

Le « Carve-out » : une exploration des carve-outs dans les opérations de M&A



Septembre 2026

Alors que les carve outs s'imposent comme un élément structurant du marché actuel des fusions acquisitions, acquéreurs et cédants doivent composer avec un ensemble de défis et d'opportunités spécifiques. Portés par des stratégies de recentrage, la pression des marchés et la recherche d'une création de valeur autonome accrue, les carve outs exigent une vision opérationnelle plus fine, une due diligence rigoureuse et une exécution méticuleuse. Cet article s'inscrit dans une série publiée par Accuracy, consacrée à l'essor des carve outs, à l'analyse des tendances de marché, aux pièges les plus fréquents ainsi qu'aux leviers pratiques permettant de réussir une séparation et de maximiser la création de valeur à long terme.

1. Introduction aux carve-outs

Les carve-outs connaissent une progression rapide dans les opérations de M&A. Les motivations qui les sous-tendent sont aussi diverses que les transactions elles-mêmes : arbitrages stratégiques de portefeuille, objectifs financiers, impératifs réglementaires ou contraintes liées au droit de la concurrence. Il peut s'agir d'un recentrage sur les activités cœur via la cession d'actifs périphériques, d'un besoin de liquidités pour faire face aux échéances de dette, d'un objectif d'amélioration de la rentabilité lorsqu'une division pèse sur les marges, ou encore d'une obligation réglementaire de se séparer d'un périmètre donné. D'autres groupes y voient la possibilité de dégager une valorisation de marché supérieure lorsque l'activité est isolée, ou d'exploiter des opportunités de consolidation sectorielle identifiées.



Contrairement à une acquisition classique, les carve-outs comportent une série de risques supplémentaires pour l'acheteur, tant sur le plan financier (fiabilité des données) qu'opérationnel (complexité du détachement et intégration post-acquisition). Le vendeur, quant à lui, doit gérer des délais de transaction allongés, une mobilisation accrue des équipes pendant les due diligences, et souvent un accompagnement post-cession via des accords de services transitoires (TSA).

Malgré ces défis, les transactions aboutissent. Mais elles exigent une préparation rigoureuse en amont, tant sur les volets financiers, juridiques et fiscaux que sur l'évaluation opérationnelle de l'autonomie de l'entité et la validation de son plan de développement.

Facteurs clés pour les carve-outs

STRATÉGIQUE

- Cession des activités non essentielles
- Séparation des activités peu performantes
- Rationalisation du portefeuille

FINANCIER

- Génération de liquidités pour, par exemple, financer de nouveaux investissements ou rembourser des dettes
- Renforcement du bilan
- Libération d'actifs cachés / sous-évalués (“Décote de conglomérat”)

RÉGLEMENTAIRE

- Se conformer aux obligations antitrust ou réglementaires
- Se conformer aux exigences des parties prenantes (par exemple, en raison d'un changement dans le paysage politique)

AUTRE

- ESG / transition vers des activités plus « vertes »
- Facteurs concurrentiels
- Alléger la charge administrative des petites unités et accroître leur agilité

EXEMPLES

Séparation et vente par Sanofi de l'actif non stratégique « Taxotere » à Boryung dans le cadre de la rationalisation de son portefeuille oncologique.

Cession par BioCryst des activités européennes d'Orladeyo à Neopharmed Gentili et utilisation du produit de la vente pour rembourser la dette en cours.

Les autorités antitrust de l'UE ont exigé des cessions importantes de la part de Linde et Praxair dans le cadre de leur fusion.

Le carve-out de PayPal par Ebay a permis une approche plus agile et plus flexible des marchés et des clients que cela n'aurait été possible dans le cadre d'Ebay.



“Les carve-out financiers constituent un véritable défi, dans la mesure où il n'existe souvent aucun reporting financier aligné sur le périmètre de la transaction. L'élaboration d'états financiers à la fois historiques et prévisionnels est une tâche cruciale qu'il ne faut jamais sous estimer.”

Charlene Burridge, Associée chez Accuracy

2. Un carve-out n'en vaut pas un autre

Mais qu'est-ce qu'un carve-out, concrètement ?

