* avec ceux de la société cible. Par exemple, en matière de lutte contre la corruption, la cartographie des risques "Sapin 2" devra être

actualisée afin de prendre compte les spécificités de la société cible.

Les acteurs doivent également se montrer vigilants sur les conséquences de l'opération sur le périmètre de *reporting* extra-financier (au même titre que l'impact sur le périmètre comptable de consolidation).

L'impact des enjeux ESG et compliance sur les fusions et acquisitions est devenu une réalité pour les praticiens. La prise en compte des enjeux ESG et compliance au stade de la *due diligence*, ainsi que dans la documentation contractuelle d'acquisition, se standardise au gré de l'entrée en vigueur et de la stabilisation des normes ESG aux échelles européenne et mondiale mais aussi de la sensibilisation des praticiens eux-mêmes à l'importance croissante de ces enjeux.

M&A EN 2023 : LA TENDANCE À L'AJUSTEMENT PERMANENT

*par Matthieu Grollemund, Avocat associé,
Louis-Nicolas Ricard, Senior Knowledge Lawyer,
et Pierre-Marie Boya, Counsel, Hogan Lovells*

*Article réalisé avec le concours de Imane Lazraq, Adèle Sapin et Clémence Tournier,
Master in Management, ESCP Business School*

Hogan
Lovells



Matthieu Grollemund



Louis-Nicolas Ricard



Pierre-Marie Boya

À l'aube de 2022, l'année fit la promesse d'une croissance saine qu'elle n'a pas tenu. Si les conséquences de la pandémie continuaient d'impacter les transactions, elles étaient pourtant pleinement traitées dans le cadre des négociations. Mais les bons chiffres du premier semestre ressemblent à un lointain souvenir. Depuis, et les premiers mois de 2023 le confirment, les nombreux défis liés aux tensions géopolitiques, à l'impact de l'inflation, des taux d'intérêt et d'une surveillance réglementaire accrue ont affecté le quotidien des transactions. La pratique s'adapte à une complexité des opérations désormais très marquée dès lors que l'actif présente le

moindre défaut, avec un allongement des calendriers et le retour de schémas transactionnels plus variés, privilégiant une structuration sur-mesure, parfois avec des outils que l'on redécouvre, comme les assurances de GAP.

Se prémunir des incertitudes modernes

Pandémie et conflits entraînent pénurie et inflation. Aux clauses intégrant les incertitudes liées à de nouvelles pandémies, s'ajoutent désormais celles propres aux conflits internationaux dans des dispositions totalement nouvelles. Cette prise en compte du risque s'étend aussi aux aspects immatériels, avec une préoccupation croissante concernant la sécurité et la cybersécurité.

Cette nouvelle donne engendre une complexité accrue des processus de due diligence, avec une granularité encore plus avancée, afin d'anticiper les performances et les aléas futurs selon un éventail de critères beaucoup plus large. Cette complexité a des conséquences sur les calendriers transactionnels, qui sont sensiblement allongés. Pour y remédier sans externaliser, il faut être en mesure d'analyser rapidement les aspects essentiels de la transaction.

Dans un tel contexte, la négociation des garanties d'actifs et de passifs constituent une autre source de difficultés en ce qu'elles représentent une part non négligeable de protection de la valorisation de la cible. Afin de limiter les situations de blocage et la tendance générale de réduction des garanties de passif, le recours classique au séquestre ou aux sûretés personnelles est désormais complété par les offres d'assurance de garantie de passif, qui continuent de s'inscrire dans la tendance depuis une dizaine d'années ou encore de retenue sur le prix (« *holdback* »). Elles permettent en effet de rapprocher des positions parfois antagonistes avec l'aide d'acteurs bien installés, qui multiplient les couvertures, parfois même pour des risques connus, sans grever le prix de cession. Initiée par le vendeur avec la réception d'une *Non-Bidding Indication*, qui présentera les principales conditions, notamment financières, de couverture de la transaction, le process pourra être poursuivi par l'acheteur, qui agira directement contre l'assureur, qui l'indemniserà, sans possibilité de se retourner contre le vendeur.

