
Le leveraged buy-out appliqué aux PME belges : négociation, prise en compte du risque et protection des parties en présence

Auteur : Dubois, Jérôme

Promoteur(s) : Streel, Alexandre

Faculté : HEC-Ecole de gestion de l'ULg

Diplôme : Master en sciences de gestion, à finalité spécialisée en droit

Année académique : 2016-2017

URI/URL : <http://hdl.handle.net/2268.2/3497>

Avertissement à l'attention des usagers :

Tous les documents placés en accès ouvert sur le site le site MatheO sont protégés par le droit d'auteur. Conformément aux principes énoncés par la "Budapest Open Access Initiative"(BOAI, 2002), l'utilisateur du site peut lire, télécharger, copier, transmettre, imprimer, chercher ou faire un lien vers le texte intégral de ces documents, les disséquer pour les indexer, s'en servir de données pour un logiciel, ou s'en servir à toute autre fin légale (ou prévue par la réglementation relative au droit d'auteur). Toute utilisation du document à des fins commerciales est strictement interdite.

Par ailleurs, l'utilisateur s'engage à respecter les droits moraux de l'auteur, principalement le droit à l'intégrité de l'oeuvre et le droit de paternité et ce dans toute utilisation que l'utilisateur entreprend. Ainsi, à titre d'exemple, lorsqu'il reproduira un document par extrait ou dans son intégralité, l'utilisateur citera de manière complète les sources telles que mentionnées ci-dessus. Toute utilisation non explicitement autorisée ci-avant (telle que par exemple, la modification du document ou son résumé) nécessite l'autorisation préalable et expresse des auteurs ou de leurs ayants droit.

**LE LEVERAGED BUY-OUT APPLIQUE AUX PME
BELGES : NEGOCIATION, PRISE EN COMPTE DU
RISQUE ET PROTECTION DES PARTIES EN PRESENCE**

Jury :

Promoteur :

Alexandre STREEL

Lecteur(s) :

Roman AYDOGDU

Eric BASTIN

Mémoire présenté par

Jérôme DUBOIS

En vue de l'obtention du diplôme

de master en sciences de gestion

à finalité spécialisée en droit

Année académique 2016/2017

Remerciements

Qu'il me soit permis de remercier vivement toutes les personnes qui, de près ou de loin, ont contribué à l'élaboration de ce mémoire.

Je songe particulièrement à Monsieur Alexandre Streel pour son aide et ses recommandations.

Je tiens également à exprimer ma gratitude à mes lecteurs Maître Roman Aydogdu et Monsieur Eric Bastin pour l'intérêt qu'ils ont accordé à ce travail.

Qu'il me soit également permis de citer Monsieur Mickael Tabart, Monsieur Didier Wanson, Monsieur Guy Berna, Madame Sophie Delcourt et Maître Edouard Franck pour leur disponibilité, le temps qu'ils m'ont consacré et les enrichissantes entrevues.

Enfin, je remercie de tout cœur mes parents et mes grands-parents pour leur soutien sans faille tout au long de mon parcours scolaire.

Résumé

Dans les années à venir, un nombre croissant d'entrepreneurs vont arriver à l'âge honorable de la retraite et prendre un repos bien mérité. Bon nombre d'entreprises de petite et moyenne taille devront alors passer d'une main à une autre.

Une des questions centrales lors d'une transmission d'entreprise concerne son financement. Nous avons choisi dans notre étude de nous pencher sur la technique du leveraged buy-out, financement de l'acquisition des titres de la société cible principalement par endettement bancaire.

Eu égard au degré élevé d'endettement de l'opération, il n'est pas déraisonnable d'émettre le postulat que les risques liés à une telle opération sont plus élevés que pour d'autres types d'acquisition.

Nous nous proposons par conséquent de passer en revue les différentes étapes de l'opération, d'y repérer les risques pour les parties concernées et de voir quels mécanismes mettre en place et quelles dispositions juridiques invoquer pour se protéger.

Mots-clés : Leveraged Buy-Out, risque, transmission, acquisition, share deal, asset deal

Abstract

In the coming years, an increasing number of entrepreneurs will reach the honorable retirement age and take a well-deserved rest. Many small and medium-sized businesses will have to switch from one hand to another.

One of the central issues encountered through a business transfer is its financing. In our paper, we have chosen to examine the leveraged buy-out technique. It consists in financing the acquisition of the target company's equities mainly through bank debt.

Given the high level of indebtedness of the transaction, it is not irrational to state that risks associated with such a transaction are higher than for other types of acquisitions.

We therefore propose to review the different stages of the process, to identify risks for the stakeholders, to see what mechanisms are in place and which legal provisions to invoke in order to protect them.

Key-words : Leveraged Buy-Out, risk, Merger and acquisition, share deal, asset deal

ABREVIATION ET ACRONYMES

AIFMD : Alternative Investment Fund Managers Directive ou Directive sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs

CAPM : Capital Asset Pricing Model

DCF : Discounted Cash-flow ou flux de trésorerie actualisé

DDM : Dividend Discount Model

EBITDA : Earnings Before Interest Taxes Depreciations and Amortization ou Excédent Brut d'Exploitation

FCE : Free Cash-flow to Equity

FCF : Free Cash-flow to the Firm

IPO : Initial Public Offering ou Introduction en bourse

LBO : Leveraged Buy-Out

PME : Petites et Moyennes Entreprises¹

ROE : Return On Equity

ROCE : Return On Capital Employed

TRI : Taux de Rendement Interne

UCM : Union des Classes Moyennes (francophone)

UNIZO : Unie van Zelfstandige Ondernemers (pendant néerlandophone de l'UCM)

WACC : Weighted Average Cost of Capital ou Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC)

¹ Pour les critères de taille cf. art. 15 C. Soc.

Introduction générale

I. Introduction

La presse économique foisonne d'exemples d'acquisition d'entreprises mettant en jeu des sommes astronomiques. Ainsi, récemment, l'entreprise belgo-brésilienne AB InBev a fait la une de la presse internationale en acquérant SabMiller pour la « modique » somme de 104 milliards de dollars², ce qui lui a permis d'entrer dans le top 5 des plus grosses acquisitions.

Il faut néanmoins savoir que les opérations d'acquisition ne concernent pas seulement les grandes entreprises cotées en bourse. Il ressort en effet d'un rapport de l'UCM publié en octobre 2016³ que deux tiers des indépendants (interrogés) envisagent la transmission de leur société à la fin de leur carrière dont un peu plus de la moitié l'envisageant même d'ici les cinq années à venir. Son pendant néerlandophone, UNIZO, a mené le même genre d'enquête en 2015 et arrive à des résultats assez semblables : un entrepreneur sur cinq envisage de remettre son entreprise dans les deux ans et un sur quatre prévoit de le faire d'ici deux à cinq ans⁴. Ce phénomène pourrait encore s'intensifier avec le départ à la retraite de la génération des baby-boomers, parmi lesquels on compte aussi bon nombre de dirigeants de PME. Il est d'ailleurs frappant de constater qu'un peu plus de la moitié d'entre eux souhaitent transmettre leur entreprise à des tiers externes à la famille. C'est dans ce contexte que le gouvernement wallon a développé le dispositif ASTE (Agents de Stimulation à la Transmission d'Entreprise)⁵ afin que « *l'acquis du point de vue richesse de connaissance reste sur le sol wallon et que les emplois soient maintenus.* »⁶

Les faits sont là, dans un futur proche, bon nombre de PME belges devraient changer de mains. Cela représente un énorme potentiel non seulement pour des futurs entrepreneurs désirant se lancer dans une activité, mais aussi pour des fonds

² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-10-13/ab-inbev-agrees-to-buy-sabmiller-for-104-billion-in-record-deal>

³ Union des Classes Moyennes (2016). La transmission d'entreprises : un enjeu pour la croissance des PME. Bruxelles, Belgique : Auteur.

⁴ <https://www.unizo.be/nieuws-pers/unizo-2300-ondernemingen-jaar-vinden-geen-overnemer>

⁵ Voy. l'introduction de l'interview de Mme Delcourt, annexe 15.

⁶ Propos recueillis auprès de Mme Delcourt, voy. annexe 15.

d'investissement recherchant une rentabilité plus élevée que ce que d'autres types d'investissements peuvent leur offrir pour l'instant.

Il existe diverses méthodes de transmission d'entreprise, mais l'une d'elle se distingue à nos yeux : le leveraged buy-out ou la prise de contrôle avec effet de levier. Dans ce type d'opération, l'acquéreur finance une grande partie de son acquisition par endettement, minimisant de la sorte les fonds propres qu'il y investit.

En réalité, toute opération d'acquisition de société comprend un effet de levier. Qu'il s'agisse de prendre le contrôle d'une petite PME ou d'une grande société cotée en bourse, tout acquéreur va recourir en tout ou en partie à l'emprunt. Il est en effet rare que l'on dispose des fonds suffisants pour procéder à une telle opération.

L'effet de levier permet normalement de multiplier les profits (effet de levier positif), mais dans le cas inverse, il multipliera aussi les pertes, ce que Lefebvre (2012) intitule « effet de massue ». Cette technique comporte donc un certain nombre de risques pour les parties en présence.

II. But de la démarche

L'objectif de ce mémoire est de dresser l'inventaire des processus et mécanismes de gestion mis en place lors d'un LBO afin de minimiser les risques pris par les parties en présence, ainsi que des dispositions légales et contractuelles applicables en Belgique pour assurer leur protection. Il n'a pas la prétention de proposer de nouveaux mécanismes de prise en compte du risque ou de nouvelles dispositions juridiques applicables en la matière, il donne en réalité à un aperçu détaillé mais non exhaustif de l'ensemble des procédures et des protections juridiques associées.

Pour mettre le côté théorique de ce travail en lien avec la pratique, quelques interviews ont été passées auprès des différents acteurs du domaine. Ces témoignages de gens de terrain viennent conforter les éléments relevés.

Avant d'entrer dans le vif du sujet, nous allons, dans les quelques pages qui suivent, mettre en place les concepts théoriques importants dans le cadre d'une acquisition (Partie I). Nous aborderons ensuite les différentes étapes et les risques associés (Partie II). Enfin, nous analyserons les différentes dispositions juridiques pertinentes en la matière (Partie III).

Partie I. – Contextualisation et définition des concepts

I. Les motivations de procéder à une acquisition

L'acquisition, que l'on peut définir comme la prise de contrôle d'une société ou d'une succursale (Depamphilis 2010), peut trouver sa raison d'être dans différentes motivations de l'acquéreur. Nous pouvons regrouper ces motivations en deux grandes catégories : les motivations plutôt stratégiques (acquéreurs stratégiques) et les motivations d'ordre purement financier (acquéreurs financiers)⁷.

Une personne physique désirant se lancer dans une activité commerciale peut choisir de partir de zéro, elle devra alors se constituer une clientèle, un savoir-faire, une image de marque. Il est assez complexe dans ce cadre d'estimer précisément quelle sera la situation future de la société, quelles seront ses perspectives de vente, de savoir si sa stratégie marketing aura un impact suffisant pour se différencier sur le marché. L'acquisition d'une Pme, déjà présente sur le marché, ayant déjà une clientèle « fidèle », des perspectives financières plus déterminables peut dès lors s'avérer une solution de facilité pour certains. Certes, l'acquisition coûtera plus cher que le lancement, mais cette modalité opératoire assure une certaine sécurité.

Dans d'autres cas, une société ou une personne physique peuvent déjà être bien installées sur le marché, mais chercher une perspective de croissance ou d'amélioration financière. Elles peuvent alors se tourner vers les investissements : ouvrir un nouveau magasin, acheter de nouvelles machines, etc. Ou se tourner vers une entité déjà établie, présentant des caractéristiques similaires, afin de faciliter cette croissance, c'est ce que les théoriciens appellent la croissance externe. Une recherche de synergie⁸ peut également être à la base d'une opération d'acquisition, l'acquéreur misant sur une mise en commun des ressources afin de réduire ses coûts, par exemple. D'autres motivations ont pour origine un positionnement stratégique de la firme. Ainsi, on parle d'acquisition horizontale lorsqu'une société déjà bien implantée sur le marché acquiert un de ses concurrents (concurrent direct, produit similaire ou

⁷ Cette distinction entraînera notamment une différence quant au poids dans les négociations et au prix d'acquisition final (voy. Partie II. - Chapitre 4. La phase de négociation).

⁸ L'exploitation de ressources communes entre plusieurs sociétés afin d'obtenir soit des économies de coût ou une amélioration des ventes (synergies opérationnelles), soit une diminution du coût du capital (synergies financières).

substitut). En agissant de la sorte, elle cherche à augmenter sa part de marché. L'exemple précité de l'acquisition de SabMiler par ABInbev s'inscrit dans cette logique. Bien que l'on soit alors généralement dans la sphère des grosses entreprises, la notion est tout à fait transposable aux PME.

Il peut également être question d'acquisition verticale, lorsqu'une société rachète un des maillons de sa chaîne de production (fournisseur, distributeur) et ce afin d'avoir un meilleur contrôle sur celui-ci.

Quant aux motivations financières, elles suivent principalement le principe du « Buy low, sell high ». Ce sont généralement des fonds d'investissement (private equity) qui réalisent de telles opérations. Ils recherchent pour leur part un haut taux de rendement de leur apport financier. Ce type d'acquéreur n'a pas vocation à rester à long terme dans la société, il recherche principalement une plus-value sur la revente de ses actions dans les cinq à sept années à venir, plus-value engrangée grâce à une restructuration de la société.

II. Les techniques de cession de société

1. Les types d'acheteurs

Globalement, nous distinguerons 3 types d'acquéreurs potentiels. Leurs différences ne résident pas tant dans leur personnalité en tant que telle, mais bien dans leur forme juridique et les objectifs qu'ils poursuivent.

Soit une *personne physique* désire acquérir une société ou un fonds de commerce. Elle reprend alors personnellement cette société ou ce fonds de commerce, en s'engageant sur son patrimoine propre, aucune distinction n'étant faite entre son patrimoine et celui de la cible qu'elle va acquérir. Le remboursement de la dette contractée passera en conséquence par des revenus privés (rémunération, dividendes, loyers, etc.).

Soit une *société d'exploitation* réalisera l'opération. Les dirigeants/actionnaires de la société acquéreuse décident de procéder à l'acquisition. C'est la société elle-même, à quelques exceptions près, qui sera tenue des engagements pris lors de l'acquisition⁹.

⁹ Pour plus de détails, se référer à la Partie III : Responsabilités et mécanismes de protection des parties en présence

Le remboursement du crédit pris pour le rachat se fera via les revenus de la société acquéreuse et par les revenus remontés de la cible.

Soit les personnes derrière l'acquisition décident de passer par une *société holding* pour procéder à l'opération. Sur le plan juridique, la société « holding » détiendra tout ou partie des fonds propres/titres de la société cible (Desbrières, 1998). Cette opération est qualifiée, par la majorité des théoriciens, de Leveraged Buy-Out. Grâce à l'endettement de la holding, les acquéreurs peuvent minimiser leur apport en fonds propres. Toutefois d'un point de vue économique, pour que l'opération soit rentable, le flux de dividendes remontant de la société cible doit être suffisant pour couvrir l'ensemble des coûts de l'endettement.

2. *Les types de vente*

D'un point de vue tant juridique que financier, la cession d'une société peut se subdiviser en deux grandes catégories (Guez, 2010):

- *La cession d'actif*, d'une part, plus communément appelée *asset deal*, qui correspond à un transfert total ou partiel de l'actif et éventuellement du passif de la société cible vers les acquéreurs.
- *La cession d'actions* ou *share deal*, d'autre part, qui se rapporte à une cession de la majorité ou de la totalité des titres représentatifs du capital de la société cible au profit des acquéreurs.

Dans les deux cas, il s'agit d'une convention de vente, mais en pratique, il s'agit d'opérations différentes (Pottier, 2016). La Cour d'appel de Liège, dans son arrêt du 1^{er} avril 1992¹⁰, rappelle que « *ce sont les actions elles-mêmes qui forment l'objet de la vente et non la quote-part qu'elles représentent dans les éléments constitutifs du patrimoine de la société qui les a émises ; il ne saurait être question d'assimiler la cession d'actions à une cession de l'entreprise ou de son fonds de commerce* », en poursuivant qu'il s'agit d'une conséquence nécessaire de la personnalité juridique distincte de la société.

Lors d'une cession d'actions, les actionnaires vendent la totalité ou une majorité de leurs titres à l'acquéreur, alors que, lors d'une cession d'actif, c'est la société elle-même, via son conseil d'administration, qui cède une partie ou la totalité de ses actifs

¹⁰ Liège, 1er avril 1992, R.P.S., 1993, p. 97.

à l'acquéreur, qui peut aussi s'engager contractuellement à reprendre une partie ou la totalité du passif.

Lors d'un share deal, l'acquéreur devient actionnaire de la société. Il contribuera par conséquent à l'ensemble des dettes de la société, antérieures et postérieures à l'acquisition, mais bénéficiera aussi de droits sur la société en proportion des parts prises dans celle-ci.

A l'inverse, dans un asset deal, le repreneur choisira les éléments de l'actif et du passif qu'il décide de reprendre. A l'exception des droits et obligations qui sont d'office transférés avec le fonds racheté, par exemple le droit de bail (article 10 de la loi sur le bail commercial) et les contrats de travail (CCT n°32 du Conseil national du Travail), le reste du passif, non repris par l'acquéreur, restera à la charge du propriétaire initial.

Le choix entre share deal et asset deal prendra en compte la fiscalité pour ce genre d'opération. Ainsi, notons que les plus-values sur actions restent très majoritairement non taxées en Belgique et que la prise en compte dans le bilan de la société de l'actif racheté donnera lieu à un amortissement.¹¹

Pour être tout à fait complet, notons que lorsque la société cible est cotée, l'acquéreur peut lancer une offre publique d'acquisition (O.P.A.). Toutefois, dans le cadre de la présente étude, nous avons choisi de nous limiter aux Petites et Moyennes Entreprises, qui ne rentrent pas dans cette catégorie.

Notons aussi finalement que d'un point de vue juridique, lors d'une acquisition, la société cible garde sa personnalité juridique, à l'inverse d'une opération de fusion.

III. Les cessions négociées et les enchères privées

Il arrive que l'acquéreur potentiel identifie une cible et engage directement des négociations avec celle-ci. Dans ce cas d'espèce, seules deux « personnes » négocient, font des propositions et arrivent, le cas échéant, à un accord ; les auteurs définissent ces cas de figure comme des cessions « négociées » (Leclercq, 2010). L'acquéreur potentiel peut dans un premier temps émettre une offre non liante, alors même qu'il n'a pris aucun contact préalable avec la cible.

¹¹ A ce sujet voy. Laurent, C. (2010, juin). Les aspects fiscaux des divers modes d'acquisition. Séminaire Vanham & Vanham, Bruxelles, Belgique.

La volonté de transmettre l'entité peut aussi découler d'une décision de la société elle-même. Elle peut alors établir un « profil anonyme » afin d'attirer des acquéreurs potentiels. Plusieurs d'entre eux peuvent décider d'entrer dans le processus pré-acquisition et émettre chacun des offres, on parle alors d'enchère privée. Le vendeur sollicite des offres pour l'acquisition des actions de la société cible de plusieurs candidats acheteurs intéressés, et ce, dans le cadre d'une procédure mettant en concurrence des acheteurs potentiels (Leclercq, 2010). La vente par enchère privée est très structurée et comprend plusieurs phases. Classiquement, une banque d'affaire ou un cabinet d'avocats sera chargé par la société cible du bon déroulement de la suite des opérations. Les acquéreurs potentiels seront sélectionnés par la cible (first round). Les candidats rendront une offre indicative, sur base de laquelle la cible sélectionnera les candidats qui accéderont au second tour. Ces candidats auront alors accès à une data room spécialement constituée pour l'occasion. Sur base des informations recueillies et d'une analyse en profondeur de la cible, les candidats acquéreurs rendront une offre liante. Finalement, la société sélectionnera le candidat ayant remis à ses yeux la meilleure offre. Dans une enchère privée, la concurrence entre les différents acquéreurs potentiels sera plus rude et amènera en général les prix à la hausse.

IV. Définition Leveraged Buy-Out

Le *Leveraged Buy-Out* est défini comme une opération par laquelle un ou plusieurs investisseurs acquièrent une entreprise (la cible) via une société holding (la plupart du temps créée pour l'occasion), qui s'endette autant que la capacité de remboursement de la société cible le permet, et qui est capitalisée, par les acquéreurs, uniquement à hauteur du solde du prix d'acquisition (effet de levier financier) (Encyclopédie de gestion, 1997). De nombreux auteurs retiennent la présence d'une holding dans le procédé comme étant un élément central du LBO (Mahieu, 2007 ; Nouy, 2008 ; Bedu et Palard, 2014) ; toutefois, d'autres considèrent le degré élevé de risque pris par l'effet de levier comme suffisamment discriminant (Lamon, 2015 ; Rosenbaum & Pearl, 2009).

V. Les différents types de LBO

Leveraged Buy-Out est un terme générique qui regroupe une grande diversité de types d'acquisition utilisant l'endettement. Bien que ce travail n'ait pas pour objectif de d'entrer dans le détail financier et juridique de toutes ces opérations, il peut s'avérer intéressant d'en dresser l'inventaire et de les définir brièvement.

Il convient ainsi de distinguer un *LBO financier* d'un *LBO industriel*. Le premier terme est utilisé lorsqu'un fonds de 'private equity' prend part au capital de la holding et le second lorsque c'est un industriel qui prend la totalité des participations dans la holding (Lefebvre, 2012)

Lorsque la cible d'un LBO acquiert par la suite d'autres entités suivant la même opération d'endettement, pour atteindre in fine une taille d'une certaine importance, on parlera de *leveraged build up* (LBU). *Le leverage turn around* (LTA) correspond à la situation de rachat d'une société en difficulté dans le but de son redressement. *Le management buy out* correspond à la situation où c'est la structure directionnelle qui reprend la société en utilisant l'effet de levier. Lorsqu'en plus du management, les travailleurs se joignent à l'opération, on sera face à une opération de *management and employees buy out* (MEBO). Dans un *management buy in* (MBI), des investisseurs acquièrent la cible et mettent en place une nouvelle équipe de management dans celle-ci. Lorsqu'une nouvelle équipe de managers collabore avec les anciens, on parlera de *buy in management buy out* (BIMBO). Dans le *vendor buy out*, l'ancien actionnaire prend des parts minoritaires dans la holding et reste ainsi indirectement au contact de la cible. Un *owner buy out* (OBO) correspond à la situation où un associé unique se vend la société à lui-même.

Finalement, le *public to private* (P to P) comme le dit si bien son nom, correspond à la situation où une société cotée en bourse va, en utilisant un LBO, quitter le marché boursier. Le *private investment in public equity* permet à une holding endettée d'acquérir une participation importante mais minoritaire du flottant d'une société cotée. Les opérations *de reverse LBO* permettent de réintroduire sur le marché financier une société antérieurement cotée.

