



ACTIFS INCORPORELS TECHNOLOGIQUES

La conformité : un moteur de valeur

Dans le cadre d'opérations de carve-out ou de cession d'une branche d'activité, l'identification et l'évaluation des données et autres actifs technologiques constituent des enjeux cruciaux. La conformité ne s'identifie plus seulement au respect des règles, elle devient un facteur stratégique de valorisation et un pilier de la viabilité transactionnelle.

Al'ère de l'économie numérique, la valeur des entreprises repose de plus en plus sur des actifs technologiques incorporels : données, logiciels, algorithmes, secrets d'affaires, etc. Lorsqu'une entreprise procède à un carve-out – c'est-à-dire un «détourage» au moyen d'apports à une nouvelle filiale (souvent appelée «NewCo») ou de la cession d'une branche d'activité – l'identification, la séparation et la juste valorisation de ces actifs deviennent des enjeux cruciaux. Dans ce contexte, la réglementation constitue l'un des principaux déterminants de la valeur de ces actifs. Elle conditionne leur transférabilité, leur exploitabilité et, en définitive, leur prix. Cet article propose une analyse de cette mutation, illustrée par des exemples concrets.

Introduction : la conformité, vecteur de valeur

Les actifs incorporels technologiques – bases de données, logiciels, modèles d'intelligence artificielle («IA»), secrets d'affaires – sont aujourd'hui les vecteurs clés de la compétitivité et de la création de valeur. Leur nature incorporelle les rend complexes à gérer et à valoriser, une difficulté accentuée dans le cadre des opérations de carve-out. Pourtant et trop souvent mal anticipée/appréhendée, l'évaluation doit être objectivée de manière robuste selon plusieurs dimensions.

En premier lieu, elle dépend de leur conformité à un corpus réglementaire complexe et évolutif. Un actif non conforme peut devenir juridiquement intransférable, voire se muer en passif

pour l'acquéreur, menaçant la viabilité de l'opération et le retour sur investissement. C'est ainsi que, lors de la cession d'une filiale e-commerce par un groupe français, une base de données clients, initialement perçue comme un actif stratégique majeur, a perdu toute valeur. L'absence de consentement explicite des personnes concernées au transfert des données a rendu impossible son exploitation légale par l'acquéreur, qui a alors exigé son retrait pur et simple du périmètre de l'opération, impactant significativement la valorisation globale.

Ce type de situation, où la non-conformité réglementaire entraîne une dépréciation majeure, voire une exclusion pure et simple de l'actif ou la mise en place d'un montage sophistiqué, devient de plus en plus fréquent dans les transactions. Ainsi, une opération d'acquisition d'une société de logiciels a nécessité un montage complexe avec licence exclusive, acquisition de la société des fondateurs et paiements différés pour gérer les risques contractuels et fiscaux ou encore des actionnaires d'une edtech australienne qui ont dû restructurer la transaction à la suite d'un risque fiscal lié au transfert de propriété intellectuelle mal documentée entre l'Australie et les États-Unis.

En second lieu, il convient d'appréhender précisément la valorisation de la propriété intellectuelle selon une approche juridique, marketing et financière. À ce titre, nous mobilisons toujours une approche multicritères fondée sur les méthodes suivantes :

- La méthode des redevances (Relief from Royalty), qui évalue les flux théoriques de redevances que

l'entreprise économise en détenant l'actif plutôt qu'en le louant à un tiers.

- La méthode du coût de remplacement, fondée sur l'estimation du coût qu'il faudrait engager pour recréer un actif équivalent, intégrant le coût d'opportunité lié au délai de reconstitution.
- La méthode des surprofits (Multi-Period Excess Earnings Method), qui consiste à isoler les flux économiques résiduels attribuables à l'actif après déduction des rémunérations normales des autres actifs contributifs.

L'approche de comparaison de marché, qui consiste à estimer la valeur d'un actif en observant les prix effectivement payés par d'autres acheteurs pour des actifs raisonnablement similaires, puis en ajustant ces références pour tenir compte des différences de caractéristiques et de contexte.

