

# Quelles clés pour maximiser la réussite d'une opération de carve-out ?

Décembre 2023



The better the question. The better the answer.  
The better the world works.

# Introduction

Aurélie Saulnier

Associée, Ernst & Young Advisory

Nicolas Debeuf

Associé, Ernst & Young Advisory

Le *carve-out*, également appelé opération de détournement, implique la scission d'une entité ou d'une division d'une entreprise mère pour en faire une entité distincte. Cette nouvelle entité, devenue autonome, peut ensuite être acquise par une autre entreprise, s'engager dans une *joint-venture* ou effectuer une introduction en bourse. Ce type d'opération complexe suscite un regain d'intérêt. Comme relevé récemment dans une étude conjointe EY-Goldman Sachs<sup>1</sup>, la décennie 2010 a été marquée par une stratégie prédominante de consolidation et d'expansion, caractérisée par d'importantes fusions et une diversification intensive. Face au ralentissement du marché des fusions-acquisitions, à des contraintes financières et réglementaires toujours plus rigoureuses et aux changements sociétaux majeurs, de nombreux acteurs en profitent pour engager leur transformation et se désengager de certaines activités. Sanofi a ainsi annoncé son intention de se séparer de son pôle de santé grand public et Solvay prévoit de finaliser la séparation de ses activités de chimie de spécialité d'ici la fin de l'année 2023.

1. L'étude conjointe d'Ernst & Young Global Limited et Goldman Sachs 'Strategies for successful corporate separations' publiée en mai 2023 ([https://www.ey.com/en\\_gl/strategy-transactions/strategies-for-successful-corporate-separations](https://www.ey.com/en_gl/strategy-transactions/strategies-for-successful-corporate-separations)) repose sur une analyse de données quantitatives provenant de plus de 160 transactions réalisées à l'échelle mondiale sur la période de 2012 à 2022, ainsi que sur des entretiens avec des experts.

Pour quelles raisons les entreprises se lancent-elles dans des opérations de *carve-out* ?

- ▶ **Accélérer le développement des activités stratégiques** : recentrer *RemainCo* tout en écrivant l'histoire de *NewCo* permettant ainsi à chacune de suivre sa propre voie stratégique et d'atteindre ses objectifs de croissance spécifiques. L'industrie pharmaceutique illustre bien ce cas de figure. Récemment, de grandes entreprises pharmaceutiques (Johnson & Johnson, Novartis, GSK, Pfizer, etc.) se sont séparées de leurs divisions Médicaments sans ordonnance ou Soins de grande consommation qui présentaient peu de synergies avec les autres aires thérapeutiques.
- ▶ **Repenser leur modèle opérationnel** : capitaliser sur la séparation pour redéfinir le modèle opérationnel et le réaligner avec les nouveaux objectifs et défis à venir. Le secteur automobile est un excellent exemple : les enjeux liés aux réductions d'émissions, le développement de la connectivité et de nouvelles solutions de mobilité conduisent les constructeurs à mener une profonde transformation de leur modèle opérationnel. Ce sont ces évolutions fondamentales qui ont conduit Renault à séparer ses activités de production de moteur hybrides et thermiques (Horse) et à créer Ampère, un *pure player* du véhicule électrique et du *software*.

- ▶ **Accéder à plus de capitaux** : mettre en place une stratégie efficace d'allocation du capital en offrant aux investisseurs l'opportunité de déployer leurs fonds dans une activité spécifique. De nombreuses entreprises procèdent à la séparation de leurs activités avant d'envisager une introduction en bourse (IPO) afin de doter l'activité concernée d'une gouvernance autonome allié à une flexibilité accrue dans sa prise de décision et sa capacité d'innovation. J&J a ainsi introduit en bourse Kenvue, sa filiale de produits d'hygiène et de beauté, au New York Stock Exchange en mai 2023.

Si les opérations de *carve-out* sont des opérations complexes, elles offrent un potentiel significatif de création de valeur. En effet, selon l'étude menée en collaboration avec Goldman Sachs, elles génèrent en moyenne un rendement excédentaire d'environ 6 % par rapport aux indices sectoriels au cours des deux années suivant la clôture de la transaction, notamment lorsque la sortie se traduit par une cotation en bourse.