VI. Les trois composantes d'un LBO

Traditionnellement, une opération de LBO reposera sur trois effets de levier (Demaria, 2010):

- 1) Le levier financier
- 2) Le levier juridique et fiscal
- 3) Le levier managérial et organisationnel

Le *levier financier* est la raison d'être de l'opération de LBO. Il peut être défini comme un accroissement de la rentabilité des capitaux propres engendré par une augmentation du ratio d'endettement, à la condition que la rentabilité économique soit supérieure au coût de l'endettement (Lexique de gestion et de management, 2016).

$$Rk = r + (r - i) * \frac{D}{K}$$

Si le taux de rentabilité économique (r) est plus élevé que le taux d'intérêt (i), l'endettement permet d'augmenter le taux de rentabilité du capital (Rk). Cependant, si l'on part de l'hypothèse que plus l'endettement augmente, plus le risque augmente, le taux d'intérêt augmentera lui aussi. Il existe donc théoriquement un point d'équilibre où (r-i) deviendra négatif et où par conséquent l'effet de levier sera à son maximum.

Dès le moment où le rendement de la cible est supérieur au coût du capital nécessaire à l'endettement, le cash-flow généré sera suffisant pour rembourser la dette d'acquisition (Lefebvre, 2012).

Le système Dupont offre une autre manière de voir et de comprendre l'effet de levier. Il part du ratio 'Return On Equity' qu'il décompose en 3 parties :

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{\text{bénéfice net}}{\text{fonds propres}} = \frac{\text{Bénéfice net}}{\text{Ventes}} * \frac{\text{Ventes}}{\text{Actifs}} * \frac{\text{Actifs}}{\text{fonds propres}} \\ &= \text{marge nette} * \text{Rotation des actifs} * \text{Levier financier} \end{aligned}$$

Où le levier financier correspond à notre effet de levier puisque que d'un point de vue comptable : $\text{Actifs} = \text{Fonds propres} + \text{dette} \rightarrow \frac{\text{Actifs}}{\text{fonds propres}} = \frac{\text{dette} + \text{fonds propres}}{\text{fonds propres}}$

Conceptuellement, la théorie de Dupont est intéressante : à fonds propres inchangés, une augmentation de la dette entraîne une augmentation du Return On Equity, en supposant que tous les autres ratios restent inchangés.

Le *levier juridique* correspond quant à lui à la création ou à l'utilisation d'une société holding, qui détiendra tout ou partie des fonds propres de la cible. L'effet de levier

dans ce cas correspond au fait que l'acquéreur peut ne détenir que la majorité simple de la holding qui elle-même ne détiendra que la majorité simple de la cible et ainsi disposer du contrôle. Toutefois, il est opportun de rappeler que pour certaines décisions, une majorité qualifiée est requise¹². Plusieurs sociétés holdings successives peuvent aussi être créées, on parle alors de "cascade de holdings". Toutefois, ce cas de figure présente des difficultés en matière d'intégration fiscale et de recherche de financement (Thomas, 2010).

Quant au *levier fiscal*, l'intégration fiscale de la société cible et de la holding permettra de diminuer la base taxable par compensation entre le bénéfice de l'une et la perte de l'autre. Ce mémoire ne traitant pas plus particulièrement de la fiscalité, ce point ne sera pas approfondi¹³.

Pour être complet, certains auteurs considèrent encore deux autres types de levier, à savoir le *levier opérationnel*, qui correspond à une restructuration servant à améliorer la rentabilité et le cash-flow de la société cible, et le *levier social* visant à inciter le management de la cible à obtenir un meilleur rendement (Lefebvre, 2012).

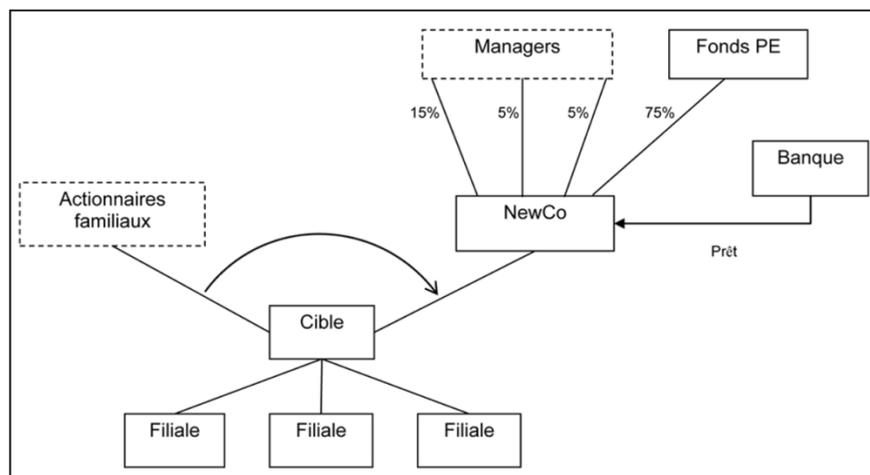


Figure 1 : Exemple type de structuration d'un MBO (Mahieu, 2007)

¹² Art. 286 C. soc. : modification des statuts de la SPRL; Art. 287 C. soc. : modification de l'objet social; Art. 288 C. soc. : modification des droits respectifs attachés aux parts sociales; les augmentations de capital et réductions de capital; la transformation de la société et la dissolution de la société; la prorogation de la société; plus globalement l'ensemble des décisions nécessitant une décision aux conditions prévues pour une modification des statuts.

¹³ Pour une analyse plus approfondie de la fiscalité du LBO, cf. Lefebvre, F. (2012). LBO : juridique, social et fiscal. Dossier Pratique. Paris, France : François Lefebvre; et spécialement le Chapitre II : La structure fiscale.

VII. Définition du risque

Donner une définition précise du concept de risque s'avère délicat. Pour Hansson (2004), dans un contexte non technique, le risque correspond aux situations dans lesquelles il est possible mais pas certain qu'un événement indésirable se produise.

Cette définition présente un certain intérêt en ce sens qu'elle introduit une notion chère au théoricien de la gestion, à savoir la probabilité. Quantitativement, le risque correspond au produit de la probabilité que l'événement indésirable survienne et de l'ampleur des dégâts qu'il peut occasionner (Hansson, 2004).

Au final, le risque n'est qu'un concept, il n'existe que par la peur qu'a l'individu que l'événement non voulu se réalise. Une fois l'événement réalisé, il ne s'agit plus que d'un fait, auquel il convient de remédier. Pour reprendre les termes de Caeymaex (2007) « *le risque n'a, à proprement parler, pas d'existence indépendamment des procédures qui l'objectivent* ».

Sachant qu'une transmission réussie doit permettre au cédant et au cessionnaire d'atteindre leurs objectifs respectifs tout en assurant la pérennité de l'entreprise (Deschamps & Geindre, 2011), les risques associés à la transmission ne se limitent donc pas à la faillite ou la liquidation, mais doivent être perçus de manière plus large, en intégrant les attentes du cessionnaire et du cédant.

En pratique, le succès de l'opération dépendra de la capacité de l'acquéreur et du cédant à identifier et maîtriser ces risques tout au long de la procédure d'acquisition.

VIII. Les risques liés à l'opération

De manière générale, l'acquisition d'une société existante est perçue comme moins risquée que le lancement d'un nouveau projet. La transmission d'une entreprise présente pourtant des risques pour le cédant, pour le cessionnaire et pour les établissements de crédit.

Le LBO, opération fortement basée sur l'endettement, présente un risque qui lui est propre, à savoir le risque de défaillance. Un ensemble de procédés de gestion et de dispositions contractuelles seront prévus dans les différentes conventions afin de prévenir et de pallier ce risque mais encore faut-il en connaître la source. Le succès du projet va donc dépendre de la capacité de l'acquéreur à identifier et maîtriser les

risques pendant l'ensemble de la phase d'acquisition, mais également en aval. Quels sont les risques encourus alors ? Nous pouvons de manière non exhaustive citer :

- Un *prix d'acquisition* trop élevé
- Le *décrochage* : cas dans lequel la cible ne suit pas le business plan et les performances sont moindres que prévu. La cible n'est pas en mesure de remonter autant de cash que prévu.
- L'*accident* : lorsqu'un changement économique, une dégradation concurrentielle, un changement brusque de législation ou une erreur stratégique entraîne des changements tels que la société n'est plus aussi rentable, ce qui pourrait mettre en péril l'ensemble du montage.
- La *dégradation* : la cible ne parvient pas à garder sa rentabilité passée, le changement d'actionnariat n'a pas permis une amélioration de sa situation financière qui se dégrade petit à petit.
- La *défaillance* de la cible ou de la holding : conséquence des risques préalablement cités, la cible et/ou la holding ne sont plus en mesure d'assurer leurs engagements.

Lejuste (2008) identifie deux sources de risques principaux, à savoir l'insuffisance de rentabilité et l'insuffisance d'actif net. Ceci semble avoir été confirmé par Bedu et Palard (2014) qui mettent en avant dans leur étude que « *le niveau d'endettement ainsi que la rentabilité économique insuffisante tendent à accroître le risque de défaillance des entreprises cibles* » et que cette augmentation du risque de défaillance ne serait pas compensée par l'effet de levier opérationnel.

Pour les acquéreurs de type financier, il existe un autre type de risque, celui de la non-revente de la cible à l'horizon d'investissement. « *Le pire pour un fonds de private equity, ce serait de rester avec une société sur les bras dont personne ne veut, soit parce qu'il n'arrive pas à trouver un autre acheteur, soit parce qu'en IPO¹⁴ le marché n'est pas bon, ou que la société n'a pas suffisamment d'attrait pour avoir un IPO intéressant.* »¹⁵

¹⁴ Initial Public Offering

¹⁵ Propos recueillis auprès de Monsieur Tabart, voy. annexe 13.

En parallèle des risques « économiques ou de gestion » nous pouvons aussi épingler les risques juridiques, tel que le risque d'abus de majorité : nous entendons par là le risque qu'une décision de l'assemblée générale soit annulée ou réduite car contraire à l'intérêt de la société et ayant pour seul objectif de favoriser les associés majoritaires. Une telle situation peut découler d'une décision du juge, saisi par une action des minoritaires de la cible. Pensons par exemple à l'application de l'assistance financière. La mise en cause de la responsabilité d'une des parties présente aussi un risque juridique pour les autres intervenants. L'acquéreur peut ainsi se voir condamner à l'insuffisance d'actif dans le cadre de la faillite de la cible, tandis que la banque peut voir sa responsabilité mise en cause s'il s'avère qu'elle n'a manifestement pas réalisé les diligences nécessaires afin de s'assurer de la viabilité du montage.

Finalement, le risque humain, n'est pas non plus à négliger, car il intervient dans toutes les phases du processus de transmission (surévaluation de la cible, rupture des négociations, etc.) « *L'aspect psychologique, c'est celui qui n'est jamais maîtrisable, même jusqu'au moment de signer.* »¹⁶

Pour réduire ces risques, on ne pourra jamais assez insister sur le fait qu'il est primordial de travailler avec des professionnels de l'accompagnement (courtiers en entreprise, cabinets d'avocats, réviseurs, experts-comptables, banquiers, chambres du commerce, ...) qui vont mettre les parties en contact, qui vont offrir un regard et un recadrage extérieur permettant de sortir de l'émotionnel, qui vont permettre d'objectiver toute une série d'informations (valeur de l'entreprise, perspectives d'évolution, possibilités de financement,...), qui vont aider à rédiger des documents juridiquement solides (déclaration d'intention, engagement de confidentialité, contrat de cession, ...), qui vont trouver les solutions de financement et valider le business case.

¹⁶ Propos recueillis auprès de Mme. Sophie Delcourt, voy. annexe 15.

Partie II. - DE L'IDEE A LA CONCLUSION

Chapitre 1^{er} – La Phase de Préacquisition

I. Le choix de la cible

Le choix de la cible est un élément déterminant du succès de l'opération (Bedu et Palard, 2014) et doit par conséquent être mené de la manière la plus sérieuse possible. Les raisons motivant l'acquisition guideront bien sûr ce choix, mais la particularité d'un montage à effet de levier fait que seules certaines sociétés seront « LBO compatibles » pour reprendre le terme de Thomas (2010).

Nous sommes ici dans une étape primordiale pour la prévention du risque de défaillance. Pour Deschamps (2009), les problèmes liés à la phase de choix de la cible reposent principalement sur la définition des critères de ciblage et la qualité des intervenants de cette phase de recherche. Dans le cadre d'une acquisition impliquant un degré élevé d'endettement, les critères de choix concernent des aspects tant financiers, de gestion, que juridiques, et ils doivent être déterminés avec précision, sans pour autant être totalement fermés.

Rappelons d'abord le grand principe qui veut qu'une opération de LBO n'est viable que si le cash généré par la cible est suffisant pour couvrir le coût de la dette et du capital (Boschin, 2006). C'est un principe qu'il faudra garder en tête tout au long du processus de recherche.

Premièrement, la cible doit avoir une *situation financière saine*. Elle doit être raisonnablement endettée (Thomas, 2010 ; Mondher, 2004). En effet, si la cible présente un niveau d'endettement initialement élevé, sa faculté de rembourser les dettes existantes est déjà amoindrie, elle est par conséquent moins prédisposée à générer du cash suffisant pour rembourser le coût d'acquisition (Giot et Noël, 2009). Ensuite, et c'est un point central, la cible doit dégager une rentabilité élevée (Mondher, 2004). La littérature parle de cash-flow excédentaire récurrent couplé à un peu de possibilité de croissance future (Thomas, 2010 ; Opler et Titman, 1995 ; Rosenbaum & Pearl, 2009). Giot et Noël (2009) ont encore démontré que les sociétés

ne distribuant pas ou très peu de dividendes sont plus susceptibles de faire face à un LBO. Pour Rosenbaum et Pearl (2009), une entreprise disposant de beaucoup d'actifs stables pourra négocier de meilleures conditions d'emprunt, vu l'opportunité qu'a la banque de récupérer son prêt sur lesdits actifs. Finalement, Mondher (2004) préconise encore de s'intéresser aux sociétés possédant des réserves importantes - un tel raisonnement ne paraît pas surprenant en ce sens qu'il assure encore un peu plus de sécurité au repreneur - et possédant des actifs facilement cessibles en cas de difficultés, mais permettant aussi l'application d'un debt push down¹⁷.

Un des éléments financiers fondamentaux sur lequel on pourrait se pencher lors de la phase de recherche serait de comparer le Return On Capital Employed de la cible au Coût Moyen Pondéré du Capital de la holding (WACC en anglais). Le ROCE est un ratio qui mesure la rentabilité de tous les capitaux investis, c'est-à-dire tant les fonds propres que les dettes. En le comparant au WACC, qui mesure le coût moyen des capitaux, on obtient un indicateur de création de valeur par la société. En effet, le premier correspond au return obtenu tandis que le second correspond au return requis.

$$ROCE = \frac{EBIT}{Capital\ Employed} \geq \frac{E}{(E + D)} * k_E + \frac{D}{(E + D)} * k_d = WACC^{18}$$

où :

$$k_e = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

$$k_d = i * (1 - t)$$

Nous pouvons toutefois critiquer ce modèle sur un point : il prend en compte l'EBIT, c'est-à-dire le Bénéfice Avant Intérêts et Impôts, et non pas l'EBITDA, l'Excédent Brut d'Exploitation. Ce dernier est pourtant préférable à nos yeux car il ne prend pas en compte les amortissements, qui sont des charges non décaissées et qui nous paraissent moins pertinents dans une analyse pour une reprise LBO.

En Belgique, il est possible de connaître la situation financière d'une société grâce à la transparence des comptes des sociétés, publiés sur le site de la Banque nationale. Avant même d'avoir établi le moindre contact, le repreneur potentiel peut déjà disposer d'énormément d'informations financières. Toutefois, une certaine prudence doit être de mise lorsque l'on veut procéder de la sorte car les comptes publiés ne sont

¹⁷ Voy. la section sur le financement pour plus de détails sur le debt push down.

¹⁸ E: fonds propres; D: dettes; k_E : coût des fonds propres; k_d coût de l'endettement; t : taux d'imposition

pas toujours flatteurs. C'est en effet sur la base de ces comptes que seront calculés les différents impôts des sociétés. Les PME vont chercher un équilibre entre d'une part présenter de bons comptes pour rassurer leurs différents partenaires, et d'autre part fournir des comptes qui ne soient quand même pas trop bons pour minimiser la base fiscale.

A côté de l'aspect purement financier, les éléments de *gestion* jouent aussi un rôle important. Le résultat financier n'est-il pas in fine le résultat d'une politique managériale et de gestion de qualité ? Thomas (2010) et Mondher (2004) plaident dans ce sens. Pour eux, les cadres et managers de la cible doivent être non seulement compétents mais aussi motivés. La transmission de l'entité en des mains différentes amènera des changements du point de vue organisationnel, la flexibilité de cette entité aux changements sera dès lors aussi un point auquel il faudra être attentif (Mondher, 2004). Mais par-dessus tout, dans une PME, il convient de ne pas négliger l'importance du dirigeant : une société qui repose grandement sur *l'intuitu personnae* présente un risque accru à la reprise car une fois le dirigeant parti, on peut avoir de grandes difficultés pour garder la clientèle fidèle à la personne du dirigeant (Boschin, 2006). Il importe de bien organiser la transition et le passage de témoin entre ancien et nouveau propriétaire. Dans les plus petites structures, il existe également un gros risque que le know how soit concentré chez le cédant et qu'il n'y ait pas un transfert suffisant de cette expertise avant le départ du cédant. « *Une entreprise trop dépendante de son dirigeant sera plus difficile à transmettre* » nous confiait Mme Delcourt¹⁹.

Certains préconisent aussi de privilégier une entreprise ayant une position forte sur le *marché* (notoriété, qualité des produits, grande part de marché) (Thomas, 2010 ; Mondher, 2004). Elle sera alors arrivée à un stade de maturité, période de sa vie où elle sera la plus efficiente (chiffre d'affaire élevé, charge optimum, investissements moindres, etc.). Autrement dit, les sociétés les plus propices à la réalisation d'une opération de LBO sont celles qualifiées de « cash cow » par le Boston Consulting Group (BCG growth-share matrix), ce qui remet encore en avant un élément central dans le choix de la cible à savoir la capacité de la firme à générer des cash-flows.

¹⁹ Propos recueillis auprès de Mme Delcourt, voy. annexe 15, question 6.

Le repreneur prendra bien soin de garder l'ensemble de ces « critères » en tête pour les phases à venir.

A côté du risque de mauvaise définition des critères de ciblage (Deschamps, 2009), l'acquéreur potentiel court également le risque de ne pas trouver de cible qui réponde à l'ensemble de ces critères. Des professionnels du domaine peuvent aider à mettre en relation l'offre et la demande. C'est notamment le cas de la Sowaccess qui a mis en place une plateforme de vente de Pme dont le chiffre d'affaire est inférieur à 500. 000 euros, « Affaires à suivre », ou de son équivalent flamand « overname.be », toutes deux membres de « Transeo » au niveau européen. Certaines chambres du commerce disposent d'un service « Transmission d'entreprises » capables de jouer ce rôle de courroie de transmission entre le cédant et le repreneur

Autre élément à ne pas négliger : l'importance du relationnel. Le cédant sera plus enclin à vendre son entreprise à quelqu'un avec qui il entretient un lien de confiance étroit, en qui il pense trouver les compétences requises à la bonne marche future de son ancienne entreprise. C'est ce qui explique notamment en grande partie l'essor des MBO. Ce lien de confiance entre le potentiel cédant permet aussi à l'acquéreur d'être en « pole position » lorsque s'exprime la volonté de vente de l'entreprise.

II. Le business plan d'acquisition

L'acquisition d'une entité présente certaines similitudes avec le lancement d'un nouveau business. Toute personne prudente ne se lancera pas dans les démarches sans s'être assurée de la rentabilité de l'opération. Ainsi, une des premières démarches de l'acquéreur sera d'établir un business plan. Ce document sera notamment indispensable pour les institutions financières qui devront décider de se lancer ou non dans l'opération de financement.

Un business plan est un document décrivant l'opportunité d'acquisition, avec comme objectif de démontrer sa pertinence stratégique et économique sur une durée déterminée (3 à 5 ans en général) (Noé, 2015). Le business plan se décompose en trois volets : un volet analytique et descriptif, un volet stratégique et finalement un volet

financier (DePamphilis, 2010). Tant le potentiel de la cible que le potentiel du repreneur devront être analysés.

Le risque associé au business plan est le risque de décrochage, c'est-à-dire le risque que l'opération ne suive pas le business plan prévu. Ce risque intervient après la vente, l'acquéreur devenu propriétaire doit alors analyser les sources de ce décrochage et prendre les mesures adéquates pour y remédier. Une fois que l'entreprise a changé de main, il est primordial que le nouveau propriétaire suive constamment l'évolution et le comportement de la société. Si la société s'écarte du business plan initial et qu'aucune solution n'est appliquée pour pallier cet écart, c'est l'ensemble du montage qui se trouve en position de difficulté. La cible peut, par exemple, dégager moins de revenus qu'initialement prévu, la holding ou l'acquéreur personne physique se retrouvera alors « asphyxié » entre d'une part des rentrées insuffisantes et d'autre part des charges financières importantes, pouvant mener à la cessation de paiement. Plusieurs causes peuvent être à l'origine de ce décrochage : soit le business plan initial surévaluait les capacités de la cible et malgré une restructuration de cette dernière, l'entreprise ne parvient pas à maintenir le cap, soit c'est le secteur (marché, concurrence, législation) lui-même qui se dégrade, ce que l'on qualifie d'accident.

Il convient de relativiser quelque peu le caractère immuable d'un business plan. En fait, ce plan doit aussi servir à amener le porteur de projet à réfléchir à l'ensemble des paramètres qui vont influencer son activité, sachant « *qu'on ne sait pas prendre en considération tous les risques, tous les facteurs et tous les éléments. [...] Cela reste, comme on dit en anglais, du wishful thinking.* »²⁰ Un business plan ne peut par exemple « *pas intégrer des éléments qui n'ont rien à voir avec le marché.* » Ce sont les fameux *impondérables* auxquels Monsieur Berna fait allusion à plusieurs reprises dans son interview.

Le risque de décrochage est, nous venons de le voir, fortement lié au financement du montage, il ne pèse donc pas uniquement sur la tête du repreneur mais aussi sur les épaules des établissements de crédit qui vont financer l'opération, raison pour laquelle

²⁰ Propos recueillis auprès de Monsieur Berna, voy. annexe 16

ils voudront être informés régulièrement de la santé financière de la cible. C'est notamment sur cette base qu'ils évalueront la viabilité du projet en se penchant plus particulièrement sur la résilience des hypothèses et la cohérence du projet par le biais de stress tests et c'est à cette aune qu'ils mesureront le risque qu'ils prendront à financer une telle opération²¹.

En amont de l'accord de financement, la banque analysera dans un premier temps « *la consistance des éléments qui ont été pris en compte pour établir le business plan et en fonction de cette évaluation financière, elle va voir dans quelle mesure elle va faire des stress tests, va évaluer la manière de concevoir, de challenger le business plan de son client et d'arriver à des hypothèses qu'elle estime satisfaisantes et qui lui donne un avis sur le financement de l'opération* »²².