La méthode «With and Without», qui mesure l'impact sur les flux futurs entre un scénario avec l'actif et un scénario sans l'actif.

Cartographie des actifs incorporels technologiques

Dans le cadre d'un carve-out, les actifs incorporels concernés incluent principalement :

- **Les données** : elles sont souvent les «particules élémentaires» des technologies qui nous entourent, qu'il s'agisse de données clients, de transactions, de performances, de données d'entraînement pour l'IA, ou de «données personnelles» encadrées en Europe par le Règlement

général sur la protection des données (le «RGPD»). Leur valeur ne réside pas dans leur existence intrinsèque, mais dans les opérations qui leur sont appliquées, les transformant en informations exploitables. Les données personnelles, en particulier, sont indissociables des droits individuels (accès, portabilité, opposition, etc., via le RGPD) et des obligations pour les «responsables de traitement», les transformant en un risque de conformité significatif si elles ne sont pas gérées correctement. L'analogie avec le droit à l'image, fondamental et lié à la vie privée, illustre cette contrainte inhérente à la dimension individuelle de la donnée.

- **La propriété intellectuelle (PI) technologique :** principalement les brevets protégeant des inventions techniques, les droits d'auteur sur les logiciels et les codes sources, et les droits sui generis sur les bases de données (en UE, nécessitant un investissement substantiel dans la constitution, la vérification ou la présentation).
- **Les secrets d'affaires et le savoir-faire :** informations commerciales confidentielles (algorithmes, procédés, fichiers internes confidentiels) qui confèrent un avantage économique du fait de leur non-divulgation et de leur protection effective.

Ces trois groupes d'actifs sont interdépendants ou se chevauchent souvent, ce qui rend leur identification dans les opérations de carve-out d'autant plus complexe. Par exemple, un logiciel (protégé par le droit d'auteur) a souvent besoin d'une librairie pour fonctionner (protégée par un droit sur les bases de données ou sur les secrets d'affaires) qui pourra comporter des données personnelles (protégées par le RGPD).

Leur valorisation ne dépend pas seulement de leur qualité ou de leur rareté, mais aussi de leur légalité d'exploitation et de leur transférabilité. Une identification exhaustive et une documentation rigoureuse du périmètre de ces actifs sont donc des conditions sine qua non pour éviter la perte de valeur ou la survenance de litiges après la réalisation de l'opération.

Un groupe industriel ayant racheté une start-up d'IA a dû réentraîner son modèle d'apprentissage après avoir découvert que les données utilisées provenaient de sources non autorisées. Résultat : une baisse significative du prix d'acquisition et des retards substantiels dans l'intégration du modèle, illustrant la dépréciation directe d'un actif clé en cas de non-conformité.

Carve-Outs : une séparation sous haute surveillance

La réussite d'un carve-out repose sur la capacité à identifier, isoler et transférer les actifs incorporels. Ces actifs sont souvent profondément intégrés dans les systèmes informatiques ou les bases de données partagées avec d'autres entités du groupe. Cette tâche, déjà délicate techniquement, devient d'autant plus complexe lorsqu'elle se heurte à des exigences réglementaires strictes.

La structuration de l'opération (cession de titres, cession d'actifs, apport-cession) doit être pensée en fonction des contraintes juridiques, fiscales et opérationnelles, chaque option présentant des avantages et des risques spécifiques. Les opérations juridiques sur les données et les actifs incorporels (cessions, licences, nantissements) sont les vecteurs clés de leur monétisation et de leur valorisation comptable.

Ainsi, un éditeur de jeux vidéo a dû passer plusieurs mois à isoler les données utilisateurs spécifiquement associées à la filiale cédée. La nécessité d'anonymiser certains jeux de données, de recueillir les consentements requis pour de nouvelles finalités et d'obtenir l'accord du régulateur a considérablement alourdi le processus, démontrant que les points de friction réglementaires sont omniprésents dès la phase de ségrégation.