Quelles sont les bonnes pratiques pour préserver et maximiser la valeur des deux ensembles ? Notre expérience nous a conduits à identifier cinq principes fondamentaux.

## 1

# Une stratégie de séparation lisible

Cette stratégie doit servir à déterminer les leviers de valeur, les grands principes directeurs, les paramètres de la séparation (périmètre, vitesse, séquence, etc.) et servir de catalyseur pour réinventer les deux entités résultantes : *RemainCo* et *NewCo*.

La stratégie doit inclure une **equity story convaincante**, détaillant les arguments sous-jacents à cette séparation et démontrant comment elle engendrera de la valeur à long terme pour les parties prenantes. L'approche variera également en fonction de la situation du deal (vente à un acquéreur, JV ou introduction en bourse).

Il est également crucial de redéfinir la **vision de chaque entité** qui servira de point de départ à la définition des modèles opérationnels cibles.



## Des contours clairement définis

Le deuxième élément consiste à définir avec précision le **périmètre de séparation** entre *RemainCo* et *NewCo* en considérant des facteurs tels que la rentabilité et les dissynergies potentielles. Cela revient à :

- ▶ Cartographier précisément les **activités commerciales** liées à l'entité à détacher qu'il s'agisse de départements, filiales, produits ou lignes de produits, unités opérationnelles, etc. ;
- ▶ Identifier les **entités juridiques** dédiées ou partagées ;
- ▶ Analyser quels **passifs et actifs** matériels (usines, biens immobiliers, etc.) ou immatériels (propriété intellectuelle, marques, licences, etc.) sont rattachés ;
- ▶ Identifier les **employés** nécessaires au maintien de la continuité opérationnelle.

La phase d'identification du périmètre est également importante pour déterminer les **complexités opérationnelles** et **coûts associés** à l'opération. Ces coûts peuvent influencer sur les décisions relatives au choix du périmètre. Il s'agit notamment :

- ▶ Des *stranded costs*, qui demeurent après la scission et ne contribuent pas directement à la nouvelle entité formée par le *carve-out* car liés à des éléments tels que des contrats, infrastructures ou services partagés qui perdent de leur utilité après la séparation.
- ▶ Des *standalone costs*, qui sont associés aux opérations de la nouvelle entité formée après le *carve-out* et qui comprennent les dépenses récurrentes nécessaires au fonctionnement autonome de la nouvelle entité.
- ▶ Des *one-off costs* ou coûts exceptionnels en lien avec la séparation (frais juridiques, honoraires des conseils, séparation IT, résiliation de contrats, formation, etc.).

## 3

## Une planification solide se basant sur une approche holistique

La planification joue un rôle essentiel dans la réussite des opérations de *carve-out*. Il est déterminant de mettre en place un **calendrier détaillé** et structuré en grandes étapes, indiquant le chemin critique et les interdépendances entre les différentes fonctions et phases de la séparation. En effet, la gestion d'un projet de séparation implique une coordination entre une multitude de fonctions, des ressources humaines aux opérations en passant par la finance, l'IT et le juridique et fiscal. Il est donc indispensable d'adopter une approche holistique intégrant l'ensemble des dimensions de la séparation. Par ailleurs, ce type d'opération se caractérise par l'existence d'une *deadline* : le **Day 1**. Il correspond au premier jour de la séparation effective d'un point de vue juridique et se traduit par une indépendance des structures, des opérations et de la gestion des deux ensembles.



La gestion des **ressources humaines** dans le cadre du *carve-out* est essentielle. Elle comprend le respect du droit social, y compris l'information des partenaires sociaux et l'examen des contrats avant le transfert des employés. La gestion des talents et des avantages sociaux est également cruciale, impliquant un programme visant à identifier et à retenir les compétences nécessaires pour préserver la valeur de l'opération.

Les **aspects juridiques** couvrent la définition de l'organisation juridique adaptée à *RemainCo* et à *NewCo*, tout en tenant compte des réglementations et des démarches légales nécessaires pour atteindre les objectifs de l'opération. Il est donc important d'établir un plan juridique complet (*legal step plan*). Par ailleurs, les sujets de propriété intellectuelle (brevets, marques déposées, etc.) doivent être correctement traités dans l'ensemble des juridictions concernées par l'opération afin de minimiser les risques.