En aval de l'accord de financement, la banque aura encore tout intérêt à garder un œil sur la gestion de la société afin que des opérations ne lui soient pas préjudiciables. Elle prendra alors soin d'insérer dans l'accord de financement des « covenants »²³, qui correspondent à des clauses de faire et de ne pas faire. L'objectif de telle clause n'est pas que la banque s'immisce dans la gestion de la société, puisqu'elle prendrait alors le risque d'être tenue responsable sur base de la requalification en dirigeant de fait, mais bien d'être tenue informée de l'évolution de la cible et de la holding, et de pouvoir requérir le remboursement anticipé lorsqu'elle considère que la situation lui est défavorable.²⁴ « *C'est important d'apporter un suivi adéquat de l'évolution de la reprise et de bien surveiller aussi la façon dont ça se passe entre l'ancien et le nouveau car il y bien souvent une période de cohabitation et il faut faire en sorte que cette période de cohabitation soit une période positive de transmission et pas une période de bagarre intégrale.* »²⁵

La banque doit réaliser cette évaluation en aval et ce suivi en amont avec une attention toute particulière, sa responsabilité pouvant le cas échéant être mise en cause²⁶.

²¹ Pour plus de détails sur les stress tests, voy. interview Monsieur Wanson, annexe 14 et plus particulièrement la question 6.

²² Propos recueillis auprès de Monsieur Wanson, voy. annexe 14.

²³ Voy. Partie III., Chapitre 5 : Mécanisme de protection de la banque

²⁴ Pour une définition complète et précise des covenants voy la Partie III. - Responsabilités et mécanismes de protection des parties en présence et plus précisément la section sur les Mécanismes de protections des établissements de crédits.

²⁵ Propos recueillis auprès de Monsieur Wanson, voy. annexe 14.

²⁶ Voy. Partie III. Chapitre 3 – La responsabilité de l'organisme de crédit

Chapitre 2 – La Phase d'évaluation de la valeur de l'entreprise

I. Le but de l'évaluation

La phase d'évaluation de la valeur de l'entreprise est une partie critique de l'opération d'acquisition de la société. C'est en effet au moment de cette évaluation précise de la cible que l'on pourra déterminer si le montage est viable ou non. Le choix de la méthode d'évaluation est par conséquent d'une importance cruciale : l'évaluation permettra d'une part de déterminer un prix d'acquisition de la cible et d'autre part de déterminer si la cible est suffisamment solide financièrement pour assurer la pérennité du montage. Comme le rappelle Debruyne (2010) la question centrale que se pose tout repreneur est celle de la rentabilité et cette phase permettra de trouver des éléments de réponse.

II. La valeur de la société et le prix de rachat

Lorsqu'une entreprise est cotée en bourse, un acquéreur potentiel n'aura pas de difficulté à estimer le prix qu'il va devoir déboursier pour obtenir les titres de celle-ci. En revanche, lorsque l'opération repose sur une société non cotée, la manœuvre s'avère plus complexe. Il est alors nécessaire de procéder à une évaluation de la valeur de la société. Dans le cadre d'une acquisition reposant sur l'endettement, l'opération d'évaluation s'avère également utile pour déterminer la rentabilité de la cible qui conditionnera, nous l'avons déjà vu, la capacité de remboursement de l'acquéreur.

Toutefois, même s'il existe un lien entre le « prix » et la « valeur » de la société, il importe de souligner que ces deux concepts ne s'équivalent pas en pratique. Le prix résultera de négociations entre acquéreur et cible, alors que la valeur de la société sera déterminée sur la base d'une évaluation complète de celle-ci. L'évaluation ne sert in fine que de « guideline » pour les négociations. L'acquéreur potentiel aura, sur la base de son évaluation, dégagé une estimation de la valeur de la société qu'il gardera en tête lorsqu'il négociera avec le vendeur.

Tant dans la valorisation que dans la négociation du prix, la perception des acteurs pèsera d'un grand poids sur la transaction. Le vendeur, pour sa part, cherchera à maximiser son prix de vente, il connaît l'entreprise dans ses moindres détails et sera

persuadé de sa capacité à générer des bénéfices. De son côté, l'acheteur n'a qu'une vue partielle de la société cible, il aura tendance à être plus prudent que le vendeur sur la rentabilité de l'entreprise, il gardera en tête ses moyens de financement de l'opération et cherchera à minimiser le prix d'acquisition. Ainsi, pour Dossogne (2014) plus les données utilisées lors de l'évaluation sont proches de la perception de chacun des acteurs, plus le prix se rapprochera de la valeur estimée de la société.

Relevons à ce propos ce que Mme Delcourt nous déclarait en interview : « [...] la valeur n'est qu'une fourchette. Et là, il faut aussi bien leur (nb : les cédants) faire comprendre que la valeur n'est pas le prix. Et parfois leur dire qu'il ne sera pas possible de vendre leur société à ce prix-là, ce qui peut être très difficile [...]. »

III. Les méthodes d'évaluation

Il existe plusieurs modes d'évaluation d'entreprise que l'on peut globalement regrouper en deux grandes catégories : les *méthodes statiques* (telle que l'approche patrimoniale), qui se basent principalement sur des valeurs réalisables au moment de l'évaluation et les *méthodes dynamiques*, qui reposent sur une estimation de valeurs futures. Chaque méthode repose sur des hypothèses qui lui sont propres et présente donc des défauts, il appartiendra à l'évaluateur de garder ces éléments en tête quand il voudra déterminer une valeur objective de la société.

1. L'approche patrimoniale

L'approche patrimoniale consiste, comme son nom l'évoque, à évaluer la société sur la base de la valeur de ses actifs et de son passif. Il s'agit d'une méthode d'évaluation essentiellement bilantaire, qui ne prend en considération que les avoirs et obligations d'une entreprise. Dans cette approche, on peut choisir de se baser sur l'actif net ou sur l'actif net réévalué.

a) L'actif net

$$\text{Actif net} = \text{actif} - \text{dettes}$$

L'actif net correspond à la valeur de la société calculée sur base de tous les postes du bilan (actif et passif) en partant du postulat que ceux-ci représentent de manière minutieuse les avoirs et obligations de la société.

La méthode de l'actif net classique, en se bornant à reprendre des valeurs bilantaires, présente un désavantage certain : elle ne prend pas en compte la valeur réelle des avoirs et des obligations. Cette méthode peut tout à fait convenir pour certains postes du bilan, comme le compte courant, mais sera d'une piètre qualité pour d'autres.

Prenons l'exemple d'un bâtiment qui se trouve depuis plus de 30 ans dans le patrimoine de la société. La valeur comptable de ce bâtiment sera probablement proche de zéro en raison des amortissements annuels. Or, il est certain que malgré l'utilisation dudit bâtiment, celui-ci n'a pas entièrement perdu sa valeur. La valeur réelle du bâtiment est donc supérieure à sa valeur bilantaire.

b) L'actif net réévalué

$$\begin{array}{l} \text{Actif net réévalué} = \\ \text{Valeur des actifs} - \text{provisions} - \\ \text{dettes} \pm \text{corrections de valeurs} \end{array}$$

L'actif net réévalué applique à l'actif net classique des plus-values et moins-values afin que les valeurs collent mieux à la réalité. Les corrections de valeurs peuvent être des non-valeurs, tel que les frais de Recherche et Développement ou les frais d'établissement, ainsi que des sur ou sous-estimations.

Ces méthodes sont toutefois moins adaptées aux acquisitions par effet de levier, puisqu'elles ne prennent pas en compte le rendement et les flux de trésorerie que dégage la firme. Cela reviendrait à évaluer la valeur d'un actif, sans même regarder sa rentabilité, Or, il se peut très bien qu'un actif de la société soit très bien valorisé alors même qu'il ne dégage aucun revenu. La viabilité même du montage repose sur une bonne connaissance de ces flux de trésorerie²⁷. Néanmoins, le recours à une telle

²⁷ Pour Boschin (2006), cette méthode d'évaluation n'est utile qu'en cas de liquidation de la société ou pour évaluer une société holding. Cela semble tout à fait logique puisque d'un côté la liquidation de la société amènera à réaliser l'actif pour payer le passif, tandis que pour ce qui concerne la société holding, sa valeur est par définition même dans le bilan.

méthode dans une opération de LBO peut s'avérer pertinent, non pas sur le plan financier, mais comme outil technique dont vont dépendre les garanties de passifs²⁸, la mécanique du prix, la comptabilisation et la fiscalité (Thomas, 2010).

2. *L'approche par multiple*

Cette approche se base sur des multiples d'une certaine mesure de rentabilité qui ont été payés dans des transactions semblables et peut par conséquent s'avérer plus difficilement applicable pour les Petites et Moyennes Entreprises. Notons pourtant qu'UNIZO l'utilise dans son outil de valorisation des entreprises. Le principe de la méthode est de ne pas payer plus que ce que d'autres ont payé pour des entreprises similaires. Mais elle présente l'inconvénient que deux entreprises ne sont jamais entièrement comparables et que le multiple donne un « benchmark » auquel il faut subjectivement ajouter des corrections.

Il n'y a aucune règle précise quant au choix du multiple même si en pratique, on optera généralement pour le résultat opérationnel brut ou l'EBITDA²⁹ et un multiplicateur compris entre 4 et 9. Ce choix doit être inspiré par l'activité que l'on cherche à valoriser et dépendra notamment du secteur d'activité de la société, de la taille de cette dernière et de l'état de son actif et de son passif. Le professeur Laveren, de l'Université d'Anvers, qui a développé l'outil recommandé par UNIZO, considère dans le webinar consacré à cet outil que l'on peut utiliser un multiple égal à 4 pour les petites entreprises et à 8-9 pour les très grandes³⁰.

Même si cette méthode est difficilement applicable aux PME en raison du manque de données disponibles, elle présente un certain intérêt dans ce travail. En effet, elle établit un lien entre l'estimation de la valeur de la société et l'horizon de remboursement de l'emprunt d'acquisition. Nous avons vu précédemment la distinction claire qu'il convient d'opérer entre la valeur évaluée de la société et le prix qui sera finalement négocié, même si ces deux notions présentent des liens certains. Or, cette méthode met en lien la valeur évaluée de la société avec sa capacité de remboursement. En simplifiant à l'extrême, si l'acquéreur évalue la société à quatre

²⁸ Voy. Partie III., Chapitre 4 – Mécanismes de protection de l'acquéreur

²⁹ Earnings Before Interest Depreciation and Amortization

³⁰ Propos entendus lors du Webinar de l'Unizo sur leur nouvel outil de valorisation des sociétés. Voy. Webinar – waarderingstool bedrijfsoverdracht: een inkijk in de achterliggende methodieken, 24 février 2017

fois son EBITDA et que cette évaluation correspond in fine au prix qu'il déboursa, il sait qu'il lui faudra environ quatre ans pour récupérer la somme investie.

Toutefois, la méthode présente aussi certains risques. Lorsque le marché est dans une « bulle », par exemple, la valorisation peut sembler conforme au marché, sans pour autant que les flux de cash soient suffisants pour supporter le montage (Boschin, 2006 ; Dossogne, 2014).

3. *L'approche par les flux/ le rendement*

L'approche qui semble le mieux correspondre à la situation d'un LBO est celle des flux, car elle prend en compte l'élément crucial d'un LBO, à savoir les flux dégagés par la cible. Dans cette approche, la valeur d'une entreprise correspond à la valeur *actualisée* de ses *flux futurs*. Trois questions essentielles se posent alors : Quel flux doit-on actualiser ? A quel taux faut-il actualiser les flux ? Sur quelle durée doit-on les actualiser ?

Deux grands flux se distinguent dans une société : les flux de trésorerie en provenance de l'activité (Discounted Cash-flow) et les dividendes versés périodiquement aux actionnaires (Dividend Discount Model).

a) Discounted Cash-flow

Cette méthode d'évaluation permet d'évaluer la valeur de l'entreprise sur base des liquidités générées par les actifs de la société et disponibles pour les différents intervenants ayant contribué à financer ces actifs (Dossogne, 2014). Thomas (2010) la définit comme étant la valeur actuelle des cash-flows futurs générés par l'entreprise actualisés à un taux représentatif du coût du financement (compte tenu du risque).

Une telle méthode d'évaluation présente un intérêt certain dans le cadre d'une acquisition par effet de levier ; en effet, la valeur maximale de la cible que l'acquéreur sera prêt à payer correspond à l'ensemble des cash-flows actualisés au coût du financement (Boschin, 2006).

Le DCF prendra donc en compte les « Free Cash-flow to the firm », c'est-à-dire les flux avant déduction des décaissements relatifs aux dettes (principal et intérêt), et mènera par conséquent à une évaluation de l'entreprise dans sa totalité, rémunérant de la sorte tant les actionnaires que les créanciers.

$$DCF = \frac{FCFF_1}{(1+WACC)} + \frac{FCFF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCFF_3}{(1+WACC)^3} + \frac{FCFF_4}{(1+WACC)^4} + \dots$$

$$= \sum_{i=1}^{i=n} \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} \quad ^{31}$$

D'une manière logique, l'actualisation du DCF se fera sur base du coût moyen pondéré du capital (WACC)³². En effet, cette théorie dégage un taux unique, qui tient compte de l'importance des différentes sources de financement^{33 34} :

$$WACC = \frac{E}{(E+D)} * k_E + * (1-T) * \frac{D}{(E+D)} * k_d \quad ^{35}$$

b) Dividend Discount Model

Ce modèle part du postulat que la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires peut être exprimée en termes de valeur actuelle nette de l'ensemble des flux financiers qui leur revient, à savoir les dividendes.

Dans le cadre d'une opération de LBO, cette méthode peut s'avérer intéressante puisqu'elle permet d'avoir une idée de la capacité actuelle de la firme de verser des dividendes pour les années à venir. Or, c'est précisément sur base de ces dividendes que l'acquéreur sera capable de rembourser la dette d'acquisition.

Pour que l'estimation des dividendes futurs soit la plus fiable possible, il est nécessaire que la firme ait préalablement eu une politique de dividendes stables.

$$DDM = \frac{Div_1}{(1+CAPM)} + \frac{Div_2}{(1+CAPM)^2} + \frac{Div_3}{(1+CAPM)^3} + \frac{Div_4}{(1+CAPM)^4} + \dots$$

$$= \sum_{i=1}^{i=n} \frac{Div_i}{(1+CAPM)^i}$$

³¹ Dans la pratique, on estimera les cash-flows pour les 5 premières années ainsi qu'un taux de croissance annuel constant que l'on appliquera pour les cash-flows après l'année 5.

³² Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation, finance and the theory of Investment. *The American Economic Review*, 48, 261-297.

³³ Principalement regroupé en deux catégories : les fonds propres et l'endettement.

³⁴ Le modèle, par simplification, se base sur plusieurs hypothèses à savoir : un taux unique de taxation, la simplification des coûts de financement, une information parfaite et un marché efficient.

³⁵ où : k_E est le rendement exigé par les actionnaires ; k_d le coût de la dette ; E la valeur des fonds propres ; D la valeur de la dette ; T est le taux d'imposition

Ce modèle sera généralement actualisé sur base du Capital Asset Pricing Model (CAPM)³⁶ et prendra en compte un taux de croissance³⁷. Le Capital Asset Pricing Model est un modèle déterminant le taux de rendement exigé par un actionnaire en proportion du risque pris dans le projet. D'une manière très logique, il ajoute au taux sans risque (R_f)³⁸ une prime de risque pondérée par un coefficient de sensibilité au risque (β_i). Un investisseur qui est prêt à courir un risque plus élevé exigera une rentabilité plus forte.

$$E[R_i] = R_f + \beta_i \times (E[R_M] - R_f)$$

4. Modèle LBO

Le modèle LBO ne correspond en réalité pas vraiment à une évaluation de la cible mais vise à déterminer un prix maximum résultant du financement qui pourra être levé par l'acquéreur (Thomas, 2010). Cette méthode présente l'avantage de dégager le prix d'entrée de la cible, c'est-à-dire le prix maximum auquel, sous les hypothèses du montage, le LBO dégage le TRI³⁹ souhaité. Mais elle ne doit pas, bien entendu, être la seule base de travail pour l'évaluation de la cible, au risque de passer à côté d'éléments importants.

Nous venons de voir qu'il existe différentes méthodes d'évaluation de la valeur d'une entreprise. Comment opérer un choix entre celles-ci ? Une chose est certaine, il n'est pas judicieux de faire une moyenne des résultats obtenus avec plusieurs de ces méthodes, car chacune d'entre elle présente des spécificités. Mais il peut être intéressant d'utiliser plusieurs d'entre-elles, de comparer les résultats qui seront vraisemblablement différents et de chercher à comprendre ce qui sous-tend ces différences. Mickaël Tabart abonde dans le même sens : « *Nous recommandons généralement d'appliquer les deux méthodes (EBIDTA et DCF) pour voir si en appliquant les deux méthodes on arrive dans un range où il n'y a pas d'écart très important* »⁴⁰.

³⁶ voy. : section : le taux d'actualisation

³⁷ Par souci de simplification, le taux de croissance n'est pas pris en compte dans la formule.

³⁸ Généralement OLO 10 ou 20 ans : OLO 10 ans 08/08/2017 : 0,77%

³⁹ Taux de Rendement Interne

⁴⁰ Propos recueillis auprès de Monsieur Tabart, voy. annexe 13

Chapitre 3 – La Due Diligence préacquisition

I. Définition

Comme n’importe quel acheteur, l’acquéreur d’une société voudra acheter « en toute connaissance de cause ». Il devra dès lors disposer des informations suffisantes sur la rentabilité de la société, les risques qu’elle présente, son niveau d’endettement, sa situation juridique, sa situation fiscale et sa position commerciale.

Le terme due diligence provient, en réalité, de la tradition anglo-saxonne et correspond au comportement d’une personne normalement prudente dans l’accomplissement des diligences requises dans le souci de préserver ses intérêts, et de ne pas causer des soucis aux tiers, ce que l’on pourrait assimiler au critère du bon père de famille selon la conception du droit civil belge.

En matière d’acquisition, le terme correspond aujourd’hui à « l’analyse diligentée par le candidat acquéreur visant à lui donner une information objective et complète et à détecter les risques et anomalies dans un domaine particulier de l’entreprise à acquérir » (Institut des réviseurs d’entreprise, 2007).

Le but de cette opération de recherche d’information, appelée due diligence, est de fournir à l’acquéreur tous les éléments nécessaires pour valider ses hypothèses sur la base desquelles il a marqué son intérêt pour l’opération projetée et d’évaluer au mieux les risques inhérents à celle-ci (Leclercq, 2010). Lamon (2015) précise encore que, sauf clause contractuelle contraire⁴¹, l’acquéreur, dans une cession d’actions, reprend l’ensemble du passif de la société et que dès lors, il doit être particulièrement bien informé sur les obligations sociales, fiscales, environnementales, et autres, qui composent son engagement.

L’étendue voire la réalisation même de l’opération de due diligence dépendra en grande partie de la taille de l’acquisition. Dans l’ensemble de l’opération d’acquisition, la due diligence représente le volet le plus coûteux, pouvant rapidement se chiffrer à plus de 20 000 euros⁴². Il convient dès lors de se poser la question du

⁴¹ Notamment déclaration de garantie du vendeur (cf. Chapitre 7 pour plus d’informations).

⁴² Information recueillie auprès de M. Eric Bastin, Senior Manager chez BDO, spécialiste des transmissions d’entreprises.

coût d'opportunité. A titre d'exemple, pour le simple rachat d'un fonds de commerce, il n'est pas opportun de réaliser une due diligence en profondeur eu égard aux sommes en jeu. De plus, le cessionnaire a la faculté de demander au cédant de lui fournir quatre attestations (ONSS, ISOC, TVA et Inasti)⁴³ dans lesquelles l'administration atteste que le cédant n'a pas de dettes envers eux, ce qui limite déjà le risque de rétention d'informations.

Notons que d'un point de vue terminologique, certains théoriciens distinguent les opérations de due diligence de l'audit d'acquisition. Ainsi, pour Lefebvre (2012), lors d'une opération de due diligence, l'acquéreur est libre de rompre les pourparlers à tout moment alors qu'un audit d'acquisition, qui intervient plus tard dans le processus, ne pourrait donner lieu qu'à une modification du prix ou à un ajustement des sûretés. Boschini (2006) précise que l'audit d'acquisition n'intervient qu'en fin de processus, dans le but de sécuriser l'opération, de s'assurer de la véracité des informations transmises par le cédant et de renégocier le prix.

Pour être tout à fait complet, notons aussi que l'opération de due diligence peut intervenir après la cession d'actions. Dans ce cas, la convention est conclue sous la condition suspensive d'une due diligence satisfaisante. Le droit belge admettant les conditions suspensives uniquement dans le cas où elles ne sont pas purement potestatives, cela revient à dire que le caractère satisfaisant ou non des résultats de la due diligence doit être établi sur la base de critères objectifs.

II. Les objectifs des opérations de due diligence

Comme nous l'avons vu, l'opération de due diligence sert à donner le maximum d'informations à l'acquéreur sur la cible potentielle. L'objectif d'une due diligence est double, d'une part identifier les « deal breakers » c'est-à-dire les risques et opportunités importants, et d'autre part d'acquérir une idée plus précise de la capacité réelle du business de générer des résultats et du cash-flow à l'avenir (Baeten et al, 2014).

⁴³ ONSS: art. 41quinquies loi 27 juin 1969 ; TVA : art. 93 undecies Code TVA ; contribution directe 442bis CIR/92 ; Inasti : art. 16 A.R. 27 juillet 1967

Pour Lejuste (2008), l'opération de due diligence permet à l'acquéreur de s'assurer le mieux possible face aux deux risques de l'acquisition, à savoir l'insuffisance de rentabilité et l'insuffisance d'actif net.

Selon Dossogne (2005) l'intensité de ladue diligence dépendra de la connaissance qu'a l'acquéreur de la cible et du niveau perçu de risque de l'opération. A titre d'exemple, les acquéreurs dans un MBO connaissent par définition mieux la cible que n'importe quel autre acquéreur et devront par conséquent fournir moins d'efforts lors de cette opération. Un acquéreur stratégique, quant à lui , connaîtra mieux le secteur d'activité et ses tenants et aboutissants qu'un acquéreur financier.

L'analyse permettra aux potentiels acquéreurs d'appréhender l'environnement de la cible (analyse externe) ainsi que son fonctionnement (analyse interne). Comme nous l'avons déjà souligné, l'opération de due diligence est une étape critique dans le processus car elle permet de prévoir les risques de l'opération et par conséquent la viabilité de cette dernière. Elle permettra notamment de procéder à une analyse critique du business plan.

III. L'analyse externe et l'analyse interne

Toute entreprise évolue dans un environnement économique qui lui est propre et réalise des choix stratégiques en conséquence. Un acquéreur prudent et diligent doit dès lors se pencher sur une telle analyse externe car elle représente une opportunité unique d'appréhender la cible, les menaces qui l'entourent, ainsi que les pressions qu'elle subit.

Le cycle de vie du produit, développé par Porter en 1980, est une bonne base pour commencer l'analyse externe de la société cible. Ce modèle permet de déterminer à quelle étape de son cycle de vie se trouve le produit/la société analysée. Porter (1980) distingue 4 étapes : la *phase de développement*, période pendant laquelle la société lance son produit, la *phase de croissance*, période pendant laquelle elle gagne rapidement du chiffre d'affaire, la *phase de maturité*, période pendant laquelle la croissance se ralentit, et finalement *le déclin*, période de faible concurrence, où les acteurs privilégieront une stratégie de niche.

La détermination du secteur d'activité dans lequel évolue la cible permet au potentiel acquéreur d'avoir une vue globale de la société, de ses possibilités de croissance, des risques inhérents à l'activité, plus généralement de l'environnement de la cible.