Un carve out consiste à séparer une entité opérationnelle (activité, division, gamme de produits ou portefeuille d'actifs) de sa société mère, afin d'en faire une entité autonome capable de fonctionner de manière indépendante. L'activité cédée peut évoluer sur un marché adjacent (« non core »), couvrir une zone géographique spécifique ou relever d'un segment particulier de la chaîne de valeur. Elle partage fréquemment des fonctions clés avec le groupe (management, finance, IT, RH, marketing) et, dans certains cas, les mêmes sites industriels ou bureaux. Définir le périmètre exact d'un carve out est donc rarement simple : des interdépendances, parfois non documentées, brouillent les frontières entre les activités. De fait, aucun carve out ne ressemble vraiment à un autre : chaque opération est unique et requiert un traitement sur mesure.

En quoi un processus de carve out diffère t il d'une cession classique ?

Dès le départ, la faible visibilité sur le périmètre de cession représente un défi pour le management du vendeur. Plus l'organisation est structurée et plus la logique de cession est claire, plus rapidement ces difficultés initiales peuvent être surmontées. Le principal enjeu réside dans le fait que l'actif autonome destiné à être vendu n'existe pas encore tel quel. Selon le profil des acquéreurs, et notamment leur capacité à intégrer l'activité et à internaliser certaines fonctions, des travaux préalables de reconstitution pourront s'avérer nécessaires pour structurer une entité véritablement indépendante. Le recours à un conseil expérimenté, dès les premières étapes, est déterminant : il éclaire le management, structure le calendrier et permet d'éviter les pièges susceptibles d'éroder la valeur de l'opération.

Lors des échanges entre vendeur et acquéreurs, ces derniers formulent généralement des listes de questions plus longues et plus détaillées que dans une transaction classique, reflet de la complexité opérationnelle accrue. Plus l'activité est imbriquée dans le groupe, plus la phase de due diligence s'allonge et plus le management est sollicité. Même après la signature et le closing, les Transition Service Agreements (TSA) jouent souvent un rôle essentiel pour garantir la continuité des services. Leur périmètre, leur coût et leur durée font régulièrement l'objet de négociations serrées.

3. Des carve-outs de plus en plus fréquents

Les carve outs s'imposent désormais comme un levier stratégique majeur dans les opérations de M&A. Leur essor est alimenté par des changements macroéconomiques, la pression accrue des actionnaires et l'évolution des priorités des entreprises. Pour vendeurs comme acquéreurs, comprendre ces dynamiques est devenu essentiel pour naviguer dans un marché plus exigeant.

Les turbulences économiques et le ralentissement des marchés liés à la pandémie de Covid ont poussé de nombreuses entreprises à revoir leur organisation. Résultat : une accélération des cessions d'actifs et, en particulier, des carve outs. Entre 2020 et 2024, la part des carve-outs dans l'ensemble des buy-outs a progressé de 5,7 % au T4 2021 à 12,6 % au T1 2024, les entreprises cherchant à céder leurs activités non stratégiques pour renforcer rentabilité et résilience¹. Aux États-Unis, les carve-outs représentaient 15,5 % des acquisitions mid-market au T1 2024, soit plus du double des 7,6 % observés en 2022, une dynamique portée par les conglomérats industriels et les grands groupes internationaux.²

L'activité a reculé d'environ 10 % au T1 2025, avant de renouer avec une dynamique de reprise au quatrième trimestre. Les intentions des acteurs du marché laissent entrevoir un pipeline plus étoffé, avec 71 % des fonds de private equity indiquant qu'ils envisagent de poursuivre des opérations de carve-out, tandis que 57 % des entreprises se déclarent ouvertes à des opérations de cession ou explorent activement de telles opportunités.³

Carve-outs “pré packagés” vs carve-outs “non préparés”

Carve-out non-préparé : l'essentiel du travail de séparation est laissé à l'acquéreur après la transaction. Cela accélère le processus pour le vendeur, mais augmente significativement les risques d'exécution pour l'acheteur.

Carve-out pré-packagé : le vendeur réalise des travaux préparatoires conséquents (états financiers autonomes, séparation des fonctions, contrats, SI, etc.), réduisant l'incertitude et améliorant l'attractivité de l'actif, au prix d'un investissement initial plus important.