Les **problématiques fiscales et financières** nécessitent une analyse approfondie pour garantir l'identification précise et l'évaluation adéquate des actifs, passifs et obligations. De plus, l'établissement des comptes historiques et pro-forma peut se révéler particulièrement complexe et consommateur de temps.

Il est très important d'aborder les **aspects opérationnels et informatiques** (infrastructure IT, applications, cybersécurité, centres de données, etc.). Cette étape vise à élaborer un modèle opérationnel cible pertinent et à garantir la continuité des activités, par exemple via la mise en place d'accords de services de transition (*Transitional Service Agreements*). Une démarche qui nécessite un diagnostic de la situation actuelle et l'identification de nouveaux principes directeurs organisationnels pour faciliter l'élaboration des plans d'action.

En ce qui concerne les aspects **administratifs et réglementaires**, les entreprises sont soumises à des délais substantiels qui doivent être anticipés lors d'une opération de *carve-out* : contraintes locales, en lien avec la production (certifications à obtenir pour les sites industriels), etc. Dans l'industrie pharmaceutique, par exemple, le transfert d'autorisations requiert l'obtention de l'approbation des autorités compétentes, telles que l'ANSM en France ou la Commission européenne pour les autorisations à l'échelle européenne.



## 4

## Un dialogue établi avec les différentes parties prenantes

La communication bilatérale est primordiale et doit englober à la fois la transmission interne et externe de l'information. Une **communication interne** régulière doit informer les employés sur la nouvelle orientation stratégique, les changements à venir et les guider tout au long du processus de séparation. Un plan de gestion du changement peut également contribuer à atteindre ces objectifs en garantissant l'adhésion des managers, l'engagement des employés et la préparation efficace du *Day 1*.

La **communication externe**, dirigée vers les régulateurs, les investisseurs (acheteur, partenaire, marché, etc.), les clients et les fournisseurs, doit être soigneusement orchestrée pour préserver la confiance et la continuité des activités, notamment pour les sociétés cotées et/ou qui prévoient une introduction en bourse de la branche détachée.

En prévoyant les messages à l'avance, dans la mesure du possible, et en les validant avec la direction et le service juridique, on assure une diffusion de l'information à la fois cohérente et efficace. Il est par ailleurs important d'anticiper les questions et les préoccupations de chaque groupe pour y répondre de manière proactive et constructive.



## 5

# La mise en place d'un PMO et d'une gouvernance efficace

Pour maximiser les chances de réussite de la transaction, il est impératif de mettre en place une **gouvernance robuste** et de constituer une équipe projet compétente. D'après notre expérience, la mise en place d'un PMO (Program Management Office) solide se révèle être un facteur clé de succès, fournissant des ressources dédiées et un dimensionnement adapté aux enjeux du projet. En effet, ce type de programme sollicite fortement les ressources en interne. Le PMO permettra d'accompagner les équipes grâce à l'apport de méthodologies éprouvées, de *benchmarks* et au maintien d'un rythme efficace tout au long de l'opération. La nomination d'un **sponsor reconnu** contribuera également à promouvoir le projet.

L'organisation peut être décrite comme suit : le **comité de pilotage**, composé de membres clés de la direction de l'entreprise, sera responsable de l'orientation stratégique et de la validation des décisions prises par l'équipe projet. De son côté, l'**équipe projet**, aura pour rôle de diriger les chantiers fonctionnels, identifier les obstacles, anticiper les risques, proposer des solutions, gérer la circulation de l'information et identifier les interdépendances.

L'assignation claire des rôles et des responsabilités dès le début du projet est cruciale, tout comme la coordination efficace des différents chantiers pour s'assurer que le plan défini soit atteint en temps et en heure. Il convient de mettre en place des processus de suivi régulier pour évaluer la progression, réaliser un *reporting* précis et transparent et prendre les mesures correctives nécessaires en cas de dérapage.

La **nomination des dirigeants** lors d'un *carve-out* revêt une importance stratégique majeure, influençant directement la réussite du projet. Annoncer tôt les rôles clés dans le management de la nouvelle entité est essentiel. Cela permet d'anticiper les besoins en compétences et d'engager les salariés en leur offrant une vision claire de la nouvelle organisation.