Porter (1980) propose également de se pencher sur cinq autres forces « externes » qui influencent la société, à savoir la pression des concurrents actuels, la menace des substituts, la menace des potentiels entrants, le pouvoir de négociation des fournisseurs et le pouvoir de négociation des clients.

Une étude en profondeur de ces différents facteurs permet à l'acquéreur de déterminer les menaces et pressions subies par la cible.

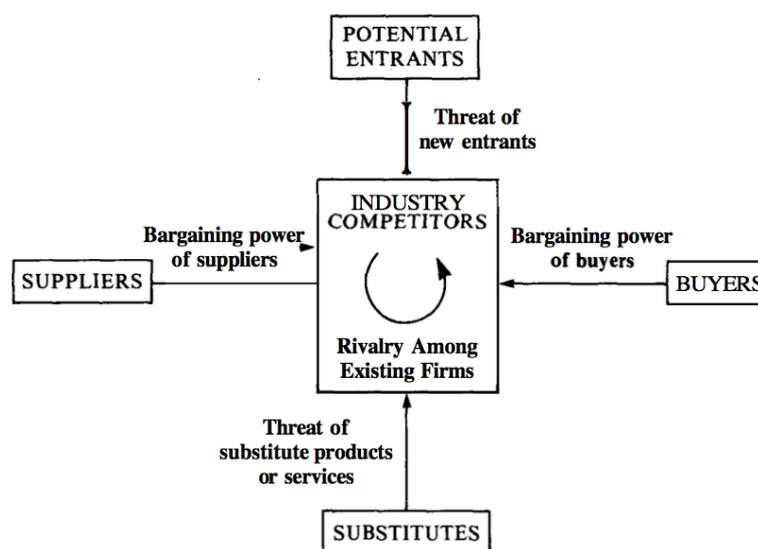


Figure 2 - Source: Porter, M. *Competitive Strategy : techniques for analysing industries and competitors.*

Outre les 5 forces de Porter que nous venons d'évoquer, certains auteurs préconisent de prendre en compte l'environnement légal dans lequel évolue la cible. Le risque d'un changement de législation dans le domaine d'activité de la cible peut en effet avoir des effets considérables sur sa gestion et sa rentabilité et par conséquent menacer l'ensemble du montage. Prenons l'exemple d'une cible active dans la pose de panneaux solaires en Wallonie. Le revirement du gouvernement wallon en ce qui concerne l'octroi de certificats verts ainsi que l'annonce de l'instauration d'une nouvelle taxe pour la contribution au réseau vont sans doute avoir pour effet une diminution sensible des commandes passées auprès de cette société, ce qui va impacter le chiffre d'affaire et donc le cash-flow disponible. Il n'est bien entendu pas

possible de prédire avec exactitude quel sera l'environnement légal futur de la cible, mais essayer d'anticiper les menaces 'légales' qui pourraient peser sur celle-ci permettra au repreneur d'avoir une idée plus précise de ce risque, et en cas de revirement d'y être mieux préparé.

Chaque firme a une organisation qui lui est propre. Lors de l'analyse interne, on se penchera notamment sur la rentabilité de la firme et la consistance de son actif net, sa stratégie. L'ensemble des contrats seront passés en revue.

IV. La collecte de données

Pour qu'il puisse mener à bien ses analyses interne et externe, il importe que l'acquéreur potentiel puisse obtenir les données pertinentes. Où peut-il collecter ces informations ?

1. Auprès du cédant

Le cédant doit juridiquement mettre à disposition de l'acquéreur potentiel toutes les informations utiles et nécessaires pour qu'il acquière l'entité en toute connaissance de cause.

La mise à disposition de ces données peut être organisée de différentes manières.

Le cédant peut mettre en place une data room, pièce ou plateforme électronique où les acquéreurs potentiels peuvent trouver toutes les informations utiles pour mener à bien l'opération de due diligence. Si un cabinet d'avocats encadre l'opération, il communiquera une check-list des éléments essentiels à rassembler au sein de cette data room (Pottier, 2016). Dans une enchère privée, seuls les candidats retenus auront accès à la data room (Pottier, 2016).

Le cédant peut avoir fait réaliser un audit préalable de la société (**vendor due-diligence**) et il n'est pas rare que le cédant mette ce document à la disposition de l'acquéreur dans la data room⁴⁴.

On peut également envisager une **visite de site** mais ce n'est pas toujours opportun si l'on souhaite garder le secret sur l'opération en cours à l'égard du personnel. Pourtant

⁴⁴ voy. point VI. Vendor due diligence

une telle visite peut s'avérer intéressante pour glaner certaines informations, « *quand on va dans une petite boîte, on voit directement si le management est un management par stress et par pression ou si c'est hypercool ou si c'est très organisé. [...] Ce sont des éléments non tangibles qui ne vont pas se retrouver dans un business plan mais qui vont jouer sur l'aspect humain, le mode de fonctionnement et qui sont parfois aussi importants que le business plan.* »⁴⁵

2. *Auprès de tiers*

Le candidat acquéreur pourra aussi recueillir des informations auprès de diverses sources accessibles publiquement. Pensons aux comptes publiés sur le site de la BNB, à la Banque carrefour des entreprises, aux annexes du Moniteur belge, au dossier de la société auprès du tribunal de commerce, au bureau des hypothèques, au cadastre et aux autres registres spécialisés (permis d'exploitation, etc.). Les informations accessibles publiquement seront alors présumées connues par le cessionnaire, qui ne pourra pas se prévaloir de leur méconnaissance pour invoquer l'annulation de la convention pour cause d'erreur ou de dol.

V. **Vendor due diligence**

Comme nous l'avons déjà dit, dans certains cas, le vendeur lui-même peut décider de faire réaliser une due diligence.

Le vendor due diligence présente différents avantages pour le vendeur. Il maîtrise mieux le timing de l'opération de cession grâce à un processus de communication de l'information plus structuré, il est conscient des points sujets à discussion et pourra mieux fonder ses attentes en termes de valorisation. Une telle manière de procéder le protège en outre du risque de se voir reprocher le manque d'informations communiquées⁴⁶.

Quant à l'acquéreur, il aura l'avantage de recevoir les informations plus rapidement et d'une manière plus structurée.

⁴⁵ Propos recueillis auprès de Monsieur Wanson, voy. annexe 14.

⁴⁶ Bruxelles, 23 avril 1990, J.T., 1990, p.470

VI. Risques associés à la due diligence

Pour Deschamps (2009), l'analyse de la cible présente un risque pour l'acquéreur, qu'elle qualifie *d'aveuglement repreneurial*⁴⁷, situation qui correspond à une évaluation portant sur des éléments partiels, faux ou mesurés par le cédant ou son entourage. Or, le vendeur est responsable de la véracité et de la justesse des informations transmises à l'acheteur. Dans le cas où il fournirait délibérément des informations inexactes, il se rend coupable d'un dol, la convention de vente pouvant alors être déclarée nulle sur base de l'article 1116 du Code civil⁴⁸.

Deschamps (2009) entrevoit un autre risque qu'elle définit comme étant la « *myopie repreneuriale* », cas où l'acquéreur a procédé à une analyse de la cible, mais où celle-ci ne s'avère pas suffisamment complète. Or, une des obligations qui incombent à l'acquéreur consiste à réaliser la recherche d'information correctement. Il ne pourra par conséquent pas se baser sur la non-connaissance de cette information pour invoquer la nullité de la convention de cession d'action viciée pour cause d'erreur ou de réticence dolosive.

Les repreneurs souffrent parfois aussi de ce que Deschamps (2009) qualifie *d'hypermétropie repreneuriale* : les repreneurs ont conscience que la situation actuelle est floue, falsifiée par le cédant, mais malgré ces risques, les repreneurs signent pour bénéficier des avantages qu'ils entrevoient.

En outre, dans le cadre de la due diligence, l'acquéreur potentiel disposera de bon nombre d'informations dont certaines sont sensibles pour la cible. L'acquéreur potentiel, qui peut toujours rompre les négociations à la suite de l'opération de due diligence, se doit de respecter une certaine confidentialité au sujet des informations qui lui sont fournies. L'encadrement de ce devoir de discrétion pourra être fixé contractuellement soit dans la déclaration d'intention soit dans une convention séparée (accord de confidentialité)⁴⁹.

⁴⁷ Ou encore «astigmatie repreneuriale»

⁴⁸ voy. Partie III., Chapitre 2 – La période contractuelle : les protections de droit commun.

⁴⁹ voy. Partie III., Chapitre 1 – La période précontractuelle : l'engagement de confidentialité

Chapitre 4 – La Phase de négociation contractuelle

La négociation préalable à la signature de la convention de cession est une phase primordiale de la transmission car c'est à ce moment précis que tout se décide, y compris éventuellement de ne pas contracter (Hermant, 2014).

C'est à ce stade que les intérêts antagonistes du vendeur et de l'acheteur se manifesteront le plus visiblement. Le vendeur va chercher à maximiser son prix de vente, il connaît la société dans le détail et aura une idée assez précise du prix auquel il la laissera partir, tandis que l'acquéreur cherchera à minimiser ce prix d'achat. Il n'a pas encore suffisamment confiance en la société et ses craintes se reflèteront dans le prix qu'il est prêt à déboursier. Il garde en tête la valeur qu'il a déterminée sur la base de son évaluation et il cherchera à obtenir un prix inférieur à la valeur estimée de la société. Les synergies possibles avec son activité ne devraient influencer que minoritairement le prix, puisque celles-ci ne sont pas en lien avec le vendeur (Dossogne 2014)

La négociation entre les parties amènera le plus souvent à la rédaction de plusieurs documents préparatoires à la convention de cession proprement dite. Leclercq (2010) précise que ces documents se distinguent plus sur la forme que sur le contenu. Ils ont souvent comme objet d'organiser le déroulement l'opération et de préciser les principaux termes et conditions.

1. Risques associés aux négociations

La période de négociation comprend principalement des échanges entre acquéreur et vendeur. Il n'est donc pas déraisonnable d'affirmer que c'est le moment où le risque humain est à son paroxysme.

Plusieurs cas de figure peuvent se présenter : l'acquéreur peut avoir une envie tellement forte de la cible (Deschamps, 2009), qui l'amène à offrir un prix démesuré ou à ne pas prévoir de clause protectrice. L'acquéreur ou le vendeur peuvent agir seuls, sans se faire accompagner par le moindre conseiller externe ou professionnel (Deschamps, 2009), « *une personne normale va peut-être céder une boîte dans sa vie, ou deux, nous on a l'expérience de tous les cas qu'on a vus, on va penser à des choses*

qu'une personne qui en est à sa première cession ne va pas imaginer. »⁵⁰ Ou encore, le cédant peut être tellement attaché à son entreprise qu'il va avoir tendance à surévaluer sa société, les négociations n'aboutissant alors pas, vu la réticence du vendeur à laisser partir sa société à un prix convenable pour l'acquéreur.

Aucun mécanisme à proprement parler n'existe pour atténuer ce risque. Nous nous devons encore une fois d'insister sur l'importance de s'entourer de conseillers, apportant un regard externe plus critique et plus objectif sur l'opération et permettant ainsi de sortir l'opération du cadre émotionnel.

Notons encore que Butler (2001) ainsi que Mnejja, Sahut et Teulon (2012) démontrent dans leurs enquêtes une différence significative de prix en fonction du type d'acheteur. Un acquéreur étant dans l'optique d'une acquisition à des fins stratégiques déboursa plus qu'un acquéreur à des fins financières. Les « acquéreurs stratégiques » sont plus limités dans le choix de leur cible face à des « acquéreurs financiers » qui, eux, analysent plusieurs sociétés. Ces derniers sont en outre spécialistes de ce genre de transaction et disposeront d'un poids de négociation plus important. Pour Mnejja, Sahut et Teulon, cette différence s'explique par « la différence de perception et d'attente des cibles ». Alors que les acquéreurs financiers sont dans un processus de buy and sell, les acquéreurs stratégiques sont dans un processus de buy and hold.

2. Portée juridique des documents préliminaires

Dans la majorité des cas, les documents préliminaires n'auront pas de portée juridique contraignante (Leclercq, 2010). Opérer une distinction entre simple « gentleman's agreement » sans volonté réelle de s'engager juridiquement et accord contraignant peut s'avérer complexe.

Selon la jurisprudence belge, le principe de la liberté de contracter ou de ne pas contracter fait en sorte que la rupture des pourparlers n'est pas fautive en soi⁵¹. Toutefois, la responsabilité délictuelle d'une des parties peut être mise en cause en cas de rupture **fautive** des pourparlers. Nous y reviendrons dans la Partie III.

⁵⁰ Propos recueillis auprès de Maître Franck, voy. annexe 17

⁵¹ Cour d'appel de Liège, arrêt F-20060921-2 du 21 septembre 2006

Chapitre 5 – Le financement

La difficulté d'une opération de LBO consiste à trouver un équilibre financier qui permette tant à la cible de continuer ses opérations sur une base saine (les remontées de cash ne doivent pas l'étouffer financièrement) qu'à l'acquéreur de faire face à ses obligations bancaires (Mondher, 2004). Les cash-flows générés par la cible doivent être notamment au moins équivalents au coût de financement de son acquisition (Boschin, 2006) permettant ainsi à l'acquéreur de satisfaire son obligation de remboursement, sans pour autant mettre la cible en difficulté.

Il n'est pas déraisonnable de considérer que la structure de financement d'une opération de LBO reflète la répartition du risque entre l'ensemble des acteurs présents. D'un côté, la banque acceptera de financer le montage en dette senior dans les limites du risque qu'elle considère comme acceptable et disposera de sûretés afin de couvrir son risque de non-remboursement, de l'autre l'acquéreur financera une partie de l'opération en fonds propres, sachant qu'en cas de défaillance, il sera le dernier à bénéficier du produit éventuel de la liquidation. Entre ces deux extrêmes, d'autres acteurs viennent s'intercaler tantôt plus proches d'un financement par endettement (mezzanine), tantôt plus proches d'un apport en fonds propre (fonds de private equity). Il est dès lors intéressant dans le cadre de ce travail de se pencher sur cette répartition.

Un autre risque pèse encore sur la tête du repreneur, à savoir le risque de ne pas trouver le financement nécessaire. Dans ce cas, l'ensemble du montage s'avèrera impossible et la transaction ne se réalisera pas, ou en tout cas pas dans ces conditions-là.

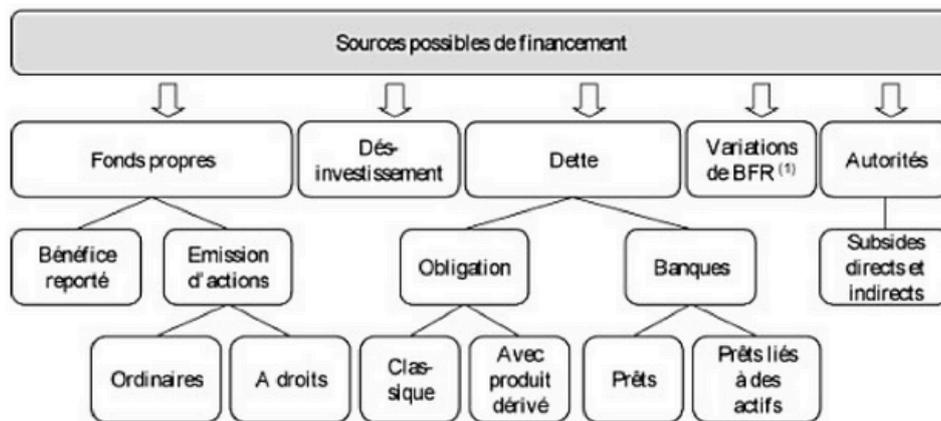
I. Les sources de financement

Il existe théoriquement plusieurs sources de financement. Classiquement, les deux sources principales sont les fonds propres et l'endettement (section 2 et 3). Une opération d'acquisition par effet de levier repose principalement sur ces deux sources. Mais à côté de ces deux sources classiques, les pouvoirs publics peuvent aussi être une source de financement grâce à l'aide aux investissements. La Société wallonne de Financement et de Garantie des PME (SOWALFIN) octroie du financement sous

diverses formes, des garanties sur certains crédits à usage professionnel et du capital à risque au travers des 9 Investis wallons. La Société régionale d'Investissement de Wallonie (SRIW) intervient, quant à elle, via le réseau des Business Angels qui met en relation des entrepreneurs à la recherche de moyens financiers et des investisseurs privés.

En outre, des techniques de gestion peuvent aider à dégager du financement déjà présent dans la société. En effet, toute société n'est pas toujours utilisée de la manière la plus efficiente, certains de ses actifs ne sont peut-être pas essentiels à son activité. Réaliser ces actifs (désinvestissement) permet à la société de dégager des moyens financiers qui peuvent alors être réinvestis autre part.

On peut aussi agir au niveau du besoin en fond de roulement (BFR), qui correspond à la liquidité nécessaire au maintien de l'activité (= différence entre les dettes à court terme et les créances à court terme). Une attention particulière au respect des délais de paiement des clients et une bonne négociation avec les fournisseurs afin d'allonger le plus possible ces délais permettent de réduire le besoin en fonds de roulement, et par conséquent d'augmenter la liquidité disponible.



⁽¹⁾ Besoin en fonds de roulement

Figure 3 : les différentes sources possibles de financement (Dossogne, 2005)

II. Les fonds propres

1. Le capital de départ

Nous l'avons préalablement relevé, une des possibilités qui s'offre à l'acquéreur potentiel est de créer une holding qui détiendra les titres de la cible. Cette holding doit

alors être valablement constituée au regard du droit belge, et notamment en ce qui concerne son capital de départ.

Le Code des sociétés belge comprend pour chaque forme de société un capital minimum⁵². Ce capital doit être intégralement et inconditionnellement souscrit⁵³.

Toutefois, la société ne disposera pas de l'intégralité du capital souscrit immédiatement. En effet, l'article 223 du Code des sociétés dispose que pour les SPRL, dès la constitution de la société, le capital doit être libéré à concurrence de 6200 euros au minimum. Pour les S.A., ce montant est porté à 61.500 euros. Autrement dit, le montant minimum à souscrire doit être immédiatement libéré à la constitution de la société.

A côté des dispositions purement légales, le montant du capital dépendra des exigences des prêteurs en matière d'implication des actionnaires ainsi que de la marge de sécurité qu'ils souhaitent avoir pour leur dette (Thomas, 2010).

Le capital de la société ne doit pas nécessairement être constitué uniquement en monnaie sonnante et trébuchante. Les actionnaires ont en effet la possibilité de constituer un apport en nature. A titre d'exemple, lorsque le vendeur reste impliqué dans l'opération en prenant des participations dans la holding, il peut apporter une partie des titres de la cible⁵⁴.

Nous l'avons dit, l'absence de garantie fait courir un risque maximal pour l'actionnaire puisqu'en cas de liquidation, il sera le dernier à être remboursé.

2. L'autofinancement/bénéfice reporté

Au fil de son activité économique, la société va dégager un bénéfice. En fin d'exercice, elle peut distribuer une partie de ce bénéfice aux actionnaires en tant que rémunération du capital investi sous la forme de dividende, mais elle peut aussi décider de le garder (ou du moins une partie) dans la société afin de financer sa croissance et ses investissements (autofinancement).

Une trace de ce bénéfice reporté se retrouvera au passif du bilan de la société, soit sous le poste bénéfice reporté soit sous le poste réserves disponibles. Toutefois, il faut être prudent face à l'analyse de tels postes. Le bénéfice reporté ne correspond qu'au

⁵² voy. l'art. 211 pour les SPRL et l'art. 439 pour les S.A.

⁵³ voy. l'art. 216 pour les SPRL et l'art. 441 S.A.

⁵⁴ Cette manière de faire présente notamment des intérêts du point de vue fiscal.

résultat d'une ou plusieurs années calculées par différence entre les produits et les charges. Or, il est utile de le rappeler, ce résultat ne correspond pas exactement au « cash » laissé dans la société. En effet, il comprend plusieurs produits non encaissés et charges non décaissées, ce qui biaise la valeur de cette « source de financement ».

A côté de la volonté de la société elle-même de garder ce bénéfice, il existe certaines dispositions légales l'obligeant à constituer des réserves.

L'acquéreur, nous l'avons dit, pourra passer par l'utilisation d'une holding endettée. Il devra par conséquent, pour sa constitution, libérer une partie en capital (financement par fonds propres). Dans le cas d'un acquéreur de type stratégique, disposant déjà d'une société, il pourra utiliser, comme source de financement pour l'acquisition, les moyens laissés dans sa société au fil des exercices.

Toutefois, même si le passage par la holding n'est pas privilégié, un financement par fonds propres peut aussi avoir lieu sous la forme suivante : la société cible va puiser dans ses fonds propres pour financer l'acquisition de ses titres par l'acquéreur⁵⁵.

3. Les fonds de Private Equity

Finalement, comme nous l'avons déjà évoqué, il est possible que l'acquéreur ne désire pas ou ne soit pas en mesure de financer suffisamment les fonds propres de la holding. Il fera alors appel à un fonds d'investissement qui prendra directement part au capital de la holding.

L'EVCA⁵⁶ définit le Private Equity comme étant le regroupement des activités qui consistent à investir des fonds dans le capital d'entreprises non cotées en bourse.

Il s'agit la plupart du temps d'acquérir une partie ou la totalité des actions d'une entreprise existante non cotée. Le financement peut se décliner sous plusieurs formes : soit le financement de démarrage (capital à risque), soit le développement (capital-développement) et pour finir la transmission/acquisition de société. En 2008, le financement d'acquisition représentait 80% des montants investis en private-equity (Nouy, 2008).

⁵⁵ voy. section sur l'assistance financière

⁵⁶ European Private Equity and Venture Capital Association

III. L'endettement

Comme nous l'avons déjà souligné, une acquisition par effet de levier reposera par définition sur l'endettement. L'endettement présente des avantages non négligeables pour l'acquéreur, il lui permet d'éviter le risque de dilution et de garder un contrôle sur la cible, il lui permet aussi de trouver un financement relativement bon marché et il lui permet finalement de diminuer sa base imposable, grâce notamment à la prise en compte dans le résultat des intérêts d'emprunt. Toutefois, l'acquisition ne peut pas reposer uniquement sur de l'endettement. Le prix de financement se répartira alors entre différents acteurs qui prendront chacun un niveau de risque différent. Monsieur Tabart précise par exemple que le ratio dette-equity sera aussi fonction de la capacité du fonds de private equity à négocier avec la banque : *« Si on prend des très gros private equity comme Bain Capital par exemple, ils ont des sociétés affiliées qui sont dans du crédit et ils peuvent donc se fournir du crédit sans trop de problèmes, ils peuvent donc même aller sur de l'equity 20/80 ou 30/70 alors que généralement on est plus tôt sur du 50/50. »*

L'endettement a un coût, le taux d'intérêt, qui dépendra en partie du risque pris. Le taux d'emprunt est déterminé en partant d'un taux de référence, auquel est appliqué une marge qui est, elle-même, la somme du coût de l'emprunt, du coût du risque et de la marge commerciale. Le seul élément pouvant dès lors peser lors de la négociation de la convention de crédit sera la marge commerciale.