Notes

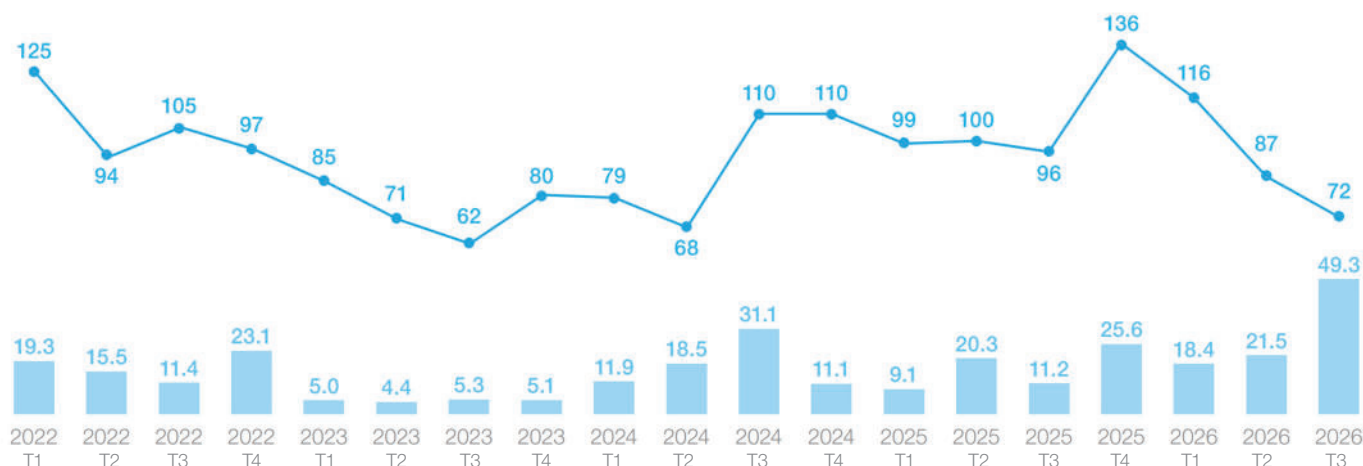
[1] <https://pitchbook.com/news/reports/q2-2024-pitchbook-analyst-note-pe-rediscovers-divestitures-as-a-value-creation-strategy>

[2] <https://pitchbook.com/news/articles/pe-carveout-deals-reach-decade-high>

[3] - <https://www.cbh.com/insights/reports/private-equity-mid-year-2026-report/>

Les fonds de private equity s’y intéressent de plus en plus, séduits par des actifs souvent sous optimisés et proposés à des valorisations attractives. Grâce à des plans d’amélioration opérationnelle, ils cherchent à augmenter les marges et à repositionner stratégiquement les activités acquises. Avant la pandémie, la liquidité abondante des investisseurs et la convergence sectorielle (mobilité/tech, fintech, télécom médias) avaient déjà favorisé des opérations moins conventionnelles et un regain de cessions.

Carve-outs soutenus par le capital-investissement/VC dans le monde, 2022-2026 T3



Source: S&P Global - CapIQ

Certains secteurs se prêtent davantage aux carve outs grâce à une séparation opérationnelle plus aisée, une organisation modulaire ou une propriété d’actifs bien segmentée. (i) Dans la tech, les entreprises cèdent leurs activités historiques (hardware, logiciels sous licence) pour se recentrer sur des modèles cloud ou d’abonnement, plus alignés avec leurs priorités d’innovation. (ii) Dans la santé et la pharmacie, on observe un regain de carve outs concernant les génériques, les gammes OTC ou les métiers du diagnostic (ex. : scission par Novartis de son activité génériques/biosimilaires). (iii) Dans l’énergie et l’industrie, les arbitrages sont de plus en plus guidés par les exigences ESG et les trajectoires de décarbonation, ce qui encourage la cession d’activités devenues non alignées.

4. Exécution d’un carve-out : eldorado stratégique ou champ de mines opérationnel ?

Si les principes fondamentaux d’une opération de M&A demeurent, les carve outs ajoutent une complexité supplémentaire. Ils exigent une analyse plus fine, une compréhension accrue des rouages opérationnels et une anticipation précise de la réalité post séparation. Dans ce contexte, il est essentiel pour les vendeurs de s’entourer de conseils expérimentés dotés d’une expertise sectorielle. Une vendor due diligence (VDD) approfondie oblige le management à examiner l’activité sans filtre et à en évaluer objectivement la santé financière et opérationnelle. Gérer en amont les fragilités identifiées permet ensuite de fluidifier les échanges avec les conseils des acquéreurs et de réduire la durée des allers retours pendant la due diligence. Les vendeurs soulignent régulièrement le bénéfice d’une VDD bien menée, tandis que les acquéreurs déplorent son absence, qui se traduit fréquemment par des ajustements de prix ou des négociations tendues.