Les principaux points de friction concernent notamment :

- Une documentation insuffisante ou incohérente des transferts antérieurs, créant un risque fiscal important (notamment en cas de transfert IP entre juridictions) ;
- Des garanties contractuelles souvent jugées insuffisantes, avec nécessité de mécanismes de paiement différé ou conditionnel pour couvrir les risques identifiés ;
- Des contraintes liées au transfert transfrontalier : obligations réglementaires, notifications, restrictions sectorielles ;
- Un risque de contestation fiscale a posteriori si les projections de valorisation ne reflètent pas fidèlement la réalité économique de l'actif transféré ;
- Une complexité accrue sur les aspects comptables et fiscaux, même pour des opérations de taille modeste.

Évaluer l'incorporel : la conformité comme seuil d'accès à la valeur

Les approches présentées précédemment presupposent la légalité et l'exploitabilité de l'actif. Dès lors que la

conformité réglementaire fait défaut, la valorisation devient théorique, voire nulle. Il convient dès lors d'intégrer le risque de non-conformité (ou le coût nécessaire pour remédier à une situation défaillante) dans les modèles d'évaluation, en ajustant les flux de revenus attendus, en provisionnant les coûts de mise en conformité, ou en appliquant une décote spécifique pour les actifs à risque.

Lors d'une cession aux États-Unis, un logiciel RH a ainsi fait l'objet d'une décote de 40 % après que l'audit a révélé la conservation non conforme de données sensibles d'employés. Le coût de la mise en conformité pour la NewCo, associé au risque juridique de sanctions, a été intégré d'emblée à la négociation, réduisant drastiquement le prix d'acquisition. À l'inverse, une conformité robuste et documentée peut justifier une prime de valorisation, garantissant à l'acquéreur une exploitation sereine et sécurisée de l'actif.

Le risque de non-conformité peut être pris en compte de plusieurs façons selon sa nature et son impact potentiel. Lorsqu'il est clairement identifié, il est généralement intégré en ajustant les flux de trésorerie (pour refléter les pertes de revenus, les coûts de mise en conformité, les amendes, ou la suspension d'activité) ou en appliquant une décote spécifique sur la valeur des actifs concernés. Si le risque est plus diffus ou difficilement quantifiable, il est fréquent d'ajouter une prime de risque (facteur alpha) au taux d'actualisation, afin de refléter l'incertitude accrue et la prudence requise. Dans les situations graves, où la non-conformité peut compromettre la viabilité ou la commercialisation de l'actif, il peut être nécessaire d'exclure certains éléments de la valorisation ou de revoir en profondeur les hypothèses sous-jacentes à la transaction.

La conformité pourrait également justifier une prime de valorisation. La question se pose notamment lorsqu'elle procure un avantage compétitif tangible : par exemple, un meilleur accès au marché, à des clients sensibles aux critères ESG, ou à des financements spécifiques. Dans certains cas, elle réduit le risque d'exécution ou de réputation, ce qui soutient la valeur. Toutefois, cette prime reste généralement modeste et intervient surtout lorsque la conformité est rare, différenciante ou particulièrement stratégique (par exemple dans des opérations de pré-IPO, des actifs alignés sur des standards ESG exigeants, ou des secteurs très régulés).

Trois régimes, trois réalités : l'impact différencié de la réglementation

L'environnement réglementaire n'est pas un simple cadre passif ; il est un déterminant fondamental de la valeur, de la transférabilité et de l'exploitabilité des données, de la PI technologique et des secrets d'affaires dans le cadre d'un carve-out. Un actif non conforme peut non seulement voir sa valeur érodée, mais aussi se transformer en un passif financier et réputationnel considérable. Les approches divergent significativement d'un bloc à l'autre.

Union européenne : la prime à la conformité

L'Union européenne, avec des cadres comme le RGPD et l'AI Act, impose une rigueur sans précédent. Cette exigence, bien que complexe et coûteuse à mettre en œuvre, garantit une forte sécurité juridique et une valeur potentielle élevée pour les actifs conformes. Les données et systèmes d'IA qui respectent ces régulations rigoureuses sont perçus comme plus fiables, moins risqués et donc plus valorisables sur le marché, notamment pour des usages sensibles ou dans des secteurs critiques. La conformité devient une «prime de qualité» qui justifie des valorisations supérieures pour les actifs «propres». Inversement, la non-conformité crée un facteur de dévalorisation majeur, transformant l'actif en un bien potentiellement «hors du commerce» pour les usages prévus.