Colla et al (2012) ont démontré dans leur étude que l'endettement LBO pouvait être majoritairement réduit à deux catégories, à savoir la dette senior, consentie par un établissement de crédit ou un investisseur institutionnel, et la dette junior consentie par des investisseurs à haut risque⁵⁷. Le levier financier étant le cœur même d'une opération de LBO, il nécessite la mise en place de financement échelonné avec un niveau croissant de risque. Ainsi, à la dette senior, remboursée en priorité et assortie de sûretés importantes, vient se greffer un autre type de financement subordonné au

⁵⁷ Leur étude est basée sur un échantillon de 206 entreprises sous LBO dans le monde, représentant 32% du total du volume LBO en termes de taille de deal entre 1997 et 2008.

premier, la dette junior qui se retrouvera soit sous forme de dette dite *mezzanine*, soit sous forme d'emprunt obligataire.

La dette *senior*, généralement accordée par des établissements de crédit pour une durée de 5 à 7 ans, sera le plus souvent assortie d'une sûreté sur les titres de la société cible⁵⁸. Toutefois, cette dette s'avérera dans la majorité des cas insuffisante pour assurer l'ensemble du montage LBO. Les banques acceptent en effet en général de financer le montage à hauteur de 50% afin de limiter leurs risques, tandis que les investisseurs cherchent à maximiser leur effet de levier et donc à minimiser leur apport en fonds propres.

Dans les cas où le financement en dette senior ne permet pas de couvrir l'ensemble des coûts d'acquisition, une dette dite *mezzanine* viendra s'ajouter au montage, généralement remboursable in fine et subordonnée à la première. Ces deux types de dettes diffèrent également sur le plan de leur maturité : alors que la dette senior est remboursée à un horizon de 5 à 7 ans, la dette *mezzanine* voit son échéance de remboursement repoussée à 8 ou 10 ans. Le risque de non-remboursement étant, par conséquent, plus élevé, le coût de financement le sera lui aussi.

Le financement par endettement peut encore être constitué par le biais d'obligations. Les obligations peuvent être définies comme des emprunts accordés par un tiers (obligataire) moyennant le paiement régulier d'un coupon sur le principal (Dossogne, 2014). Ainsi, les articles 583 et suivants du Code des sociétés permettent aux Sociétés Anonymes de contracter des emprunts par voie d'émission d'obligations⁵⁹. L'attrait principal de cette forme de financement réside dans la possibilité de convertir ces obligations en titres représentatifs du capital. Toutefois, une telle manière de procéder présente un risque de dilution pour l'actionnaire principal, qui se verrait ainsi perdre le contrôle de la cible à la suite de cette conversion, alors même que son objectif principal lors de cette opération était de prendre le contrôle de la cible.

⁵⁸ Voy. Partie III., Chapitre 5. - Mécanisme de protection de l'établissement bancaire

⁵⁹ Pour les SPRL voy. art. 243 et s. C. soc.

IV. Les modalités alternatives de remboursement et de financement

1. Financement par une société de l'acquisition de ses titres par un tiers

A quelques exceptions près⁶⁰, il était, jusqu'au 31 décembre 2008, impossible pour une société (SPRL, SCA ou SA) d'octroyer des avances de fonds, prêts ou sûretés à un tiers (repreneur/acquéreur) afin que celui-ci acquière les titres de la société en question⁶¹. Cette disposition était même sanctionnée pénalement.

Comme le rappelle la Cour de Cassation dans un arrêt du 30 janvier 2015⁶², cette disposition avait pour but de « *protéger le capital de la société et de garantir les créanciers de la société contre les risques d'insolvabilité qui pouvaient résulter de l'avance de fonds et de l'octroi de prêts ou de sûretés.* ». L'intérêt de l'article 629 ancien était donc triple, d'une part que ces fonds soient effectivement apportés à la société, d'autre part qu'une fois apportés à la société, ils ne soient pas dilués par des manœuvres des actionnaires et finalement que ce capital serve au désintéressement des créanciers en cas d'insolvabilité (Henrickx, 2005). Cet arrêt précisait en outre, en rejoignant la doctrine, le caractère restrictif de cet article : l'interdiction ne se limitait qu'aux cas limitativement énumérés dans l'article, à savoir l'avance de fonds, l'octroi de prêts ou de sûretés⁶³. Ne tombaient dès lors pas sous l'interdiction de l'article 629 du Code des sociétés : la mise en gage de ces actions, l'octroi d'une sûreté en vue de financer la distribution de dividende, une réduction de capital ou un rachat d'action propre (Henrickx 2005), la verticalisation d'un groupe de sociétés préalablement à la cession, la prise en charge par la société des frais liés au processus d'acquisition, la clause de cross defaults dans le financement.

⁶⁰ Le § 1er ne s'applique pas: aux opérations courantes conclues aux conditions et sous les garanties normalement exigées pour des opérations de la même espèce, par des entreprises régies par la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit; aux avances, prêts et sûretés consentis à des membres du personnel de la société pour l'acquisition d'actions de cette société, ou de certificats se rapportant aux actions de cette dernière; aux avances, prêts et sûretés consentis à des sociétés liées dont la moitié au moins des droits de vote détenue par les membres du personnel de la société, pour l'acquisition par ces sociétés liées, d'actions ou de certificats se rapportant aux actions de cette société, auxquels est attachée la moitié au moins des droits de vote.

Toutefois, ces opérations ne peuvent avoir lieu que dans la mesure où les sommes affectées aux opérations énoncées au § 1er, sont susceptibles d'être distribuées conformément à l'article 617

⁶¹ Version 1999 article 629, §1er: "Une société anonyme ne peut avancer des fonds, ni accorder des prêts, ni donner des sûretés en vue de l'acquisition de ses actions ou de ses parts bénéficiaires par un tiers, ni en vue de l'acquisition ou de la souscription par un tiers de certificats se rapportant aux actions ou aux parts bénéficiaires."

⁶² Cour de cassation, (1ère chambre) – 30 janvier 2015, N°727, R.G. n° C. 14. 0059.N, Telus Properties Sa c/ Gustafsviks Verkstäder aktiebolag

⁶³ Willermain Didier. (2015). Revue pratique de société, 2015/1-2, P. 140-148.

Par l'arrêté royal du 8 octobre 2008⁶⁴, la Belgique s'est conformée à la directive européenne 2008/68/CE en modifiant les articles correspondants (art. 329, §1^{er}, 430, §1^{er} et 629, §1^{er} du Code des sociétés respectivement pour les SPRL, SCA et SA) et en autorisant dorénavant le principe de l'assistance financière.

Cette autorisation n'est toutefois donnée que moyennant le respect de conditions strictes :

A la lecture de cet article, on remarque que

- 1) Les opérations doivent avoir lieu à des *justes conditions de marché* (intérêts et sûretés). Le législateur veut de la sorte éviter des abus où les taux d'intérêt ne correspondraient pas aux risques réellement encourus. C'est au conseil d'administration (SA) ou à l'organe de gestion (SPRL, SCA) qu'il appartient de vérifier le respect de cette condition, le cas échéant sa responsabilité pourra être engagée. Qui plus est, la situation financière du ou des tiers devra être soigneusement évaluée. Richelle et Janssens (2009) préconisent pour déterminer les justes conditions de marché de s'appuyer sur les règles fiscales en matière de prêts qui n'entraînent pas la taxation d'avantages « anormaux ou bénévoles »⁶⁵. En ce qui concerne les sûretés, la disposition devrait être entendue comme les conditions auxquelles d'autres sociétés, dans les mêmes circonstances, voudraient accorder des sûretés à des créanciers dans des circonstances similaires. En résumé, les transactions doivent remplir les conditions que des tiers indépendants conviendraient dans un cas comparable.
- 2) *L'assemblée générale* doit se prononcer sur l'opération par un *vote* aux conditions de majorité et de quorum correspondant à une modification des statuts à savoir la présence de la moitié au moins du capital social (quorum) et la proposition doit recueillir au moins les trois-quarts des voix (majorité). Si la condition de quorum n'est pas atteinte, une nouvelle assemblée générale délibèrera sur la proposition après convocation sans que, cette fois, la condition de quorum ne soit nécessaire. A titre de comparaison, ces conditions de quorum et de majorité sont moins sévères que celles prévues pour le rachat

⁶⁴ M.B. 30 octobre 2008

⁶⁵ Notre traduction

d'actions propres⁶⁶, et l'autorisation est valable indéfiniment (>< 18 mois pour rachat d'actions propres). L'autorisation porte sur toute opération rentrant dans les limites autorisées par la loi et par l'assemblée générale (Hamende 2009). Notons encore que la proposition doit avoir été clairement indiquée à l'ordre du jour.

- 3) L'établissement d'un *rapport spécial par l'organe de gestion/conseil d'administration*. Ce rapport doit contenir les motifs de l'opération, l'intérêt qu'elle présente pour la société, les risques qu'elle comporte pour la liquidité et la solvabilité de l'entreprise, etc. Ce rapport doit être publié suivant les règles de l'article 74 du Code des sociétés, ce qui pourrait être problématique au regard de la confidentialité de l'opération. De plus, l'analyse de la solvabilité de la cible peut s'avérer ardue dans le cas de la création d'une holding pour l'acquisition. La faisabilité de l'opération de rachat reposera alors en grande partie sur les perspectives financières et fiscales de la cible elle-même.
- 4) Les sommes doivent être *distribuables* au sens de l'article 429 du Code des sociétés. Elles sont considérées comme non distribuables si, à la date de clôture du dernier exercice, l'actif net est ou deviendrait inférieur au montant du capital + réserves indisponibles (capital libéré).
- 5) Lors d'une augmentation postérieure de capital, le ou les tiers devront payer le juste prix.
- 6) La société inscrit au passif de son bilan une *réserve indisponible* correspondant au montant de l'aide financière (montant du prêt au tiers acquéreur).

Lorsque la société octroie un prêt à un tiers pour que ce dernier acquière ses titres, l'actif net de la société n'est pas réellement diminué, à l'opposé d'un rachat d'actions propres : le poste de liquidité va se transformer en un poste de créance (Henrickx, 2005). Toutefois, la valeur de la créance est étroitement liée à la valeur des titres. Si pour une raison quelconque, les fonds propres de la société cible venaient à diminuer, cela affecterait la holding ce qui, en cascade, affecterait la cible (diminution de la valeur de son actif). Les fonds prêtés servent à payer l'actionnaire sortant de la

⁶⁶ voy. art. 620 C.Soc.

société. Si par la suite l'acquéreur est dans l'impossibilité de rembourser le prêt, ces fonds seront définitivement perdus pour la société, ce qui peut être assimilé à une réduction de capital. Par ailleurs le même raisonnement peut être fait pour la sûreté. Richelle et Janssens (2009) partent du constat que si l'acquéreur est une société holding spécialement constituée pour l'occasion, la faisabilité de l'opération repose majoritairement sur les perspectives d'avenir de la cible, créancière par la même occasion. En cas de défaillance de la holding (débitrice), la société cible ne pourra espérer récupérer sa créance que sur les avoirs de la holding. Or, celle-ci, par définition, a comme seul actif, hormis le capital initial, les titres du créancier, qui seront la plupart du temps donnés en gage aux banques.

Selon Van Ommeslaghe (1985), l'opération reviendrait in fine à permettre à l'actionnaire vendeur de céder ses actions, grâce à des fonds avancés par la société, ce qu'il assimile à une opération d'achat d'actions propres.

2. *Debt push down*

Les conditions d'application de l'assistance financière sont, nous venons de le voir, tellement strictes que généralement les parties tenteront de trouver une autre solution. En effet, rappelons que c'est le conseil d'administration originaire de la cible qui doit donner son aval sur l'opération, et que, qui plus est, sa responsabilité pourra être mise en cause pendant 3 années. De plus, la transparence de l'opération par sa publication au Moniteur belge (montants, bénéficiaires, etc.) sera encore un frein à la mise en place de ce mécanisme. Prenons l'exemple d'un acquéreur de type financier qui souhaite investir dans une société, la réorganiser en profondeur afin que celle-ci prenne de la valeur pour in fine la revendre. Son poids dans la négociation avec le potentiel futur acquéreur sera réduit par la publication du prix d'acquisition initial. Ainsi comme le souligne Willermain (2010) « *il sera parfois plus simple et moins risqué pour la société cible de distribuer un dividende (ou de réaliser une réduction de capital ou un rachat d'actions propres) en faveur de l'acquéreur plutôt que de lui accorder un prêt ou une sûreté en devant respecter des contraintes strictes de l'article 629* ».

De plus, les établissements de crédit sont toujours à la recherche de garantie pour leur prêt. Ils préféreront que la dette soit dans la cible elle-même ou que les actifs de celle-

ci puissent servir de sûreté, plus tôt que de les voir dans la holding où la seule sûreté possible est constituée par le nantissement des titres de la société cible qui n'offre en fait au prêteur que peu de garanties de remboursement. Si la nouvelle société ne parvient pas à respecter ses obligations, cela signifie qu'elle reçoit trop peu de dividendes de sa filiale, ce qui implique que cette filiale connaît vraisemblablement elle-même des problèmes. Au moment où le bailleur de fonds va réaliser le nantissement sur les actions, il est peu probable que la valeur des actions va pouvoir assurer le remboursement de la dette. C'est pourquoi, outre ce nantissement sur les actions, le bailleur va essayer d'obtenir des sûretés sur les actifs de la société cible même.

Ainsi différents mécanismes sont apparus afin de « *je ne vais pas dire détourner la législation mais pour donner une certaine cohérence dans l'opération* »⁶⁷ : versement de (super)dividendes, réduction (réelle) de capital, remboursement de capital, rachat de ses propres actions, transfert entre acheteur et vendeur d'une dette préexistante dans le chef du vendeur à l'égard de la société, paiement d'indemnités pour services fournis (management fees), etc. L'ensemble de ces mécanismes permettant de descendre la dette d'acquisition au niveau de la cible est plus connu sous le nom de debt-push down.

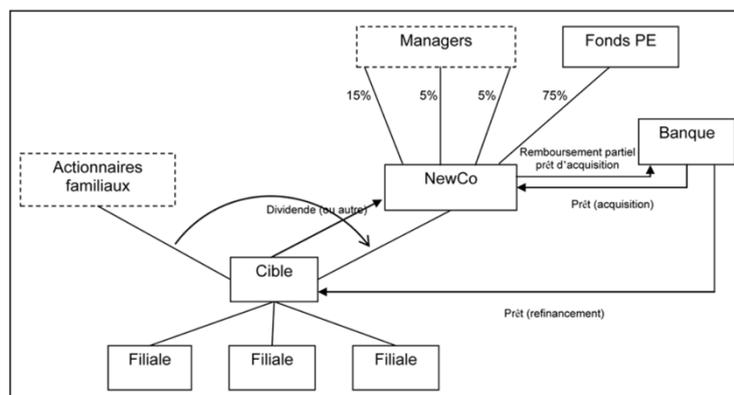


Figure 4 : exemple de debt-push down dans un MBO (Mahieu, 2007)

Dans le cas le plus commun, la société holding contractera en son nom un emprunt bancaire - de type prêt relais - constitué d'une partie court terme et d'une partie long terme, emprunt qu'elle fera alors descendre dans la cible via le paiement d'un

⁶⁷ Propos recueillis auprès de M. Wanson, voy. annexe 13.

dividende exceptionnel. La cible quant à elle, soit disposera des fonds suffisants, soit, au contraire, devra contracter un prêt (dans la plupart des cas auprès de la même institution bancaire que l'acquéreur), qui servira au versement de ce dividende exceptionnel.

Dans la majorité des cas, l'approbation des comptes annuels et le versement des dividendes sont votés lors de l'assemblée générale annuelle, mais à côté de ce dividende annuel, le législateur laisse la possibilité de verser des dividendes via deux alternatives, à savoir le dividende intermédiaire et l'acompte sur dividende. La discussion sur l'admissibilité du versement d'un dividende intermédiaire, qui a fait rage pendant des années dans la doctrine, a été tranchée par l'arrêt de la Cour de cassation du 23 janvier 2003. Dans cet arrêt, la Cour déclare que l'assemblée générale peut « *à tout moment au cours de l'exercice social, distribuer les réserves disponibles* ». L'acompte sur dividende est quant à lui strictement et clairement réglementé dans la législation⁶⁸.

Le debt push down via réduction de capital diffère peu de la technique exposée ci-dessus. Au lieu de financer un versement de dividendes par l'endettement, c'est la réduction de capital qui va permettre le remboursement, en tout ou en partie, de la dette d'acquisition par le repreneur. La réduction peut intervenir tant en nominal des actions qu'en diminution du nombre de titres, voire en un rachat d'actions propres de la cible auprès de la holding⁶⁹. La réduction de capital est strictement régie par les art. 612 à 614 du Code des sociétés dans une optique de protection du capital de la société.

Selon l'article 612, seule une assemblée générale extraordinaire peut décider d'une réduction de capital, car elle constitue en effet une modification des statuts et par conséquent, les règles strictes en la matière s'appliquent.

Le conseil d'administration doit faire preuve de prudence car s'il propose de réduire le capital de la société, sachant que la société sera alors dans l'impossibilité de remplir ses engagements, cela constituera en principe un acte contraire à l'intérêt de la société et les administrateurs peuvent être tenus responsables (cf. infra).

⁶⁸ Voy. art. 628 C. soc

⁶⁹ Sous le respect alors des conditions propres au rachat d'actions propres (article 620 C. Soc. pour les S.A.)

L'article 613 précise que si la réduction de capital s'accompagne d'un remboursement aux actionnaires – ce qui sera le cas avec un debt push down – ou d'une dispense de versement du solde des apports, les créanciers dont la créance est née antérieurement à la publication, ont, dans les deux mois de la publication aux Annexes du Moniteur belge de la décision de réduction du capital, nonobstant toute disposition contraire, le droit d'exiger une sûreté pour les créances non encore échues au moment de cette publication. Pendant cette période de 2 mois, aucun versement aux actionnaires ne pourra être réalisé. Ce délai de 2 mois constitue un problème en cas de LBO. Car cela signifie que pendant 2 mois, la nouvelle société ne pourra pas rembourser une partie de son financement et qu'elle devra dès lors supporter une charge d'intérêt plus importante.

Notons enfin pour être tout à fait complet que l'article 30 de la directive AIFMD interdit aux fonds d'investissement, en ce compris donc les fonds de Private equity, dans les deux ans qui suivent l'acquisition d'une société non cotée, de faciliter, soutenir ou ordonner la distribution⁷⁰, la réduction de capital, le rachat d'actions et/ou l'acquisition de ses propres actions et ce, que le fonds de private equity agisse seul ou conjointement⁷¹. Cette directive limite donc les possibilités d'application du debt push down pour les private equity.

Il convient en tout cas de vérifier la conformité de l'opération à l'intérêt de la société ainsi qu'à son objet social. Le législateur n'a pas donné de définition claire du concept d'intérêt de la société. Il a laissé à la jurisprudence et à la doctrine le soin de l'interpréter. On a dès lors deux conceptions de cet intérêt de la société ; une conception au sens strict, prenant en compte l'intérêt collectif des actionnaires présents et futurs, et une conception au sens large prenant non seulement en compte les intérêts des actionnaires mais aussi ceux des autres stakeholders (travailleurs, créanciers, pouvoirs publics, clients) (Hermant et Sondervorst, 2010). Un compromis reprenant les deux concepts tend à se dégager sous cette forme : « L'intérêt de la société impliquerait son existence, sa continuité, son développement, sa capacité à

⁷⁰ L'expression «distribution» inclut notamment le paiement de dividendes et d'intérêts relatifs aux actions

⁷¹ Art. 30, directive AIFMD, voy. annexe 12.

dégager des bénéfices, le tout dans l'intérêt des actionnaires actuels et futurs »⁷². En cas de non-respect de l'intérêt de la société, la direction de la société peut être tenue responsable⁷³ et la décision en question être déclarée nulle. Or dans le cas précis d'un LBO, les intérêts de la société cible, devenue filiale, et ceux de l'acquéreur peuvent être divergents, voire opposés. Il est dès lors crucial, lors d'une opération de descente de la dette ou d'assistance financière, de s'assurer du respect des éléments précédemment cités. A titre d'exemple, si la société cible s'endette pour distribuer un dividende exceptionnel à l'acquéreur, il faut s'assurer que cet endettement n'affectera pas sa continuité.

Une obligation de contrôle du respect de l'intérêt social pèse aussi sur la banque pouvant le cas échéant actionner la responsabilité de cette dernière. Ainsi, la Cour d'appel de Bruxelles, dans un arrêt du 15 janvier 2010, a-t-elle considéré que « *la banque qui acceptait les avoirs d'une société filiale comme sûreté, en sachant ou en devant se douter que ceux-ci constituent la seule possibilité de remboursement du crédit ouvert à la société mère pour acquérir les titres de sa filiale, commet une faute qui aboutit à spolier cette filiale en affectant une partie substantielle de ses avoirs au seul profit de la société mère* »⁷⁴.

Les actes juridiques posés ne peuvent pas non plus être contraires à l'objet social de la société, qui délimite son champ d'action et hors duquel elle ne peut normalement pas agir. Il apparaît en général que cet objet social est établi d'une manière très large, laissant ainsi une marge de manœuvre plus élevée à la société.

3. *Debt push down et assistance financière*

La question se pose de savoir si les articles 329 et 629 du code des sociétés doivent être interprétés strictement, et le cas échéant ne concerner que les avances, prêts et sûretés ou si au contraire une opération de descente de la dette pourrait être requalifiée et se voir ainsi appliquer le régime strict de l'assistance financière.

⁷² J.-M. Nelissen Grade, "De la validité et de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales", note sous Cass., 13 avril 1989, R.C.J/B/, 1991, p. 234.

⁷³ Sur base notamment des articles 527, 528, 530, 562 du Code des soc., les articles 1382 et 1383 du Code civil et l'article 492bis du Code pénal

⁷⁴ Cour d'appel Bruxelles 9^{ème} chambre, 15/01/2010, *D.B.F.-B.F.R.*, 2010/3, p. 185-191.

Lorsque l'interdiction de l'assistance financière était encore de mise, soit avant le 1^{er} janvier 2009, la jurisprudence semblait considérer qu'un tel mécanisme ne se voyait pas appliquer les dispositions en question⁷⁵.

A titre d'exemple, dans un arrêt du 16 avril 2012, la Cour d'Appel de Mons considère qu'une opération de debt push down ne viole d'une part pas l'article 329⁷⁶ du Code des sociétés, et d'autre part qu'elle n'est pas nécessairement contraire à l'intérêt de la société cible. Dumont (2013) ajoute que la décision de la Cour n'eût pas été différente si elle s'était basée non plus sur le dividende versé, mais sur la sûreté prise par les deux administrateurs en garantie de l'emprunt contracté.

Pourant, la Cour d'appel de Gand, par son arrêt fort critiqué du 11 avril 2005, semblait prendre le contrepied de la doctrine et de la jurisprudence majoritaire, en estimant précisément que l'endettement de la société cible à court terme, dans le seul et unique but de verser un dividende extraordinaire à l'acquéreur, constituait bel et bien une violation de l'article 629 du Code des sociétés.

C'est finalement la Cour de cassation, dans son arrêt du 30 janvier 2015, qui mettra fin à toute controverse en confirmant que les transferts de fonds à titre de propriété⁷⁷ n'entrent pas dans le champ d'application de l'article 629 du Code des sociétés. L'élément distinctif sur lequel la Cour de cassation se base est le transfert de fonds à titre de propriétaire : *« l'avance de fonds et l'octroi de prêts et de sûretés visent des actes impliquant la restitution de l'avance, du prêt ou des sûretés »*.