La plupart des entités destinées à un carve out ne disposent pas d’états financiers autonomes, du fait d’un périmètre souvent non aligné avec les segments de reportings existants, de coûts partagés ou d’une structure juridique intégrée. Les carve out financiers établis par le vendeur doivent répartir adéquatement produits et charges, un exercice largement subjectif et par nature imparfait. Vendeur et acquéreur doivent faire preuve de pragmatisme pour converger vers une base acceptable. La séparation d’une activité de son groupe d’origine est rarement linéaire : elle implique de multiples interdépendances opérationnelles, touchant notamment les fonctions support telles que la Finance, l’SI ou les Ressources humaines. Concevoir et chiffrer des fonctions autonomes nécessite une expertise pointue. Le volet SI, en particulier, est souvent l’un des plus complexes en raison des transferts de systèmes, des licences et des infrastructures associées. La propriété intellectuelle peut également constituer un obstacle lorsque certains droits ne sont pas cessibles ou nécessitent l’accord de tiers, notamment en présence de clauses de Change of Control. De même, la novation juridique des contrats critiques et, le cas échéant, des permis doit être menée dans les temps pour garantir une pleine opérationnalité dès le jour J.

La durée d’un carve-out se situe généralement entre 18 et 36 mois



Source : Accuracy

Les Transition Service Agreements (TSA) assurent une continuité des services critiques dès le jour J, le temps que l'entité séparée développe ses propres capacités. Mais ces dispositifs ont un coût : tout l'enjeu consiste à calibrer leur périmètre, leur prix et leur durée pour éviter un modèle trop onéreux ou inadapté. Les cabinets d'avocats disposent souvent d'équipes spécialisées dans la négociation de TSA, tandis que la due diligence permet d'en identifier les zones prioritaires ou, au contraire, superflues.

Pour un acquéreur stratégique, le travail ne s'arrête pas au closing. L'intégration et la mise en œuvre des synergies sont elles mêmes délicates et exigent une planification rigoureuse, une convergence managériale et un suivi continu. Des frictions culturelles peuvent apparaître lorsque les systèmes, process ou modes de gouvernance divergent fortement. Il faut alors les gérer avec tact afin de favoriser une intégration harmonieuse.



“Réaliser une séparation exige une expertise opérationnelle solide et une véritable maîtrise du change management. C'est souvent comparable à pratiquer une opération chirurgicale sur un organisme vivant.”

Roland Drapatz, Associé chez Accuracy



La rétention des talents, tant au niveau du management que des équipes opérationnelles, est aussi un facteur clé. Dans certains cas, l'activité cédée dépendait d'une direction centralisée, et ne dispose donc pas encore d'un leadership autonome. Garantir la continuité, préserver la connaissance métier et calibrer les leviers de rétention ou de recrutement sont donc essentiels à la réussite de l'opération.

5. Poursuivez l'exploration de la thématique des carve-outs

L'appétit croissant pour les carve outs ne fait plus de doute. Ces dernières années ont montré que vendeurs comme acquéreurs savent en tirer une valeur additionnelle significative — une dynamique qui devrait se poursuivre. Dans un univers d'investissement saturé, où les fonds disposent de niveaux historiques de dry powder et cherchent à se différencier, les carve outs constituent une opportunité d'investissement particulièrement attractive.

Le référentiel d'exécution d'un carve out reste moins mature que celui d'un buyout classique, mais les acteurs du marché maîtrisent de mieux en mieux les défis associés : élaboration d'états financiers autonomes, planification de la séparation, intégration post closing... Une combinaison d'exigence méthodologique et de pragmatisme opérationnel demeure indispensable pour mener à bien ce type d'opération.

Solliciter un accompagnement spécialisé dès les premières étapes, que l'on soit vendeur ou acquéreur, permet d'identifier et de traiter rapidement les points susceptibles de faire échouer une transaction. Heureusement, l'offre de conseils spécialisés dans les carve outs s'est fortement étoffée, offrant un soutien précieux aux équipes internes.

À mesure que la dynamique de marché s'intensifie, ceux qui maîtrisent les subtilités des carve outs seront les mieux placés pour créer de la valeur — et éviter les mauvaises surprises après la transaction.

Restez connectés pour découvrir la suite de notre série consacrée aux carve outs.



François Dunoyer de Segonzac

Roland Drapatz

Charles Wheeler

Ayush Rai

Abhay Gopalani

7