Une fintech souhaitant céder sa base de données clients à une banque s'est heurtée à un refus net : les clients n'ayant pas consenti à un usage bancaire de leurs données au-delà de la finalité initiale, l'actif a été exclu de la transaction, illustrant une perte de valeur totale due au RGPD. Il conviendra d'anticiper ces exigences dès la phase de due diligence, en intégrant la documentation des consentements et la traçabilité des traitements dans le cadre de l'audit.

États-Unis : flexibilité synonyme d'incertitude

En l'absence de cadre fédéral unique pour les données personnelles et l'IA, les entreprises naviguent entre des législations étatiques hétérogènes.

Cette fragmentation réglementaire multiplie les risques et complexifie la valorisation, notamment pour les secrets d'affaires, dont la valeur dépend de leur protection effective. Il est dès lors indispensable de réaliser une cartographie précise des risques réglementaires par État et d'une documentation renforcée des mesures de protection des actifs incorporels.

Cette approche plus «light touch» peut offrir une flexibilité initiale au développement et à l'exploitation de ces actifs, potentiellement favorable à une innovation rapide et à une monétisation spéculative. Cependant, cette flexibilité s'accompagne d'un risque réglementaire latent et diffus, dû à l'absence d'une harmonisation fédérale. L'incertitude quant aux exigences futures, les risques de litiges établis ou de changements de politique fédérale (notamment pour l'IA, avec l'abrogation des Executive Orders de l'administration Biden par l'actuelle administration) peuvent introduire une décote dans la valorisation des actifs à long terme, car leur exploitabilité future est moins garantie.

Une entreprise californienne ayant vendu un algorithme a vu sa valorisation amputée lorsqu'il s'est avéré que l'algorithme avait fuité en ligne, faute de sécurisation juridique et technique. Ce type d'incertitude doit être analysé et intégré selon le secteur d'activité et l'influence de la réglementation sur l'entreprise. Ainsi, lorsque toutes les sociétés comparables sont soumises aux mêmes obligations, le risque est généralement reflété dans le taux d'actualisation (à travers le bêta). En présence d'une exposition plus importante propre à l'entité évaluée, il est courant d'appliquer une prime de risque spécifique à l'entreprise ou d'ajuster les multiples de valorisation de manière prudente.

Royaume-Uni : une latitude fragile

Depuis le Brexit, le Royaume-Uni a conservé des standards proches de l'UE via l'équivalent britannique du RGPD (le «UK GDPR»), mais les applique avec davantage de pragmatisme par l'Information Commissioner's Office («ICO»). Cette souplesse facilite certains transferts, notamment en acceptant l'intérêt légitime pour des bases légales avec des mécanismes d'opt-out. Cependant, le risque d'un durcissement futur pèse sur la valorisation. Il est dès lors recommandé d'intégrer des clauses de garantie spécifiques dans les contrats de cession afin de couvrir le risque d'évolution réglementaire.

L'approche du Royaume-Uni, cherchant un équilibre, peut être favorable à la valorisation en réduisant les coûts de conformité immédiats sans sacrifier entièrement la confiance du marché. Toutefois, le manque de législation exhaustive et la dépendance aux régulateurs sectoriels introduisent une incertitude sur la stabilité réglementaire future, qui doit être prise en compte dans l'évaluation des risques et, par

conséquent, de la valeur. L'outil d'auto-évaluation AI Management Essentials («AIME»), cherchant à intégrer des référentiels américains et européens, est un signe que la conformité croisée est un atout pour la valeur.