En pratique, l'intervention d'un assureur de garantie de passif impliquera davantage de communication sur l'opération. Ce tiers au contrat de cession exigera notamment que la documentation transactionnelle prévoie un process de Disclosure de la part des vendeurs et la signature par l'acheteur d'une déclaration d'absence de sinistre (NCD) au signing, qui pourra être réitérée au closing par l'effet du *Bring Down Certificate* actualisant les garanties souscrites.

Très populaires outre-Atlantique, les assurances GAP américaines couvrent en règle générale toutes les déclarations et garanties figurant dans le contrat de cession, sous réserve des exclusions habituelles (environnement, responsabilité du fait des produits) et des exclusions spécifiques à l'opération (risques connus). La tarification des polices y est généralement plus élevée (où les litiges sont plus nombreux), avec une prime avoisinant les 2 à 4% du prix d'acquisition contre 0,8 à 1,5% en Europe. Plus particulièrement dans les processus concurrentiels, la pratique américaine observe de plus en plus souvent des transactions "sans recours" où la seule solution pour l'acheteur est l'assurance GAP.

En Europe, et en France, la pratique diffère quelque peu avec une tendance à dire que la police d'assurance épouse les termes du contrat de cession. Cela implique souvent davantage de négociations ainsi que des définitions précises (Disclosed, connaissance du vendeur, perte/dommage) et des exclusions standard (connaissance de l'assuré, divulgation du vendeur, questions fiscales, ajustements de prix post-closing) par rapport aux exclusions négociables.

S'adapter à un accès au financement plus délicat

En matière d'accès au financement, le marché traverse une phase d'ajustements avec des exigences à la hausse côté prêteur. Les acheteurs doivent quant à eux composer avec des écarts de valorisation et des taux d'intérêt difficiles à concilier. Avec l'augmentation du coût du capital et l'aversion croissante des prêteurs pour le risque, l'obtention d'un financement abordable pour les transactions devient plus de plus en plus difficile. Deux tendances se distinguent : le retour en force des prêteurs alternatifs qui remplacent les banques traditionnelles par des produits soit sous forme de prêts uni tranche, soit d'obligations convertibles. Le recours aux actionnaires en dernier ressort pour financer une acquisition, lesquels demandent en retour un traitement préférentiel sur les autres actionnaires n'ayant pas abondé par une préférence dans le *waterfall* de distribution.

De plus, dans un contexte où les acheteurs ne sont pas toujours certains d'obtenir le financement nécessaire à la réalisation de l'opération envisagée, il faut parfois envisager le crédit vendeur. Même lorsque le processus de levée de dette a été correctement organisé, il faut désormais se prémunir contre l'éventualité d'un retournement côté prêteur parfois aussi tard qu'au moment de libérer les fonds, notamment lorsque les accords de prêt comportent des clauses MAC leur permettant de se retirer si les circonstances changent. Cela implique d'avoir anticipé en amont une alternative au financement de l'opération.

Les difficultés liées à l'obtention de financement, qui se révèlent plus prégnantes encore à mesure que les mois s'écoulent, affectent elles-aussi le temps d'exécution des opérations, autant qu'elles poussent les conseils à envisager des options de financement plus diversifiées pour aider à conclure l'affaire dans les délais prévus.

Sauf le cas des vendeurs qui, n'obtenant pas le prix escompté pour leur actif, retirent le bien marché ou attendent que celui-ci se consolide, l'un des moyens de protéger les valorisations consistent à accepter une prise de risques plus grande, avec le retour des clauses de complément de prix ou earn-out en vue de concilier les attentes de prix des vendeurs et le prix de cession susceptible d'être

payé par l'acheteur au regard de la performance actuelle de la société cible.

Intégrer les enjeux réglementaires dans les transactions internationales

En matière d'investissements étrangers, l'augmentation des contraintes réglementaires incitent à toujours plus de prudence dans les ambitions de consolidations des clients. Les contrôles des investissements étrangers deviennent un

sujet clé et parfois rédhibitoires. Sans atteindre les complexités des contrôles observés aux Etats Unis entre les réglementations CFIUS et ITAR, l'arsenal développé par l'Union européenne en matière de filtrage des investissements et de contrôle des exportations de biens à double usage s'est encore étoffé avec l'entrée en vigueur en janvier 2023 du règlement relatif aux subventions étrangères faussant le marché intérieur, qui mobilise à la fois des concepts de contrôle des concentrations et d'aides d'Etat.