# Conclusion

Si les opérations de *carve-out* sont souvent considérées comme complexes, elles sont stratégiques et offrent une réelle possibilité de créer de la valeur. Une évaluation juste des complexités et des enjeux associés au projet de séparation couplée à l'application des cinq principes énoncés ci-dessus permettent de maximiser les chances de réussite de telles opérations. Le *carve-out* offre aux entreprises la possibilité de se réinventer, de se positionner stratégiquement sur le marché, et de catalyser une croissance durable.



### **Aurélie Saulnier, Associée**

Aurélie co-dirige l'équipe Transaction Strategy & Execution d'EY-Parthenon en France. Elle est l'Associée en charge de l'offre Sell & Separate en France. Aurélie accompagne ses clients dans la mise en œuvre d'opérations complexes de séparation ou d'intégration, et a participé à de nombreuses opérations majeures ces dernières années, notamment dans les secteurs de l'automobile, de l'agroalimentaire et des produits industriels.



### **Nicolas Debeuf, Associé**

Nicolas est Associé chez EY-Parthenon au sein de l'équipe Transaction Strategy & Execution du bureau de Paris. Il contribue au développement de l'offre Sell & Separate pour TSE en France. Nicolas accompagne de grandes entreprises internationales dans la mise en œuvre d'opérations complexes de séparation ou d'intégration, en particulier dans les secteurs de la santé, des TMT (Télécoms, Médias, Technologies) et des biens de consommation.

**La raison d'être d'EY est de participer à la construction d'un monde plus équilibré, en créant de la valeur sur le long terme pour nos clients, nos collaborateurs et pour la société, et en renforçant la confiance dans les marchés financiers.**

**Expertes dans le traitement des données et des nouvelles technologies, les équipes EY, présentes dans plus de 150 pays, contribuent à créer les conditions de la confiance dans l'économie et répondent aux enjeux de croissance, de transformation et de gestion des activités de nos clients.**

**Fortes de compétences en audit, consulting, droit, stratégie, fiscalité et transactions, les équipes EY sont en mesure de décrypter les complexités du monde d'aujourd'hui, de poser les bonnes questions et d'y apporter des réponses pertinentes.**

EY désigne l'organisation mondiale et peut faire référence à l'un ou plusieurs des membres d'Ernst & Young Global Limited, dont chacun représente une entité juridique distincte. Ernst & Young Global Limited, société britannique à responsabilité limitée par garantie, ne fournit pas de prestations aux clients. Les informations sur la manière dont EY collecte et utilise les données personnelles, ainsi que sur les droits des personnes concernées au titre de la législation en matière de protection des données sont disponibles sur [ey.com/privacy](https://ey.com/privacy). Les cabinets membres d'EY ne pratiquent pas d'activité juridique lorsque les lois locales l'interdisent. Pour plus d'informations sur notre organisation, veuillez vous rendre sur notre site [ey.com](https://ey.com).

#### **À Propos de EY-Parthenon**

Les équipes d'EY-Parthenon aident leurs clients à transformer leurs écosystèmes et leurs portefeuilles, ainsi qu'à se réinventer pour construire un avenir meilleur. Grâce à la connectivité et la mondialisation, les équipes d'EY-Parthenon peuvent offrir des services de stratégie réalisée à leurs clients en aidant les PDG à développer et mettre en œuvre de nouvelles approches afin de relever les défis auxquels ils font face tout en saisissant les opportunités découlant de la transformation de leur entreprise. De l'idée à la mise en œuvre, les équipes d'EY-Parthenon aident les entreprises à construire un monde meilleur du travail en stimulant la valeur à long terme. EY-Parthenon désigne des professionnels exerçant pour EY LLP et d'autres membres du réseau EY qui offrent des services de conseils en stratégie partout dans le monde. Pour plus d'informations, veuillez vous rendre sur [ey.com/parthenon](https://ey.com/parthenon).

© 2023 Ernst & Young Advisory.  
Tous droits réservés.

Studio BMC France - 2310BMC162.  
SCORE France N°2023-113.  
ED None.

Cette publication a valeur d'information générale et ne saurait se substituer à un conseil professionnel en matière comptable, fiscale, juridique ou autre. Pour toute question spécifique, veuillez vous adresser à vos conseillers.

**[ey.com/fr](https://ey.com/fr)**