Selon Willermain (2016), ceci signifie que ni le versement de dividendes, ni l'achat des actions propres ni la réduction ni le remboursement du capital social ne tombent sous le coup de l'article 629. Ces actes n'ont en effet pas pour effet de mettre des moyens temporairement à disposition mais bien de les céder en pleine propriété aux actionnaires, qui peuvent ensuite les utiliser pour rembourser une partie de la dette contractée. En ce qui concerne les sûretés, il est clair, vu l'utilisation du terme « sûretés » dans la loi que tant les sûretés réelles classiques (nantissement sur les actions ou sur les dividendes futurs, hypothèque, mandat hypothécaire) que les sûretés

⁷⁵ Mons, 16 avril 2012, R.D.C.-T.B.H., 2013/7, p 650-655; Comm. Tongres, 5 décembre 2001, R.W. 2002-2003, p. 1394

⁷⁶ Anciennement l'article 128ter des lois coordonnées sur les sociétés commerciales.

⁷⁷ Pottier, E. (2015). Un transfert définitif de fonds par une société ne constitue pas une forme d'assistance financière. R.D.C.-T.B.H., 2015/5, p. 428-429.

personnelles (caution) relèvent de l'application de l'article 629. Les engagements négatifs (engagements à ne pas faire quelque chose, les fameux « covenants » et « negative pledges ») dans le chef de la société reprise sont en revanche autorisés puisque ces engagements ont précisément pour objectif de garder en état le patrimoine de la société et donc sont en adéquation avec l'objectif de la Deuxième directive qui est à la base de l'article 629. Dans les conventions de crédit dans le cadre d'un MBO, on trouve dès lors typiquement des engagements négatifs, comme l'engagement de ne pas vendre ou de ne pas céder des actifs de la société, de ne pas nantir d'actifs, etc.

4. Asset stripping

Finalement, il est tout à fait possible que la cible cède un actif dont elle n'a plus totalement l'utilité afin de dégager une trésorerie immédiate qu'elle peut alors remonter vers le véhicule d'acquisition.

V. Le vendeur comme source de financement

Un dernier moyen de financement peut reposer sur le vendeur. Dans ce cas, l'acheteur ne paiera qu'une partie du prix à la livraison des actions, le reste sera soit versé en fonction des résultats obtenus (earn-out) soit totalement différé.

1. Paiement différé

Le paiement différé, comme l'indique son nom, est une modalité de paiement, la plupart du temps régi par la convention de cession, par laquelle le vendeur accepte qu'une partie ou la totalité du prix d'acquisition soit différé dans le temps. Bien que le reliquat ou le paiement lui-même intervienne généralement dans un laps de temps court suivant le closing, on peut tout de même considérer un tel moyen de paiement comme étant une source de financement.

En effet, les clauses de paiement différé ne présentent dans la majorité des cas aucune « rémunération », et permettent ainsi à l'acquéreur d'être juridiquement propriétaire de la cible, sans pour autant avoir dû déboursier la totalité du prix d'acquisition.

Juridiquement, le prix de cession est bel et bien dû puisque la vente est parfaite, le vendeur supporte dès lors le risque de non-paiement, risque qui pourra être couvert par une caution bancaire (Thoumieux, 1996). Le vendeur peut aussi insérer une clause

de réserve de propriété. En effet, la vente opère le transfert de propriété sauf clause contractuelle contraire, et ce indépendamment du paiement complet ou non du prix.

2. *Vendor loan*

Le crédit vendeur, ou vendor loan, se définit comme la transformation d'une partie du prix d'acquisition en prêt accordé par le vendeur.

Une telle manière de procéder présente un avantage non négligeable pour l'acquéreur, en ce sens qu'elle implique davantage le vendeur dans la phase post acquisition. En effet, le vendeur devient créancier de l'acquéreur et en cas d'échec de l'opération, il supportera la faillite comme les autres (Thoumieux, 1996). Il est dès lors plus enclin à faire en sorte que l'ensemble de l'opération d'acquisition se déroule dans les meilleures conditions possibles, ce qui diminuera alors l'ensemble des risques de transmission. Qui plus est, les conventions de crédit vendeur contiennent la plupart du temps une clause de compensation entre l'indemnité due à l'acquéreur suite à l'activation de la garantie de passif et la créance de prix du vendeur, ce qui permet ainsi à l'acquéreur de se prémunir du risque d'insolvabilité de son vendeur.

Du côté vendeur, le vendor loan présente un risque plus élevé d'insolvabilité que le paiement différé, en ce sens que l'horizon de paiement est plus éloigné. En général, un crédit vendeur ne présente, sauf clause contraire, pas de garantie et sûretés particulières et il aura même rang que des créances similaires. Toutefois, les banques soucieuses du respect de leurs intérêts, et cherchant à se couvrir au maximum contre le risque de non-remboursement, exigeront dans la majorité des cas que l'ensemble des crédits leur soit totalement ou partiellement subordonné.

3. *La clause de earn-out*

Smeets (2016), qui s'est penché sur les différentes définitions doctrinales française et belge de la clause d'*Earn-out*⁷⁸, propose de définir celle-ci comme étant « *la convention, ou la disposition contractuelle, par laquelle un cessionnaire s'engage, dans le cadre d'une opération de cession, à payer au cédant un complément de prix déterminé ou déterminable, à la condition que l'entité cédée réalise, au cours d'une période postérieure à la date de réalisation de l'opération, certains résultats financiers convenus* ».

⁷⁸ Aussi appelée clause d'intéressement ou clause de complément de prix

Cette clause présente donc deux facettes positives pour l'acquéreur : d'une part sur le plan financier puisqu'il disposera d'une source de financement, d'autre part en termes de garantie, puisque de la sorte il s'assure que le prix qu'il paiera in fine correspondra à la rentabilité future de la cible.

La législation belge ne comporte aucune réglementation particulière sur les clauses d'earn-out.

La mise en œuvre d'une telle clause suppose logiquement que le dirigeant originaire de la société (le cédant) reste encore temporairement présent dans l'entreprise pour s'assurer de la réalisation des objectifs. En pratique, le paiement du prix variable se fera au prorata de l'objectif financier ou par le franchissement de seuil.

La rédaction d'une telle clause dans une convention de cession présente des intérêts non négligeables. En pratique, le cédant aura tendance à avoir confiance dans son entreprise et ses résultats futurs, le cessionnaire étant quant à lui plus réservé. Ces deux sentiments divergents peuvent mener à un blocage des négociations sur le prix de cession : le cédant cherchant à obtenir un prix élevé, en attente avec les résultats qu'il projette pour sa société, tandis que le cessionnaire tente de minimiser ce prix de cession, vu sa connaissance limitée de la société. En différant une partie du paiement du prix, sur base de l'obtention de résultats futurs, on transforme des « craintes » en réalité concrète. Une telle clause garantit à l'acheteur que le prix qu'il déboursa au bout du compte correspondra bien aux objectifs attendus.

La clause peut encore se voir comme un moyen de financement pour l'acquéreur. Celui-ci pourra payer progressivement l'earn-out sur la base des dividendes produits par la cible.

Toutefois, elle présente aussi certains risques d'abus. Nous l'avons dit, les intérêts du vendeur et de l'acquéreur sont antagonistes : l'un cherchera à maximiser son prix de vente tandis que l'autre tentera de minimiser son prix d'achat. Si le complément de prix se règle en fonction de l'obtention de certains résultats, l'acheteur pourrait être tenté d'influencer le résultat financier d'une manière défavorable à la société. La prise en compte du résultat net de la société comme objectif de performance, par exemple, pourrait faire en sorte que l'acheteur, ayant pris les commandes de la société, influence celui-ci négativement (par la constitution de charges non décaissées exceptionnelles : amortissements exceptionnels, etc.) ou transfère simplement une

partie de l'activité à une autre branche de son groupe (Dossogne). Il conviendra dès lors de définir avec soin les objectifs de performance.

Partie III. - Responsabilités et mécanismes de protection des parties en présence

Après avoir déterminé les différentes phases nécessaires au bon déroulement de l'opération de LBO et dressé l'inventaire des risques auxquels sont exposés le cédant, l'acquéreur, et la banque, ce chapitre abordera différentes dispositions juridiques et conventionnelles applicables ou utiles afin de déterminer les responsabilités et les protections mises en place tant lors de la période précontractuelle que lors de la période contractuelle.

Chapitre 1^{er} – La période précontractuelle

I. La lettre d'intention

Préalablement à l'opération de Due Diligence, il est conseillé de rédiger une lettre d'intention, document ayant pour objectif de mettre par écrit les termes auxquels l'acquéreur est prêt à s'engager ainsi qu'un certain nombre de points importants pour la suite des négociations. Il ne faut pas confondre la lettre d'intention avec le protocole d'accord qui a lui pour vocation de constater par écrit l'accord des parties sur la cession et qui interviendra dans la suite des négociations. Dans la lettre d'intention, l'acquéreur devra généralement consentir à fixer une date limite pour la remise d'une offre ferme et définitive.

Elle interviendra généralement préalablement à l'opération de due diligence et présentera une sécurité pour le vendeur en l'assurant que la personne avec qui il est en négociation a une certaine volonté de s'engager. Quant à l'acquéreur, elle présentera pour lui aussi une certaine sécurité, puisqu'elle lui permet de déjà émettre des termes sur lesquels il serait prêt à s'engager, sans pour autant que cela soit vraiment le cas.

Cet acte juridique présente deux types de risques, à savoir le risque que la lettre d'intention soit considérée comme réellement liante et le risque de rupture abusive des négociations.

Aux termes de l'article 1583 du Code civil, la vente est parfaite entre les parties, dès lors qu'il y a accord sur la chose et sur le prix. Bien que le but d'une lettre d'intention

ne soit pas de lui attribuer un caractère contraignant, l'acquéreur doit agir avec prudence. En effet, les termes utilisés dans cette lettre doivent être choisis avec soin et sans équivoque, en se reposant sur une assistance juridique compétente. Si certaine clause, voire la lettre d'intention dans son ensemble, s'avère liante, le non-respect de celle-ci donnera lieu à des dommages et intérêts pour inexécution fautive. Non seulement, la rédaction d'un tel document devra se faire avec soin, mais l'acquéreur devra aussi veiller à ne pas agir d'une manière équivoque pendant les échanges qu'il a avec le cédant. S'il ressort en effet de ses échanges une volonté d'acquérir la cible, volonté qui ne se concrétise pas par la suite, le juge pourrait y voir promesse d'achat, sur base de laquelle le vendeur pourrait réclamer des dommages et intérêts. Il ne suffit pas d'insérer une clause « subject to contract » dans une lettre d'intention pour éviter son caractère contraignant. En Belgique, le juge ne s'arrête pas à la définition pure et simple des clauses ou de la convention dans son ensemble, mais cherchera au contraire à connaître la volonté réelle des parties⁷⁹. Ainsi, la Cour d'appel de Mons, dans un arrêt du 14 octobre 2008, a considéré que si les parties sont arrivées à un accord concernant les éléments essentiels du contrat de vente, à savoir l'objet et le prix, elles pourraient se voir définitivement liées par la lettre d'intention⁸⁰.

Enfin, bien que « *la rupture des négociations constitue en principe un droit dont l'exercice ne présente en soi aucun caractère fautif et ne saurait dès lors appeler de sanction judiciaire* »⁸¹, « *les circonstances qui accompagnent la rupture des négociations peuvent lui conférer un caractère fautif* »⁸². Les parties sont dès lors tenues d'une obligation de prudence dans l'initiative, le déroulement et la rupture des négociations. Ainsi, « *un négociateur peut voir sa responsabilité engagée lorsqu'il rompt brutalement et sans motif valable des négociations poursuivies par lui jusqu'à leur terme final en laissant croire, par déloyauté ou par imprudence, que le contrat serait conclu ou en laissant l'autre partie exposer inutilement des frais importants.* »⁸³

⁷⁹ Comm. Verviers, 17 décembre 1973, Jur. Liège, 1974-1975, p. 45

⁸⁰ Mons, 14 octobre 2008, J.T., 2008, p.758

⁸¹ Cour d'appel Bruxelles 18^e ch., 06/02/2007, D.B.F.-B.F.R., 2008/3, p. 176-179.

⁸² Brux. (1^{re} ch.), 11 janvier 2011, R.G.D.C., 2012/10, p. 513-516.

⁸³ Cour d'appel Liège (20^e chambre), 26/06/2008, J.L.M.B., 2011/10, p. 442-446.

Dans un arrêt du 14 juin 1984, la Cour d'appel de Bruxelles a considéré qu'une lettre d'intention ne constituait qu'un engagement moral qui n'exclut pas que les parties puissent conclure avec d'autres personnes à des conditions plus avantageuses⁸⁴.

Ainsi, pour essayer de se protéger du risque de rupture des négociations, les parties pourront conclure un accord de négociation exclusive, les obligeant à négocier exclusivement l'une avec l'autre pendant un certain délai (Brulard et Ruelle, 2015).

II. L'accord de confidentialité

L'acquéreur va, dans le cadre de l'opération de due diligence, disposer de nombreuses informations sur la société cible, informations qui peuvent être sensibles et qu'il est préférable de ne pas révéler. Cette opération, que le vendeur ne devra accepter qu'à un stade plus matérialisé des négociations (Dossogne 2005) car elle est coûteuse en temps et en argent, présente aussi un risque élevé de divulgation d'informations importantes sur la société. Il est donc bon de penser à rédiger un accord de confidentialité. N'oublions en effet pas que le cédant court le risque qu'un concurrent potentiel se présente comme candidat acquéreur dans la seule optique d'obtenir par ce biais des données confidentielles. Il convient donc pour le cédant de se prémunir contre ce risque en faisant signer une déclaration aux potentiels acheteurs.

Brulard et Ruelle (2015) décrivent l'accord de confidentialité comme « *un contrat unilatéral ou bilatéral souscrit par l'acheteur qui donne au vendeur une certaine garantie sur le fait qu'aucun élément confidentiel, relatif à la société cible, ne sera révélé à des tiers.* »

Un tel contrat reprend le plus souvent une énumération des informations considérées comme confidentielles, l'étendue de l'utilisation de ces informations, la durée pendant laquelle les informations doivent rester confidentielles ainsi qu'une obligation de restitution ou de destruction des informations dans le cas où la transaction n'aboutit pas.

⁸⁴ Voy. aussi Mons, 14 octobre 2008, J.T., 2008, p.758

Chapitre 2 – La période contractuelle

Section 1^{ère} - Mécanismes de protection de l'acquéreur

En Belgique, les dispositions particulières correspondant aux cessions d'actions ou cessions d'actifs sont rares⁸⁵. La convention de cession reposera donc largement sur le droit commun des obligations⁸⁶ et sur les dispositions particulières prévues par ladite convention.

I. Les protections de droit commun

Il peut arriver qu'aucune clause contractuelle n'ait été prévue ou que celle-ci ne soit pas suffisante pour protéger l'acquéreur. Ce dernier peut alors se tourner vers le droit commun des obligations, postérieurement à l'acquisition, pour faire valoir ses griefs. En outre, la Cour d'appel de Bruxelles, dans son arrêt du 17 mai 2001⁸⁷, fait le postulat que le cessionnaire peut poursuivre l'annulation de la convention sur la base des vices de consentement, et ce quand bien même une clause de la convention l'indemniserait en cas de fausse déclaration, inexactitude ou réticence dans les comptes et déclarations du cédant.

Rappelons que selon l'article 1108 du Code civil, toute convention, pour être valable, doit satisfaire à cinq conditions, à savoir le consentement, la capacité, l'objet, la cause et le respect à l'ordre public et aux bonnes mœurs.

Le consentement représente l'accord entre les parties, avec la volonté pour chacune d'elles de s'engager dans le domaine du droit. Pour que la convention soit valable, le consentement doit non seulement exister, mais il doit être valablement donné, c'est-à-dire exempt de vice. Le Code civil reconnaît trois types de vices de consentement à savoir : l'erreur, le dol et la violence (article 1109 C. civ.).

Conformément au droit commun, le transfert de propriété intervient par le simple échange de consentement. Toutefois, la cession ne sera, dans certains cas, pleinement opposable aux tiers – dont la société cible fait partie – qu'après le respect de certaines

⁸⁵ voy. notamment art. 209, 249 et s., 362 et s., 504 et s., C. soc.

⁸⁶ Titre VI. du Code civil : De la vente

⁸⁷ Cour d'appel, 9e Chambre, Bruxelles, 17 mai 2001, *Rev. prat. Soc.*, 2002/1, p. 73.

modalités. En effet, selon l'article 504 du Code des Sociétés, pour les actions nominatives, une déclaration de transfert doit être inscrite dans le registre relatif à ces titres. Il est toutefois communément reconnu que l'inaccomplissement d'une telle formalité n'entame pas pour autant la validité de la cession (Malherbe, de Cordt, Lambrecht, 2011).

1. *L'erreur*

L'erreur, visée à l'article 1110 du Code civil, ne peut porter que sur la substance même de la chose qui en est l'objet. Leclercq (2009) la définit comme « une représentation fausse ou inexacte de la réalité impliquant une discordance entre la volonté réelle et la volonté déclarée, non provoquée et involontaire de la part de celui qui la commet ». Au fil de la jurisprudence, cette notion d'erreur sur la substance même de la chose s'est considérablement élargie, si bien qu'elle concerne aujourd'hui « tout élément qui a déterminé principalement la partie à contracter, en telle sorte que sans cet élément, le contrat n'eût pas été conclu ». ^{88 89} L'erreur doit encore être excusable⁹⁰,

Toutefois, la résolution d'une convention, sur base de l'erreur sur la valeur reviendrait, selon la doctrine moderne, à contourner l'interdiction de rescision d'une vente pour cause de lésion (article 1118 du Code civil), et ne pourrait par conséquent pas être admise (Pottier & Bredimus, 2016). La Cour d'appel de Liège a confirmé ce principe, dans un arrêt du 1^{er} avril 1992, où elle précise que « *l'erreur sur la valeur ne constitue pas une erreur substantielle, spécialement dans le cas d'acquisition d'actions de sociétés, qui comporte toujours un aléa.* »⁹¹

2. *Le dol*

Le *dol*, visé à l'article 1116 du Code civil, correspond à des manœuvres ou au fait d'avoir sciemment induit l'autre partie en erreur, afin d'obtenir son consentement et au fait que sans ces manœuvres, l'autre partie n'aurait pas consenti (dol principal) ou aurait consenti en des termes différents (dol incident). La distinction entre les deux se

⁸⁸ Cass., 27 octobre 1995, Pas., 1995, I, p. 950.

⁸⁹ Cass., 3 mars 1967, Pas., 1967, I, p. 811

⁹⁰ Cass., 20 avril 1978, R.C.J.B., 1980, p. 210

⁹¹ Liège, 1^{er} avril 1992, Rev. prat. soc., 1993, p.97

marque au niveau des effets induits : le dol principal entraîne la nullité de la cession tandis que le dol incident ne peut déboucher que sur une allocation de dommages et intérêts. La jurisprudence a encore élargi cette définition au cas où le cocontractant tait sciemment une information importante (réticence dolosive). La charge de la preuve revient au cessionnaire qui estime avoir été victime d'un dol⁹². Le vendeur, pour sa part, ne pourra pas invoquer l'erreur de l'acquéreur comme moyen de défense, selon le principe « *fraus omnia corumpit* ».

C'est principalement lors de l'opération de due diligence⁹³ que la notion de dol prend toute son importance. C'est en effet à ce moment précis qu'un maximum d'informations doivent être partagées avec le potentiel acquéreur. Le cédant doit être particulièrement attentif à donner toutes les informations nécessaires à la prise de décision de l'acquéreur potentiel. En effet, par la suite, le cessionnaire pourrait se retourner contre lui en invoquant le dol (principal ou incident) voire la réticence dolosive. Dans un arrêt du 6 mars 1979, la Cour d'appel de Bruxelles a notamment annulé le contrat de cession d'actions pour dol car la convention avait été conclue sur la base de bilans qui avaient été falsifiés où les actifs avaient été surévalués et les passifs sous-évalués⁹⁴. Dans un autre arrêt du 30 mars 2004⁹⁵, la même Cour a considéré que le fait de faire parvenir à l'acquéreur une liste de clients, qui ne correspond pas à la réalité, constitue un dol.

Le vendeur doit non seulement s'abstenir de délivrer des informations dont il sait pertinemment qu'elles sont inexactes, mais il se doit également de communiquer les informations dont il sait qu'elles présentent une importance telle pour l'acquéreur qu'en toute connaissance de cause, ce dernier n'aurait pas consenti - réticence dolosive. A ce sujet, la Cour d'appel de Liège dans un arrêt du 21 décembre 1999 a précisé que « *le devoir de conseil ne s'étendant pas à l'obligation d'évaluer les besoins de son interlocuteur, des possibilités de rentabilisation qui seront les siennes et s'appréciant nécessairement en fonction du caractère professionnel et de la compétence de la victime prétendue du dol* ».

⁹² Cass., 17 mai 2001, Rev. Prat. Soc., 2002/1, p. 73

⁹³ A ce sujet voy. Partie II., Chapitre 3 : La Due diligence

⁹⁴ Bruxelles, 6 mars 1979, Rev. prat. soc., 1981, n°6119, p. 32

⁹⁵ Bruxelles, 30/03/2004, Rev. prat. Soc., 2005/1, p. 94.

Quant à l'acquéreur, il a pour sa part une obligation d'examen et doit collecter toutes les informations qu'une personne normale, prudente et diligente aurait collectées dans les mêmes circonstances. Sur base du critère du bon père de famille, il est notamment censé avoir connaissance des informations disponibles publiquement. Il ne pourra pas se défendre en invoquant sa non-connaissance d'informations notoirement publiques.

Enfin, notons encore que « *la clause, en vertu de laquelle toute fausse déclaration, inexactitude ou réticence dans les comptes et déclarations annexés à une convention de cession d'actions aura pour conséquence un ajustement des sommes dues par le cessionnaire, ne prive pas ce dernier du droit de poursuivre l'annulation de la convention pour vice de consentement, droit auquel le cessionnaire n'aurait pu valablement renoncer.* »⁹⁶

3. La lésion

La lésion correspond à une disproportion manifeste, au moment de la conclusion de la convention, entre les prestations réciproques des parties.

L'article 1118 du Code civil édicte que « *la lésion ne vicie les conventions que dans certains contrats ou à l'égard de certaines personnes, (...)* ». Or, les conventions de cessions d'actions ou de cession d'actif n'en font pas partie.

Toutefois, sur la base de l'article 1907ter du Code civil, qui a trait au prêt à intérêt, la doctrine et la jurisprudence ont élaboré la théorie de la *lésion qualifiée*, c'est-à-dire « *une disproportion manifeste entre les prestations des parties, qui doit résulter de l'abus, par l'une d'elles des passions, de la faiblesse, de l'inexpérience, de l'ignorance ou des besoins de l'autre* ».

Les défenseurs de cette thèse considèrent que le consentement doit être donné librement et en connaissance de cause pour ne pas être vicié. Or, dans l'hypothèse d'une lésion qualifiée, soit la victime n'a pas donné son consentement en connaissance de cause, soit elle n'a pas pu s'y opposer.