RÈGLEMENT SUR LES SUBVENTIONS ÉTRANGÈRES : AUX ENTREPRISES D'ANTICIPER LA NOUVELLE OBLIGATION DE NOTIFICATION DES FUSIONS-ACQUISITIONS

par Renaud Christol, Associé, et Marc-Antoine Picquier, avocat, August Debouzy



AUGUST DEBOUZY



Renaud Christol



Marc-Antoine Picquier

Adopté le 14 décembre 2022, le Règlement (UE) 2022/2560 du parlement européen et du conseil relatif aux subventions étrangères faussant le marché intérieur (en anglais « **Foreign Subsidies Regulation** » ou « **FSR** »), comprend deux volets.

Le premier volet autorise, depuis le 12 janvier 2023, la Commission européenne (la « **Commission** ») à ouvrir des enquêtes afin de contrôler toute opération d'investisse-

ment ou de soutien par laquelle tout pays tiers à l'Union européenne finance, directement ou indirectement, une entreprise active sur le marché intérieur et lui permet de bénéficier d'un avantage concurrentiel¹.

La Commission a très rapidement mis en œuvre ce pouvoir. Début septembre 2023, la Présidente de la Commission a annoncé le lancement d'une enquête relative aux véhicules électriques chinois qui « *inondent les marchés*

¹ Cet article ne concerne pas les aspects relatifs aux contributions financières étrangères dans le cadre de procédures de passation de marchés publics.

mondiaux » et dont les « *prix sont maintenus artificiellement bas par d'énormes subventions publiques* » qui « *faussent* » le marché intérieur².

La Commission envisage d'utiliser le FSR pour mettre en place des mesures de défense commerciale, notamment dans le secteur éolien, ainsi qu'elle l'explique dans son « *Plan d'action européen pour l'énergie éolienne* »³.

Il s'agit là du domaine « *naturel* » du FSR : appréhender les situations où des entreprises originaires d'États hors de l'Union européenne et qui bénéficient de subventions de la part de leur État d'origine utilisent cette facilité pour venir concurrencer les entreprises localisées dans l'Union européenne.

En d'autres termes, protéger les entreprises européennes de la concurrence faussée des entreprises hors Union européenne qui sont subventionnées par leurs États.

Le second volet, s'il procède de la même inspiration et sera de nature à limiter cette concurrence faussée, aura également un impact très significatif pour les entreprises de l'Union européenne.

Il s'agit de la mise en place, depuis le 12 octobre 2023, d'une obligation de notification et d'autorisation préalables de certaines opérations de concentration.

Le champ d'application de cette obligation est tellement large qu'il inclura de nombreuses opérations menées par les entreprises de l'Union européenne (1). Les modalités de ce contrôle créeront une nouvelle contrainte pour les opérations de fusion-acquisition (2).

1. UN CHAMP D'APPLICATION EXTRÊMEMENT LARGE, QUI INCLURA DE NOMBREUSES OPÉRATIONS DES ENTREPRISES DE L'UNION EUROPÉENNE

Les obligations contenues dans le FSR concernent toutes les entreprises, peu importe leur localisation d'origine, dès lors qu'elles perçoivent des « subventions étrangères » de la part de pays tiers à l'Union européenne.

En d'autres termes, toutes les entreprises qui ont une activité dans l'Union européenne sont potentiellement concernées par le FSR.

Par exemple, une entreprise française qui a des implantations ou filiales dans l'Union européenne et hors de l'Union européenne, dont ces implantations ou filiales

reçoivent des « subventions étrangères » de pays tiers, pourra être susceptible d'être dans le champ d'application du FSR si les seuils de contrôle sont franchis.

Toutes les opérations de concentration sont concernées : fusion, acquisition de société ou d'actifs et même création d'une filiale commune de plein exercice.

Les opérations de concentration devront être notifiées à la Commission avant leur réalisation au titre du FSR lorsque :

- au moins une des entreprises parties à l'opération est établie dans l'Union et génère un chiffre d'affaires total d'au moins 500 millions d'euros dans l'Union ; et
- les parties à l'opération ont reçu de pays tiers des « subventions étrangères » totales cumulées supérieures à 50 millions d'euros au cours des trois années précédentes : cela inclut toutes les « subventions étrangères » reçues par toutes les entités qu'elles contrôlent directement ou indirectement.