Une entreprise e-commerce a pu transférer ses données clients à une filiale britannique sans obstacle majeur lié au «UK GDPR», mais l'acquéreur a exigé des garanties contractuelles couvrant spécifiquement une éventuelle évolution du cadre réglementaire, traduisant une prudence qui se répercute sur la perception de la valeur.

Anticiper pour préserver la valeur

Maximiser la valeur des actifs technologiques dans un carve-out suppose une préparation rigoureuse et une intégration proactive des exigences réglementaires. Trois leviers sont essentiels :

■ **Un audit préalable de conformité :** indispensable pour anticiper les obstacles réglementaires, identifier les risques latents (par exemple, données mal collectées ou sans base légale adéquate) et documenter la traçabilité des actifs. Cette due diligence réglementaire devient aussi importante que l'audit financier ou technologique.

■ **Une définition précise du périmètre :** il est crucial de délimiter avec clarté les actifs de données et de PI technologique à transférer, afin d'éviter les effets de contamination des actifs partagés et de sécuriser la chaîne de valeur. Cela peut nécessiter des projets complexes de ségrégation des systèmes d'information et des bases de données.

■ **Une gouvernance post-carve-out :** la NewCo (ou l'acquéreur des actifs) doit impérativement mettre en place ses propres cadres de gouvernance des données et de la PI, assurant la conformité continue et la gestion des risques résiduels. L'efficacité de cette gouvernance impactera directement la durabilité de la valeur des actifs transférés.

Une entreprise pharmaceutique, consciente de l'importance de la conformité pour ses données de recherche et ses brevets, a su préserver la valeur de ses actifs lors d'un carve-out complexe grâce à une équipe dédiée à la conformité, mobilisée dès la phase préparatoire.

Les actifs transférés ont ainsi conservé leur valeur élevée, sans litige ni dépréciation inattendue.

Les pratiques suivantes pourraient être mises en place :

- Checklists de conformité pour identifier en amont les obligations légales et les risques spécifiques à chaque actif
- Scoring de maturité réglementaire, permettant d'évaluer le niveau de préparation et d'anticiper les éventuels ajustements de valeur
- Documentation renforcée des droits, des autorisations et des historiques de transfert, afin de sécuriser la traçabilité
- Structuration des garanties contractuelles (par exemple, clauses d'indemnisation ou retenues de prix) pour couvrir les risques de non-conformité résiduelle après la cession

Conclusion : la conformité, nouvel actif stratégique

Dans les opérations de carve-out, la conformité n'est plus un simple enjeu de respect des règles ; elle devient un facteur stratégique de valorisation et un pilier de la viabilité transactionnelle.

La juste valorisation des données et des actifs incorporels technologiques est intimement liée à leur environnement réglementaire, une dynamique qui varie significativement d'une juridiction

à l'autre. En Europe, une conformité rigoureuse ouvre droit à une prime de valeur. Aux États-Unis, son absence d'harmonisation engendre une décote liée à l'incertitude. Au Royaume-Uni, une latitude réglementaire relative, bien que pragmatique, reste un pari sous conditions.

Cette réalité impose aux professionnels de l'évaluation d'intégrer la réglementation non pas comme un fardeau, mais comme une composante intrinsèque de la valeur. La capacité à identifier, évaluer et gérer les risques et les opportunités liés à la conformité devient une compétence centrale, voire différenciante, pour les évaluateurs et les stratégies d'entreprise. Anticiper les évolutions réglementaires et structurer les opérations en conséquence est désormais la clé pour maximiser la valeur des actifs incorporels dans un monde numérique et technologique de plus en plus réglementé.

Emmanuel RONCO

Avocat associé
Herbert Smith Freehills Kramer

Thomas GOUNEL

Managing director
Alvarez and Marsal.



Vous avez envie de vous exprimer sur un sujet qui vous tient à cœur, de partager votre analyse avec la communauté des lecteurs d'Expertises, d'exposer un point de vue différent sur un article déjà publié, de lancer un débat sur un thème émergent, ou simplement de commenter l'actualité du droit du numérique ?

Contactez la rédactrice en chef d'Expertises Sylvie Rozenfeld sr@expertises.info