En ce qui concerne notre problématique, selon la doctrine et la jurisprudence⁹⁷, l'annulation du contrat de cession sur la base de la lésion se heurte à un problème majeur, à savoir la valeur des actions (Leclercq, 2009 ; Pottier et Bredimus, 2016).

⁹⁶ Cour d'appel, 9e Chambre, Bruxelles, 17 mai 2001, *Rev. prat. Soc.*, 2002/1, p. 73.

⁹⁷ Anvers, 10 septembre 1990, *T.R.V.*, 1990, p. 93

En revanche, dans une cession d'actif, le problème de l'évaluation devrait moins poser de problème. L'article 1674 du Code civil prévoit même la rescision de la vente d'un immeuble en cas de lésion de plus de 7/12^{ème}.

4. *Bref aperçu d'autres moyens, la garantie d'éviction et la garantie des vices cachés*

La garantie d'éviction, prévue à l'article 1626 du Code civil, est un mécanisme, qui assure à l'acquéreur qu'il ne sera pas dépossédé, de manière totale ou partielle, en raison de trouble de fait ou de droit, émanant du vendeur lui-même - garantie du fait personnel - ou de tiers- garantie du fait de tiers. Dans le cas d'une cession d'actions, elle ne porte que sur l'objet vendu en lui-même, à savoir les titres de la société. Il n'est dès lors pas possible de se reposer sur une telle base juridique pour faire cesser les troubles de concurrence ni de réclamer un dédommagement pour la découverte d'un supplément de passif ou d'une insuffisance d'actif d'origine antérieure à la vente.

L'article 1641 quant à lui, prévoit que « *le vendeur est tenu de la garantie à raison des défauts cachés de la chose vendue qui la rendent impropre à l'usage auquel on la destine, ou qui diminuent tellement cet usage, que l'acheteur ne l'aurait pas acquise, ou n'en aurait donné qu'un moindre prix, s'il les avait connus.* » Tout comme précédemment, cette garantie porte sur l'objet vendu en lui-même, et ne pourrait dès lors être mise en œuvre que lorsque les actions elles-mêmes ne répondent pas à l'usage auquel, à la connaissance du vendeur, l'acheteur les destine (Pottier et Bredimus, 2016).

Nous pourrions finalement envisager d'agir contre le vendeur en responsabilité délictuelle comme prévu par l'article 1382 du Code civil. Pour cela, il faudrait parvenir à démontrer une faute dans le chef du vendeur, un préjudice subi dans le chef de l'acquéreur et le lien de causalité entre la faute et le préjudice. Une telle action permettrait alors à l'acquéreur d'obtenir un dédommagement pour le préjudice subi.

II. Les protections contractuelles

1. Déclaration et garantie du vendeur

Les risques de la transmission par LBO, nous l'avons vu, sont nombreux. L'acheteur essayera par conséquent de se protéger face à un changement de situation de la cible dont l'origine est antérieure à la convention de cession mais dont la survenance est postérieure. Nous venons de le voir, certaines dispositions légales spécifiques à la vente peuvent permettre à l'acheteur d'annuler la vente et/ou de réclamer des dommages et intérêts. Toutefois, il ressort de la pratique qu'« *on va plus essayer de récupérer une partie du prix en activant les clauses de garantie plutôt que de purement et simplement annuler.* »⁹⁸

Pottier et Bredimus (2016) distinguent deux éléments dans les clauses de garantie : la déclaration d'une part, qui se borne à décrire la situation de la société, et la garantie à proprement parler, d'autre part, mécanisme par lequel le vendeur s'engage à rééquilibrer le prix d'acquisition (à posteriori) au bénéfice de l'acquéreur, dans le cas où les déclarations s'avéreraient inexactes et entraîneraient une moins-value de la société. Ces clauses sont généralement insérées directement dans la convention de vente ou dans un acte séparé. Pour Pottier (2016), les clauses de garantie dans une convention de cession représentent un élément essentiel et incontournable de l'opération. La jurisprudence, qui ne manque d'ailleurs pas sur le sujet, part dans divers sens.⁹⁹

La garantie la plus classique dans une cession de titres est la garantie d'actif et de passif. A ce titre, l'acquéreur pourra prétendre à une indemnisation dont le montant correspond à la différence entre les actifs/passifs réels et ceux mentionnés par le vendeur dans la déclaration, et ce sans pour autant devoir démontrer la faute des cédants. « *Le juge doit examiner le caractère exact ou inexact des déclarations des cédants (et ce indépendamment de toute notion de faute), vérifier si l'appel aux garanties a été exercé régulièrement et, en cas de déclaration inexacte, évaluer le*

⁹⁸ Propos recueillis auprès de Monsieur Franck, voy. annexe 17.

⁹⁹ A ce sujet, voy. Menjucq, M., « Les incertitudes jurisprudentielles en matière de clause de garantie d'actif et de passif » in *La diversité du droit*, Bruxelles, Bruylant, 2012, p. 1035-1042

*préjudice des cessionnaires, conformément aux règles contenues dans la convention. »*¹⁰⁰

La rédaction des clauses de garantie d'actif et de passif devra se faire avec soin car en cas de conflit, le juge interprètera strictement cet engagement en la faveur de celui qui s'engage^{101 102} et ces clauses doivent être exécutées de bonne foi. Ainsi, dans un arrêt du 2 avril 2015, la Cour d'appel de Liège énonce que « *ne serait pas une exécution de bonne foi, une exécution d'une convention qui permettrait d'écarter la connaissance qu'ont manifestement les cessionnaires d'un fait au simple motif que ce fait ne serait pas reproduit expressis verbis dans le texte même de la convention et ce, alors qu'ils reconnaîtraient qu'ils le connaissaient ou encore qu'ils pouvaient et devaient le connaître en raison de leurs diligences et de leur science et qu'ils ont pu disposer de tout ce qui leur permettait de le savoir. »*

Finalement, la garantie du vendeur ne protège pleinement l'acquéreur que si elle lui permet de récupérer effectivement le montant de l'indemnisation, raison pour laquelle elle pourra, le cas échéant, être combinée avec une sûreté bancaire, l'acquéreur se prémunissant de la sorte du risque d'insolvabilité de son vendeur.

2. Clause de non-concurrence

*« Contrairement au cédant d'un fonds de commerce, le vendeur des titres d'une société peut entamer une activité concurrente à celle de cette société. »*¹⁰³ En cas de vente, le vendeur a l'obligation de transmettre la jouissance paisible du bien vendu, alors que ce principe paraît évident dans le cas d'une cession d'un fonds de commerce, elle apparaît moins limpide dans le cadre d'une cession d'actions. Ainsi, « *la liberté de concurrence est la règle et le cédant peut démarcher la clientèle de la société dont il cède les actions, dans la mesure où il ne recourt pas à des procédés illicites ou déloyaux. »*¹⁰⁴

¹⁰⁰ Cour d'appel de Liège, 2 avril 2015, *RPS-TRV*, 2016/2, p. 181-206.

¹⁰¹ Cass. com. 14 mai 1985, *Bull. Joly* 1985 p. 782 § 255

¹⁰² Cass. com. 9 juin 1987, *Bull. Joly* 1987 p. 492

¹⁰³ Cour d'appel Liège 7^e ch., 24/04/2001, *J.L.M.B.*, 2001/39, p. 1707.

¹⁰⁴ Cour d'appel Liège 7^e ch., 24/04/2001, *J.L.M.B.*, 2001/39, p. 1707.

Cette distinction jurisprudentielle a dès lors amené la pratique à insérer des clauses de non-concurrence dans les conventions de cessions d'actions. Gol et Duvieusart (2016) définissent une telle clause comme étant « *la clause par laquelle une partie à une convention s'interdit, pendant la durée de la convention et/ou après que la convention ait produit ses effets principaux, d'exercer une activité concurrente soit à celle de son cocontractant, soit à celle d'un tiers avec lequel la partie qui s'engage présente un lien.*

La clause de non-concurrence se trouve en réalité à la croisée de deux principes généraux de droit, à savoir le principe de liberté contractuelle d'une part et le principe de libre concurrence d'autre part. Le juge, saisi d'un litige concernant une telle clause, appliquera le critère de la proportionnalité, à savoir il mettra en balance la légitimité du droit du créancier avec l'atteinte portée au droit du débiteur. La doctrine et la jurisprudence enseignent traditionnellement que « *la clause qui impose une limitation excessive de la concurrence quant à l'objet, au territoire ou à la durée est nulle.* »¹⁰⁵

Section 2. – Mécanisme de protection de l'établissement bancaire.

Le troisième acteur prenant des risques lors de l'opération, c'est le banquier. Il cherchera dès lors à se couvrir via des garanties. Etant impliqué fortement dans l'opération, il désirera avoir aussi un certain regard sur l'évolution de la gestion et prendra soin de prévoir des covenants dans sa convention de prêt.

1. Covenants

Les covenants sont des clauses contractuelles par lesquelles l'emprunteur s'engage à faire ou ne pas faire quelque chose (Mondher, 2004). L'objectif de telle clause n'est pas pour la banque de s'immiscer dans la gestion de la société, au risque alors de se voir requalifiée en dirigeant de fait¹⁰⁶, mais au vu de son engagement particulier, de

¹⁰⁵ Cass. (1^{ère} ch.), 25 juin 2015, J.T., 2015/34, n°6620, p. 727-734

¹⁰⁶ « *Ne peuvent être qualifiées d'administrateurs de fait que les personnes qui se sont réellement approprié le pouvoir de décision des administrateurs, soit en se substituant à eux, soit en leur donnant des instructions précises. ... [Ainsi] la banque qui exerce un contrôle étroit sur la gestion et exige que certaines décisions qui impliquent une utilisation des crédits consentis soient soumises à son accord préalable ne sort pas de son rôle de dispensateur de crédit* » O. Ralet, *Responsabilité des dirigeants de sociétés*, Larcier, 1996, p. 69 et 70, n° 46).

pouvoir être tenue informée de l'évolution de la société et en cas de modifications substantielles, de pouvoir y réagir (Thoumieux, 1996). La sanction habituelle du non-respect d'une telle clause est le remboursement anticipé, permettant ainsi à la banque de se délier d'une opération dont elle ne veut pas faire partie, et en cas de non-remboursement, d'activer les garanties mises en place.

Le covenant le plus classique correspond à l'obligation d'information, par laquelle l'acquéreur s'engage à fournir régulièrement des informations chiffrées sur l'évolution de la cible (obligation de faire). Obligation qui est alors couplée à une obligation de respect de certains ratios financiers.

Mais un covenant comprend aussi généralement des engagements de ne pas faire, comme les limitations d'endettement, les limitations de distribution de dividende, les limitations d'investissement, les limitations d'aliénation des actifs de la société, ... L'idée est ici de protéger la banque face à un changement de situation qui pourrait augmenter son risque de non-remboursement. Ces clauses peuvent paraître strictes pour le dirigeant qui se voit limité dans sa gestion, mais permettent d'un autre côté de lui faire prendre conscience que son acquisition est basée sur une majorité de dettes et qu'il n'est pas celui qui prend le plus de risques. Des discussions sont toujours possibles entre banquiers et gestionnaires, qui aboutiront plus que probablement à un accord de s'écarter quelque peu des covenants lorsqu'il apparaît que l'opération en question n'est pas de nature à porter préjudice au remboursement de la dette.

2. Garantie et suretés

Dans un montage de type LBO, la plupart du temps, c'est une holding spécialement créée pour l'occasion qui s'endette pour acquérir les titres de la société cible. Cette société ne possèdera donc en actif que les titres de la société acquise au cours de l'opération. La garantie classique pour une banque sera par conséquent le nantissement de ces titres. Mais il ne faut pas oublier que les titres de la cible n'ont de valeur que lorsque sa situation est saine. Or il est peu probable que ce soit le cas si la banque est amenée à actionner sa garantie. La réalisation d'une telle procédure est en outre longue et coûteuse. La responsabilité de la banque pourrait être engagée si la situation ne se rétablit pas et en cas de liquidation, la banque devenue actionnaire passera après tous les autres créanciers classiques.

Il est donc de son intérêt de pouvoir disposer de garantie sur les biens de la cible.

Depuis 2009, une société peut, à certaines conditions, donner ses actifs en garantie des engagements financiers pris pour l'acquisition de ses propres actions¹⁰⁷. Toutefois, dans la pratique, les conditions d'application de l'assistance financière sont tellement strictes que des montages sont mis en place pour contourner légalement cette disposition. Le mécanisme de debt-push down permet ainsi de placer la dette d'acquisition dans la cible elle-même et par conséquent de prendre des sûretés sur ses actifs.

D'autres montages ont vu le jour, ainsi « rien n'empêche une banque de prendre des sûretés au niveau des bénéficiaires économiques, que ce soit des sûretés réelles ou des sûretés au niveau des cautions. »¹⁰⁸

Chapitre 3 – Les responsabilités

Section 1^{ère} – Les responsabilités des dirigeants

Il nous semble opportun dans un premier temps de dire quelques mots sur la responsabilité encourue par les dirigeants suite à l'opération de rachat, ces derniers étant en effet au cœur même de l'opération post acquisition. Premièrement, il n'est pas déraisonnable de penser que dans bon nombre de PME, l'acquéreur (actionnaire) occupera un poste de direction au sein de l'entreprise. Deuxièmement, même s'il ne devait pas avoir la qualification juridique de dirigeant, l'acquéreur pourrait se voir qualifier par le tribunal de dirigeant de fait et par conséquent voir sa responsabilité engagée sur une telle base

I. L'action en comblement de passif

L'article 530 du Code des sociétés dispose, pour les Sociétés Anonymes, que « *En cas de faillite de la société et d'insuffisance de l'actif et s'il est établi qu'une faute grave et caractérisée dans leur chef a contribué à la faillite, tout administrateur ou ancien administrateur, ainsi que toute autre personne qui a effectivement détenu le pouvoir de gérer la société, peuvent être déclarés personnellement obligés, avec ou sans*

¹⁰⁷ Voy. la section sur l'assistance financière.

¹⁰⁸ Propos recueillis auprès de Monsieur Wanson, voy. annexe 13.

solidarité, de tout ou partie des dettes sociales à concurrence de l'insuffisance d'actif»¹⁰⁹.

Dans un premier temps, il convient de remarquer que l'action en comblement de passif ne peut être intentée qu'entre le moment où la *faillite est prononcée* et sa clôture, et ce dans le but de respecter le principe d'égalité des créanciers (Jassogne et Lebeau, 2016).

Deuxièmement, il faut qu'après réalisation de l'actif, ce dernier s'avère *insuffisant* pour payer l'ensemble des créanciers.

Ensuite, la mise en œuvre d'une telle responsabilité présuppose la coexistence d'une part d'une *faute grave*, c'est-à-dire celle qu'un dirigeant raisonnablement diligent et prudent n'aurait pas commise et qui heurte les normes essentielles de la vie de la société, et d'autre part d'une *faute caractérisée*, c'est-à-dire celle qui doit apparaître nettement à l'homme moyen, dans le chef des gérants ou anciens gérants. Dans un arrêt du 4 avril 2000, la Cour d'Appel de Liège précise qu'une telle faute peut s'avérer être soit une faute de gestion, soit une violation des lois coordonnées (aujourd'hui Code des Sociétés) ou des statuts, soit une faute aquilienne sur base de l'article 1382 du Code civil¹¹⁰. A titre d'exemple, le tribunal de Commerce de Bruxelles a conclu que « *des prélèvements massifs effectués par un administrateur dans les avoirs sociaux et atteignant près du double du capital social constituent indiscutablement une faute de grave et un abus de biens sociaux.* »¹¹¹

Enfin, la faute doit *avoir contribué à la faillite*, il faut dès lors démontrer un lien de causalité entre la faute d'une part et la faillite d'autre part. Dès lors le fait que d'autres éléments aient entraîné la faillite ne joue nullement sur la mise en cause du dirigeant, le simple lien de causalité est suffisant pour entraîner l'action en comblement de passif. De plus, « *la décharge qui est accordée à l'administrateur par l'assemblée générale ne le préserve que d'une action engagée contre lui au nom de la société.* En

¹⁰⁹ Pour les SCRL voy. art. 409 C. soc. Pour les SPRL, voy. art. 265, C. soc. à la différence près qu'elle ne s'applique pas pour les petites sociétés, soit celles ayant un chiffre d'affaire moyen inférieur à 620.000 euros et un total bilantaire du dernier exercice ne dépassant pas 370.000 euros. Cette disposition n'est toutefois pas applicable envers l'ONSS. Toutefois, Le tribunal de Commerce de Charleroi, dans un arrêt du 19 juin 2009, décide que l'absence de comptabilité due à la négligence du gérant empêche la société de bénéficier de l'exonération. Voy. Tribunal de commerce Charleroi (4^e chambre), 19/06/2009, *J.L.M.B.*, 2010/20, p. 958.

¹¹⁰ Cour d'appel Liège (7^e chambre), 04/04/2000, *J.L.M.B.*, 2002/19, p. 820-827.

¹¹¹ Comm. Bruxelles, 10 septembre 1985; R.D.C., 1987, p. 523.

l'espèce, le curateur agit aux droits de la masse des créanciers à laquelle la décharge n'est pas opposable.»¹¹²

Une fois les conditions réunies, le juge peut condamner le ou les dirigeants fautifs à payer, avec ou sans solidarité, une partie ou la totalité de l'insuffisance d'actif, sans pour autant pouvoir la dépasser.

Une telle disposition peut être importante pour toute personne cherchant à reprendre une société par l'effet de levier. En effet, un surendettement de la société pourra mener à la faillite de celle-ci et à l'insuffisance d'actif. Si nous regardons au-delà de nos frontières, nous voyons que la Cour de cassation française a rejeté le pourvoi en cassation fondé contre une décision condamnant le dirigeant d'une société à l'insuffisance d'actif suite à une opération de descente de la dette organisée par le biais d'un versement de dividende exceptionnel dans le seul et unique but de permettre le remboursement par la holding de la dette d'acquisition¹¹³. D'après la Cour, cette décision « *a privé la cible d'une partie importante de ses réserves alors même que le passif n'était pas réglé, et cela a contribué à accélérer l'état de cessation de paiement* ». Pour que dans une telle opération, la responsabilité des dirigeants ne soit pas mise en cause, la Cour de cassation française impose de vérifier au préalable que la société cible n'aura pas besoin de cette trésorerie.

II. La responsabilité pour faute de gestion

L'article 527 du Code des sociétés¹¹⁴ dispose que « *Les administrateurs [, les membres du comité de direction] et les délégués à la gestion journalière sont responsables, conformément au droit commun, de l'exécution du mandat qu'ils ont reçu et des fautes commises dans leur gestion.* ».

La responsabilité pour faute de gestion ne pourra être actionnée que par l'Assemblée générale, composée elle-même par hypothèse majoritairement des actionnaires ayant mis en place le montage. Il apparaît donc peu probable qu'eux-mêmes diligentent une

¹¹² Comm. Bruxelles, 10 septembre 1985; R.D.C., 1987, p. 523.

¹¹³ Cass. fr.(com.), 25 octobre 2011.

¹¹⁴ voy. art. 262, 380, 408, 657, 819, 918, 984 du C. soc. pour les autres formes sociales

telle action. Toutefois, ne perdons pas de vue que le curateur pourra mettre en œuvre cette responsabilité lors de la procédure de faillite.

C'est notamment sur cette base que le curateur d'une société française cible d'un LBO a essayé de mettre en cause la responsabilité des dirigeants pour l'insuffisance d'actif ayant entraîné la cessation de paiement, ce que la cour rejettera : « *N'ont pas commis de faute de gestion les dirigeants de la société cible d'un LBO qui, malgré les mesures de restructuration, n'ont pu redresser la cible en raison des remontées de dividendes exigées par la société holding.* »¹¹⁵

Se pose dès lors la question de savoir à partir de quand une telle mise en cause de la responsabilité peut intervenir. Une marge d'appréciation est laissée au juge, il doit se demander si le dirigeant mis en cause s'est comporté comme l'aurait fait tout gestionnaire normalement compétent, prévoyant et attentif aux intérêts de la société (Jassogne et Lebeau, 2016).

III. La responsabilité pour violation du Code ou des statuts

L'article 528 du Code des sociétés¹¹⁶ prévoit que « *les administrateurs sont solidairement responsables, soit envers la société, soit envers les tiers, de tous dommages et intérêts résultant d'infractions aux dispositions du présent code ou des statuts sociaux.* » Ainsi le non-respect de l'article 629 du Code des sociétés, relatif à l'assistance financière, entraînerait une responsabilité sur base du présent article, dans le chef des administrateurs.

Ensuite, l'article 529 du Code des sociétés prévoit une responsabilité personnelle et solidaire des administrateurs, pour les préjudices subis par la société ou par des tiers, à la suite de décisions prises ou d'opérations accomplies conformément à l'article 523, disposition relative au conflit d'intérêt. Or, cette disposition présente un attrait particulier pour la cession d'actions dans le cas où le vendeur est en même temps administrateur.

¹¹⁵ Note sous Cour de cassation (com.), 16 décembre 2014, n° 13-25.028 (F-D), Sté Mj Synergie c/ M. et Cour de cassation (com.), 16 décembre 2014, n° 13-25.029 (F-D), Sté Mj Synergie ès qualité c/ D.

¹¹⁶ voy. art. 263, 408, al. 2, 657, 819, 919 et 985 pour les autres formes sociales

Section 2 – La responsabilité des fondateurs

Il ressort de l'article 456, 4^o, du Code des sociétés¹¹⁷ que les fondateurs sont tenus solidairement « *des engagements de la société dans une proportion fixée par le juge, en cas de faillite, prononcée dans les trois ans de la constitution, si le capital social était, lors de la constitution, manifestement insuffisant pour assurer l'exercice normal de l'activité projetée pendant une période de deux ans au moins* ».

Cette disposition présente un attrait tout particulier pour le LBO pour deux raisons. Premièrement, comme nous l'avons vu précédemment, dans la majorité des cas, c'est une holding endettée pour l'occasion qui prendra possession des titres de la société cible. Le montage reposant sur un fort degré d'endettement et une minimisation des fonds propres, il est tout à fait possible que la responsabilité des fondateurs de la holding soit mise en cause en vertu de cet article. Deuxièmement, en cas de cession d'actions qui interviendrait moins de 3 années après la constitution de la cible, la responsabilité du cessionnaire-fondateur pourrait être mise en cause pour capital manifestement insuffisant.¹¹⁸

Les conditions d'application de la mise en cause de la responsabilité des fondateurs sont nécessaires et suffisantes (Jassogne et Lebeau, 2016), en ce sens que même si la faillite n'est pas une conséquence de l'insuffisance de capital de départ, mais provient par exemple d'un changement économique, la responsabilité pourrait être engagée.

Toutefois, le juge ne pourra pas mettre en cause la responsabilité s'il ressort clairement du plan financier que le capital devait suffire pour exercer l'activité projetée. Renvoyons à cet égard à une décision de la Cour d'appel de Liège : « *le plan financier constitue une certaine garantie contre tout arbitraire éventuel dans l'appréciation post factum de ce qui a pu être considéré comme un capital suffisant dans des circonstances données, c'est-à-dire au moment de la création de la société.*»¹¹⁹ et « *pour apprécier la responsabilité des fondateurs quant à l'insuffisance d'actifs, il faut se placer au moment de la constitution de la société. Il ne suffit pas de*

¹¹⁷ voy. art. 229, 5^o pour les SPRL et 405, 5^o pour les SCRL

¹¹⁸ voy. Appel Liège, 1 mars 2012, 2011/RG/259

¹¹⁹ Cour d'appel Liège (14 chambre), 10/09/2007, J.L.M.B., 2009/7, p. 295-305.