Le premier seuil est susceptible d'être aisément franchi par de nombreuses entreprises européennes. À cet égard, peu importe si la cible réalise un chiffre d'affaires minime dans l'Union européenne. Dès lors que l'acquéreur réalise plus de 500 millions d'euros de chiffre d'affaires dans l'Union européenne, le premier seuil sera franchi.

Le second seuil doit être rempli par les deux parties à l'opération.

Il n'est pas limité aux « subventions étrangères » perçues par un pays mais suppose au contraire d'additionner toutes les « subventions étrangères » reçues au cours des trois dernières années de tous les pays tiers à l'Union européenne.

Il n'est pas non plus limité à certains pays. Tous les pays non-membres de l'Union européenne sont concernés.

Par exemple, si une entreprise a perçu 15 millions d'euros de « subvention » du Maroc en 2021, 10 millions d'euros des États-Unis en 2022 et 30 millions d'euros du Brésil en 2023, le second seuil de contrôle sera franchi.

Le second seuil n'est pas non plus limité aux seules subventions.

Cela est d'autant plus le cas que la notion de « subvention étrangère » est très vaste.

Les « subventions étrangères » sont toutes les contributions financières octroyées directement ou indirectement

² [Discours sur l'état de l'Union 2023 de la Présidente von der Leyen, 13 September 2023.](#)

³ [Communication de la Commission au Parlement Européen, au Comité Économique et Social Européen et au Comité des Régions, Plan d'Action Européen pour l'Énergie Éolienne, 24 octobre 2023.](#)

par un pays à une ou plusieurs entreprises ou à un ou plusieurs secteurs :

- les prêts et garanties de prêts ;
- les apports en capital, compensations de pertes d'exploitation, compensations de charges financières imposées par les pouvoirs publics ;
- les annulations ou conversions de dettes en capital ou rééchelonnement de dettes ;
- les abandons de recettes tels que les incitations ou les exonérations fiscales ;
- l'achat de biens ou services (par exemple dans le cadre de marchés publics).

Cette dernière catégorie englobera de très nombreuses relations commerciales entre les entreprises et les États. Par exemple, toutes les entreprises qui soumissionnent et remportent des marchés publics, de fourniture de biens ou de prestations de services, devront prendre en compte les sommes perçues à ce titre comme des « subventions étrangères » au titre du FSR.

La contribution peut avoir été versée par le gouvernement, une collectivité locale, une entreprise publique contrôlée par un pays et même par une entité privée si les décisions de cette entité peuvent être attribuées au pays tiers.

Les seuils apparaissent en définitive peu élevés et, par voie de conséquence, susceptibles d'appréhender de très nombreuses opérations de concentration.

D'ailleurs, d'après un chef d'unité de la Direction générale de la concurrence de la Commission, qui s'est exprimé le 10 octobre 2023, 17 opérations de concentration auraient déjà été prénotifiées à la Commission au titre du FSR⁴.

Tel serait notamment le cas de l'acquisition par le laboratoire pharmaceutique français Cooper de la quasi-totalité de l'activité de médicaments en vente libre de l'entreprise américaine Viartis. Des opérations sans lien immédiat avec le marché unique, comme la prise de contrôle de Capri par Tapestry, deux groupes actifs dans le secteur du luxe et basés aux États-Unis, devront également obtenir l'autorisation de la Commission au titre du FSR avant d'être réalisées.

2. DES MODALITÉS D'APPLICATION CONTRAIGNANTES POUR LES OPÉRATIONS DE FUSION-ACQUISITION

Le FSR repose sur une logique et un fonctionnement très proche du régime communautaire de contrôle des concentrations.

Les modalités d'application du FSR sont précisées dans un règlement d'exécution adopté le 10 juillet 2023 (le « **Règlement d'exécution** »)⁵.

La notification des opérations qui franchissent les seuils s'effectue au moyen d'un formulaire de FS-CO, dont la structure et le contenu sont très proches de ceux du Formulaire CO utilisé dans le régime de contrôle des concentrations.

Les informations que les entreprises concernées devront communiquer à la Commission sont particulièrement étendues : les entreprises devront notamment, pour les contributions financières étrangères considérées comme les plus susceptibles de fausser le marché intérieur⁶, fournir des informations détaillées sur toutes les contributions financières d'un montant individuel d'au moins un million d'euros, octroyées aux parties à la transaction au cours des trois dernières années.

La collecte de ces informations va constituer un enjeu majeur et impliquer des travaux en amont particulièrement importants, *a fortiori* pour des informations qui ne sont pas forcément suivies à un tel niveau d'individualisation au sein des entreprises.

Comme dans le contrôle des concentrations, la prénotification, phase informelle d'échange entre la partie notifiante et la Commission, est très fortement encouragée avant de procéder à la notification formelle.

Le FSR impose une suspension de la réalisation de l'opération jusqu'à la délivrance de la décision d'autorisation, obligation qui contraindra notamment toutes les opérations intermédiaires entre la signature des accords relatifs à l'opération et la réalisation de celle-ci.

La durée d'examen de la notification est de 25 jours ouvrés à compter de la réception d'une notification complète. En

⁴ [European Commission, Let's talk competition - Unpacking the Foreign Subsidies Regulation, Episode 4.](#)

⁵ Règlement d'exécution (UE) 2023/1441 de la Commission du 10 juillet 2023 relatif aux modalités détaillées des procédures mises en œuvre par la Commission en vertu du règlement (UE) 2022/2560 du Parlement européen et du Conseil relatif aux subventions étrangères faussant le marché intérieur.

⁶ Sans que cette liste prévue à l'article 5 du FSR ne soit limitative, cela vise notamment les subventions accordées à une entreprise en difficulté, les garanties illimitées (montant et/ou durée) des dettes ou des passifs de l'entreprise, les subventions qui facilitent directement l'opération de croissance externe, ou les subventions non conformes aux règles de l'OCDE sur les crédits à l'exportation qui bénéficient de soutiens publics.

cas de doute sur la compatibilité avec le marché intérieur des « subventions étrangères » reçues, une phase d'enquête approfondie est ouverte. Sa durée est de 90 jours, avec des possibilités de prolongations.

En cas de réalisation de l'opération avant autorisation ou d'absence de notification, la Commission peut prononcer une amende dont le montant maximum est de 10% du chiffre d'affaires total de l'exercice précédent.

En cas de fourniture de renseignements inexacts ou dénaturés dans la notification, le montant maximum de l'amende est de 1 % du chiffre d'affaires total de l'exercice précédent.

Elle peut également imposer des engagements afin de remédier aux distorsions de marché causées par les « subventions étrangères » perçues par les parties à la concentration.

De tels remèdes supposeront des réflexions accrues de la part des entreprises car, en première analyse, le remède le plus fréquemment employé en contrôle des concentrations, la cession d'entreprises ou d'actifs, ne serait pas for-

cément adapté pour remédier à une distorsion de marché causée par des subventions.

La Commission dispose également du pouvoir de remise en cause, *a posteriori*, d'opérations de concentration déjà réalisées.

Enfin, une publicité des décisions sera organisée, mais elle sera beaucoup moins importante que celle qui existe en matière de contrôle des concentrations. En réalité, seules les procédures qui atteindront le stade de l'enquête approfondie seront rendues publiques⁷. Cela n'aidera certainement pas les entreprises à connaître les orientations de la Commission sur son application du FSR.

Désormais, il existera des cas où une opération de concentration sera contrôlée au titre d'un ou plusieurs contrôles des concentrations, d'un ou plusieurs contrôles des investissements étrangers et du FSR. Cela devra indubitablement être pris en compte et anticipé par les entreprises car les impacts seront conséquents, notamment sur la structuration des opérations, sur les informations à collecter en amont et sur le calendrier.

⁷ À l'instar de ce qui existe dans le régime communautaire des aides d'États.

The Annual Private Market Offsite

3000+
Delegates

1000+
Firms

400+
LPs

400+
GPs

100+
Investment
Banks

30+
Countries

GETTING DEALS DONE

Come celebrate our
10th Edition

**SAVE €300
LATE BIRD**

Until Dec. 22nd

Reduce your carbon footprint while networking on the
Croisette Express. Book your seat now and make a difference!

#IPEMCannes2024

www.ipem-market.com



mipim[®]



The Global Urban Festival*

Préouverture 11 mars

12-15 mars 2024

Palais des Festivals, Cannes, France

Built by
RX In the business of
building businesses

mipim.com

*Le festival international de l'immobilier et de la ville