*constater à posteriori que les activités ont été déficitaires.»*¹²⁰ Dès lors, l'insuffisance doit être manifeste, sur la base de l'activité réellement prévue. La survenance d'un événement défavorable et imprévisible ne peut pas à lui seul entraîner la responsabilité des fondateurs.

Si les conditions de l'article 456, 4° sont remplies, les fondateurs seront tenus solidairement, envers tout intéressé, des engagements de la société dans une proportion fixée par le juge.

Section 3 – La responsabilité de l'organisme de crédit

La responsabilité du banquier peut être engagée sur deux plans : premièrement vis-à-vis de son client, de manière contractuelle ou extracontractuelle, et deuxièmement vis-à-vis des tiers, le plus souvent créanciers du client de la banque.

En ce qui concerne la responsabilité de la banque envers son client, elle peut être mise en cause pour une rupture fautive du crédit, notamment le non-respect du délai de préavis¹²¹. Toutefois, il est des cas où la rupture du crédit apparaît comme étant un devoir pour la banque, au risque le cas échéant de voir sa responsabilité engagée par des tiers. Ainsi, « *Le banquier doit parfois mettre fin au crédit pour éviter que des tiers puissent lui reprocher d'avoir maintenu une apparence de solvabilité dans le chef de l'entrepreneur dont l'affaire est en fait définitivement condamnée* »¹²².

Ensuite, il est des cas où, tout en respectant les dispositions contractuelles, la banque en rompant le crédit commet un abus de droit. La Cour d'appel de Liège rappelle tout d'abord que « *le seul fait que la dénonciation d'un crédit cause un dommage à autrui ne suffit pas à engendrer la responsabilité du banquier lorsque ce dommage n'est pas hors de toute proportion avec l'avantage recherché par l'exercice du droit de dénonciation.* »¹²³ A titre d'exemple, le tribunal de commerce de Turnhout a dans un arrêt du 10 juillet 1996 reconnu l'abus de droit dans une rupture du crédit faite sous le respect des dispositions contractuelles en ces termes : « *la dénonciation d'une ligne*

¹²⁰ Cour d'appel Liège (7^e chambre), 04/04/2000, *J.L.M.B.*, 2002/19, p. 820-827.

¹²¹ Comm. Bruxelles, 28 oct. 1986, R.D.C., 1987, p. 768.

¹²² Liège, 6 mars 2003, R.D.C., 2005, p. 167, obs. J.-P. Buyle et M. Delierneux

¹²³ Liège, 6 mars 2003, R.D.C., 2005, p. 167, obs. J.-P. Buyle et M. Delierneux

de crédit sans avertissement préalable, sans motivation pertinente et sans qu'une chance ait été donnée au crédit de se justifier est contraire au principe d'exécution de bonne foi des conventions et constitue un abus de droit»¹²⁴

Quant à la responsabilité vis-à-vis des tiers, rappelons que lorsque le banquier accorde un prêt à une société, il doit se livrer à un examen consciencieux de la capacité du crédit de respecter ses obligations et de sa capacité de rembourser. En effet, dans le cas contraire et en cas de survenance d'une faillite, la responsabilité de la banque vis-à-vis des créanciers de la société faillie peut être mise en cause sur base de l'article 1382 du Code civil¹²⁵. Dans sa recherche du caractère fautif du comportement du banquier, le juge devra apprécier « *la comparaison avec la conduite d'un banquier normalement prudent et avisé* » et les « *usages particuliers à l'activité bancaire (servant de guide au juge dans l'appréciation des responsabilités)* » (Demonty, 1998). Ainsi, « *la responsabilité de la banque peut découler de sa décision même de contracter.* »¹²⁶

Une fois le crédit accordé, un devoir de prudence s'impose encore à la banque qui doit se tenir constamment informée de l'évolution de l'affaire de son client. A titre d'exemple, la Cour d'appel de Mons, dans un arrêt du 20 septembre 1999, énonce que « *en se privant de la possibilité de se rendre compte de la situation critique dans laquelle s'enfonçait la créditée et de dénoncer les crédits, la banque a contribué à créer et à maintenir un crédit fictif.*¹²⁷ »

¹²⁴ Comm. Turnhout (réf.), R.D.C., 1997, p. 765

¹²⁵ La faute de la banque correspond dans le cas présent au manque de prudence lors de son analyse des capacités de crédits, le dommage des tiers correspondant au non-remboursement total ou partiel de leurs créances envers le crédit, et le lien causal correspondant au fait qu'en accordant un crédit au failli, la banque a créé une fausse impression quant à la solvabilité du crédit, fausse impression sans laquelle le créancier n'aurait pas contracté (Demonty, 1998).

¹²⁶ Cour d'appel Liège 20^e ch., 09/09/2010, R.G.A.R., 2011/6, p. 14757.

¹²⁷ Cour d'appel Mons, 20/09/1999, J.L.M.B., 2000/39, p. 1684-1693.

Le risque humain et psychologique

Nous terminerons en soulignant qu'il y a un risque transversal à toutes les phases d'une opération de transmission-acquisition, aussi par LBO : le *risque humain*. Tous les acteurs de terrain interviewés ont mis ce risque en exergue, le qualifiant de risque fondamental ou de risque premier.

Il y a tout d'abord le degré d'attachement du cédant à son entreprise qui pèse grandement dans la balance et entraînera des réactions émotionnelles peu objectives. Ainsi, ce risque se décline de différentes façons : le cédant qui n'a pas préparé la transmission et qui a un prix de vente en tête, parfois fort éloigné de la valeur de son entreprise, le cédant qui n'a pas suffisamment pensé à « l'après » et se retrouve alors tout démuné, le cédant, resté trop attaché à son entreprise, qui ne parvient pas à couper le cordon et qui interfère dans la gestion de son successeur.

Il y a ensuite l'acquéreur qui est peut-être un bon technicien (cas d'un MBO) mais qui a surestimé ses capacités de gestionnaire ou de « meneur d'hommes », qui va se fâcher avec des bons clients hypothéquant ainsi le business plan : *« C'est le gars qui pense qu'il va faire mieux que l'autre, qu'il a toutes les capacités et qui se plante parce qu'il a sous-estimé les choses, qu'il n'a pas respecté des gens, qu'il s'est fâché avec ses 3 plus gros clients en disant : cela va de toute façon aller, même sans vous et qui se casse vraiment la figure. C'est le contremaître qui fonctionne super bien comme contremaître et le jour où il devient gérant, il ne sait plus trop comment faire et subitement, parce qu'il doit faire d'autres trucs, il ne parvient plus à gérer des équipes avec lesquelles il a travaillé pendant 10 ans »*.¹²⁸ *« Gérer une société, une filiale, dans un groupe qui existe c'est une chose, gérer - même dans le même secteur, la même activité, les mêmes produits - sa propre société, c'est tout à fait autre chose. »*¹²⁹

La question de la confiance entre le cédant et le cessionnaire est aussi centrale à cet égard. *« La confiance cédant-cessionnaire est très importante, et c'est un facteur humain qui est difficile à canaliser. Il arrive parfois, et c'est un peu dommage, que*

¹²⁸ Propos recueillis auprès de Monsieur Wanson, voy. annexe 14.

¹²⁹ Propos recueillis auprès de Monsieur Berna, voy. annexe 16

sur un truc, les relations se dégradent entre le vendeur et l'acheteur. »¹³⁰ Le passage de témoin qui ne se déroule pas bien entre cédant et repreneur, car la confiance n'est pas de mise entre les deux, « même si vous connaissez le partenaire depuis longtemps à titre privé, cela ne veut pas dire pour autant qu'il n'y aura pas des difficultés au niveau des relations professionnelles voire de l'activité en soi. »¹³¹ Pour le cédant d'une PME, il s'agit en général du travail de toute une vie. Il désire transmettre sa société à une personne présentant les mêmes valeurs et visions pour le futur de la société. Or, si le repreneur un pur financier, l'opération peut coïncider : « Lui, c'est un vrai industriel, eux, c'est des purs financiers, ils n'ont pas tenu 6 mois ensemble. Parce qu'eux veulent faire remonter du cash et lui veut développer l'entreprise. Donc c'est deux visions diamétralement opposées et après 6 mois, ils étaient en conflit. . »¹³² ... « quand on était le patron et qu'on doit se mettre à travailler avec quelqu'un d'autre, humainement c'est parfois difficile ». ¹³³

Le risque humain ne se cantonne pas à la relation cédant-cessionnaire. Chaque intervenant dans l'opération peut mettre son grain de sel et faire tomber à l'eau l'ensemble du projet. « Tous les intervenants peuvent être très utiles, mais ils peuvent aussi faire capoter toute une opération, ce qui est un peu dommage parce qu'à la base, si on va voir un avocat c'est pour être conseillé, pas pour qu'il fasse foirer toute l'opération. »¹³⁴

Ce risque, à forte dimension émotionnelle, est difficile à mesurer et à prévenir. Mais c'est une bonne chose d'être pleinement conscient de son existence et de savoir qu'il peut jouer un rôle de premier plan. *L'aspect émotionnel, c'est celui qui n'est jamais maîtrisable, même jusqu'au moment de signer. Ce facteur-là ne sera jamais mesurable. Il va pouvoir être diminué. Le risque humain ne peut être diminué que si on est sûr qu'il y a quelque chose après, qu'ils ont une activité à côté ou qu'ils ont déjà planifié leur avenir post entreprise depuis quelques mois ou années (voyage, expatriation).*¹³⁵ « Il y a des gens pour qui c'est toute leur vie qui est en jeu. Parfois,

¹³⁰ Propos recueillis auprès de Maître Franck, voy. annexe 17

¹³¹ Propos recueillis auprès de Monsieur Berna, voy. annexe 16

¹³² Propos recueillis auprès de Maître Franck, voy. annexe 17

¹³³ Propos recueillis auprès de Maître Franck, voy. annexe 17

¹³⁴ Propos recueillis auprès de Maître Franck, voy. annexe 17

¹³⁵ Propos recueillis auprès de Mme Delcourt, annexe 15

on dit au client de ne pas tout faire capoter pour un détail mais s'il refuse par question de principe, on ne va pas le « forcer » à signer. Comme pour tous les facteurs humains, c'est un élément essentiel, mais juridiquement on ne peut pas faire grand-chose pour éviter cela. »¹³⁶

¹³⁶ Propos recueillis auprès de Maître Franck, voy. annexe 17

Conclusion générale

Dans les années à venir, un nombre croissant d'entrepreneurs vont arriver à l'âge honorable de la retraite et prendre un repos bien mérité. Bon nombre d'entreprises de petite et moyenne taille vont se retrouver avec un nouvel « homme » à la barre. Il importe de veiller à ce que ces transmissions se passent au mieux pour faire en sorte « *que l'acquis du point de vue richesse de connaissances reste sur le sol wallon et que les emplois soient maintenus.* »¹³⁷ Dans cette optique, plusieurs structures ont été mises en place au niveau régional afin d'assurer une transition dans les meilleures conditions possibles, notamment le réseau des partenaires agréés de la SOWACCESS ou le dispositif des agents de stimulation à la transmission d'entreprises.¹³⁸

L'objectif de ce mémoire était de passer en revue les processus à l'œuvre dans une opération de transmission et plus particulièrement de Leveraged Buy-Out, afin de détecter les risques encourus par les différents acteurs et de faire le relevé des dispositions et responsabilités légales et contractuelles associées. A cette fin, nous avons d'abord procédé à une étude de la littérature pour balayer l'ensemble des phases à suivre en amont de la signature de la convention de cession. Des entrevues avec des acteurs du domaine mettent ces considérations théoriques en perspective. Précisons que ces entretiens ne constituent en rien une étude quantitative visant à dégager une tendance précise, l'objectif était plutôt de rassembler des témoignages d'opérateurs de terrain venant corroborer les éléments théoriques. Nous nous sommes ensuite penchés sur les dispositions légales et contractuelles permettant de protéger tant l'acquéreur, le cédant que l'établissement bancaire. Pour terminer par le risque juridique de mise en cause de la responsabilité d'une des parties dans l'opération.

Nous l'avons vu tout au long de la partie II, la reprise d'une entreprise présente des risques qui lui sont propres et qui sont dus à un manque de préparation tant de la part du cédant que du cessionnaire. Quant au LBO, le risque principal qui lui est associé est le risque de défaillance de la société cible ou de la holding et la possible mise en cause des responsabilités des différents acteurs. Le risque de défaillance a plusieurs

¹³⁷ Propos recueillis auprès de Madame Delcourt, voy. annexe 15

¹³⁸ voy. notamment annexe 15, interview Madame Delcourt, Agent de stimulation à la transmission d'Entreprise auprès de l'Union des Classes Moyennes

sources : mauvaise définition des critères de ciblage, décrochage du business plan suite à une surévaluation des capacités, un « accident » économique ou juridique. Ce risque de défaillance est par ailleurs positivement corrélé avec la taille de l'entreprise, les PME étant plus sensibles aux variations cycliques de leur secteur d'activité ainsi qu'aux troubles passagers.

Il s'avère après examen que ces risques que nous qualifierons de « techniques » sont dans leur ensemble déjà bien encadrés et cadencés, pour autant que l'on recoure à des professionnels (cabinet de cession, réviseurs, avocats, banquiers, chambre de commerce) familiarisés avec ces opérations. De même, diverses dispositions du droit rencontrent bon nombre des risques évoqués.

Mais un élément ressort clairement des entrevues réalisées auprès de professionnels de la transmission : le risque principal, associé à la transmission, et par conséquent aussi aux opérations de LBO, est et reste le risque humain. Ce risque intervient tout au long du processus, depuis l'idée d'acquérir ou de transmettre une affaire jusqu'au closing, voire en aval du closing, lors de la période de transition entre le nouvel acquéreur et le vendeur. Il conviendra dès lors de rester extrêmement attentif à ce risque lors de toutes les démarches.

C'est pourquoi l'utilisation d'un outil identique pour toute opération de transmission d'entreprise, qui n'intégrerait pas les spécificités de l'opération, la situation du repreneur et celle du cédant, paraît peu pertinente. Nous ne pouvons qu'insister, comme d'autres auteurs de la littérature, sur l'importance d'une approche personnalisée. Le risque humain n'étant par définition pas maîtrisable, c'est par le biais d'une approche sur mesure et encadrée par des professionnels que ce risque pourra être réduit (préparation du cédant à transmettre son entreprise, préparation du cessionnaire aux difficultés qu'il va affronter).

Cette étude soulève finalement d'autres questions auxquelles, à notre connaissance, aucune réponse précise n'a encore été rapportée. Le marché belge présente ses particularités, les résultats des enquêtes sur les LBO menées dans d'autres pays donnent un aperçu de la problématique mais ne nous paraissent pas suffisants pour

déterminer réellement l'impact d'une telle opération sur les sociétés belges. Il serait intéressant selon nous de creuser la question du risque de défaillance des sociétés cibles belges sous LBO afin de déterminer si ce risque est effectivement plus élevé que pour d'autres types de sociétés et de voir quels facteurs sous-tendraient une telle différence. De même, aucune étude ne s'est encore penchée, à notre connaissance, sur l'influence des différents acteurs dans une telle opération. Nous l'avons vu, le risque humain est un des risques les plus importants et le moins contrôlable de la phase d'acquisition, une étude portant sur l'impact de l'émotionnel chez tous les acteurs de la transmission pourrait aussi être une bonne piste de recherche future.

TABLE DES MATIERES

ABREVIATION ET ACRONYMES	4
INTRODUCTION GENERALE.....	1
I. <i>Introduction</i>	<i>1</i>
II. <i>But de la démarche</i>	<i>2</i>
PARTIE I. – CONTEXTUALISATION ET DEFINITION DES CONCEPTS	3
I. <i>Les motivations de procéder à une acquisition</i>	<i>3</i>
II. <i>Les techniques de cession de société.....</i>	<i>4</i>
1. Les types d'acheteurs	4
2. Les types de vente.....	5
III. <i>Les cessions négociées et les enchères privées</i>	<i>6</i>
IV. <i>Définition Leveraged Buy-Out.....</i>	<i>7</i>
V. <i>Les différents types de LBO.....</i>	<i>8</i>
VI. <i>Les trois composantes d'un LBO.....</i>	<i>9</i>
VII. <i>Définition du risque.....</i>	<i>11</i>
VIII. <i>Les risques liés à l'opération.....</i>	<i>11</i>
PARTIE II. - DE L'IDEE A LA CONCLUSION	14
CHAPITRE 1 ^{ER} – LA PHASE DE PREACQUISITION	14
I. <i>Le choix de la cible.....</i>	<i>14</i>
II. <i>Le business plan d'acquisition.....</i>	<i>17</i>
CHAPITRE 2 – LA PHASE D'ÉVALUATION DE LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.....	20
I. <i>Le but de l'évaluation.....</i>	<i>20</i>
II. <i>La valeur de la société et le prix de rachat.....</i>	<i>20</i>
III. <i>Les méthodes d'évaluation.....</i>	<i>21</i>
1. L'approche patrimoniale.....	21
2. L'approche par multiple.....	23
3. L'approche par les flux/ le rendement	24
4. Modèle LBO.....	26
CHAPITRE 3 – LA DUE DILIGENCE PREACQUISITION	27
I. <i>Définition.....</i>	<i>27</i>
II. <i>Les objectifs des opérations de due diligence</i>	<i>28</i>
III. <i>L'analyse externe et l'analyse interne.....</i>	<i>29</i>
IV. <i>La collecte de données</i>	<i>31</i>
1. Auprès du cédant.....	31
2. Auprès de tiers	32
V. <i>Vendor due diligence.....</i>	<i>32</i>

<i>VI. Risques associés à la due diligence</i>	33
CHAPITRE 4 – LA PHASE DE NEGOCIATION CONTRACTUELLE	34
1. Risques associés aux négociations	34
2. Portée juridique des documents préliminaires	35
CHAPITRE 5 – LE FINANCEMENT	36
<i>I. Les sources de financement</i>	36
<i>II. Les fonds propres</i>	37
1. Le capital de départ.....	37
2. L'autofinancement/bénéfice reporté	38
3. Les fonds de Private Equity	39
<i>III. L'endettement</i>	40
<i>IV. Les modalités alternatives de remboursement et de financement</i>	42
1. Financement par une société de l'acquisition de ses titres par un tiers	42
2. Debt push down.....	45
3. Debt push down et assistance financière	49
4. Asset striping	51
<i>V. Le vendeur comme source de financement</i>	51
1. Paiement différé	51
2. Vendor loan.....	52
3. La clause de earn-out.....	52
PARTIE III. - RESPONSABILITES ET MECANISMES DE PROTECTION DES PARTIES EN PRESENCE	55
CHAPITRE 1 ^{ER} – LA PERIODE PRECONTRACTUELLE	55
<i>I. La lettre d'intention</i>	55
<i>II. L'accord de confidentialité</i>	57
CHAPITRE 2 – LA PERIODE CONTRACTUELLE	58
SECTION 1 ^{ERE} - MECANISMES DE PROTECTION DE L'ACQUEREUR.....	58
<i>I. Les protections de droit commun</i>	58
1. L'erreur.....	59
2. Le dol	59
3. La lésion	61
4. Bref aperçu d'autres moyens, la garantie d'éviction et la garantie des vices cachés.....	62
<i>II. Les protections contractuelles</i>	63
1. Déclaration et garantie du vendeur	63
2. Clause de non-concurrence.....	64
SECTION 2. – MECANISME DE PROTECTION DE L'ETABLISSEMENT BANCAIRE.....	65
1. <i>Covenants</i>	65
2. <i>Garantie et suretés</i>	66
CHAPITRE 3 – LES RESPONSABILITES	67

<i>Section 1^{ère} – Les responsabilités des dirigeants</i>	67
<i>I. L'action en comblement de passif</i>	67
<i>II. La responsabilité pour faute de gestion</i>	69
<i>III. La responsabilité pour violation du Code ou des statuts</i>	70
<i>Section 2 – La responsabilité des fondateurs</i>	71
<i>Section 3 – La responsabilité de l'organisme de crédit</i>	72
LE RISQUE HUMAIN ET PSYCHOLOGIQUE	74
CONCLUSION GENERALE	77
BIBLIOGRAPHIE	83
ANNEXES	I
ANNEXE 1. – LEXIQUE	I
ANNEXE 2. – TYPES D'ACHETEURS ET TYPES DE VENTES	II
ANNEXE 3. – TABLEAU RECAPITULATIF DES RISQUES.....	III
ANNEXE 4. – EXEMPLE DE LETTRE D'INTENTION	IV
ANNEXE 5. – EXEMPLE DE STRUCTURE DE FINANCEMENT	VI
ANNEXE 6. – CHECK LIST : CONVENTION DE CESSION D' ACTIONS	VII
ANNEXE 7. – ARTICLE 629 DU CODE DES SOCIETES	VIII
ANNEXE 8. – COUR D'APPEL DE LIEGE, 2 AVRIL 2009,, R.D.C.-T.B.H., 2009/9, p. 965-969.....	X
ANNEXE 9. – COUR D'APPEL MONS, 16 AVRIL 2012.....	XI
ANNEXE 10. – CASSATION, 30 JANVIER 2015	XII
ANNEXE 11. – CASS. FR. (COM.), 16 DECEMBRE 2014	XIII
ANNEXE 12. – DIRECTIVE 2011/61/UE AIFMD – ART. 30.....	XIV
ANNEXE 13. – ENTRETIEN AVEC M. MICKAEL TABART, PARTNER CHEZ KPMG LUXEMBOURG ..	XVI
ANNEXE 14. – ENTRETIEN MONSIEUR DIDIER WANSON,	XX
ANNEXE 15. – ENTRETIEN MADAME SOPHIE DELCOURT, AGENT DE STIMULATION A LA TRANSMISSION D'ENTREPRISE AUPRES DE L'UNION DES CLASSES MOYENNES.....	XXXI
ANNEXE 16. – ENTRETIEN MONSIEUR GUY BERNA.....	XXXVII
ANNEXE 17. – ENTRETIEN AVEC MAITRE EDOUARD FRANCK, AVOCAT AU BARREAU DE LIEGE, DU CABINET HENRY & MEERSCH	XLVI

BIBLIOGRAPHIE

Articles scientifiques/doctrinaux

- Bedu, N., Palard, J.-E. (2014). L'impact des LBO sur la défaillance des entreprises : Le cas des cibles françaises (2000-2010). *Finance Contrôle Stratégie*, 17/2, 1.
- Bonnand, G., Mermet, E. (2008). Les risques sociaux des LBO : un point de vue syndical. *Revue d'économie financière*, 93, 115-124.
- Butler, P.A. (2001). The alchemy of LBOs. *Mckinsey Quarterly*, 2, 140-151.
- Debruyne, M. (2010). Valeur, performance et efficacité productive de l'entreprise agricole. *La revue des Sciences de Gestion*, 45, 89-102.
- Demonty, B. « Derniers développements en matière de responsabilité du banquier et actualité législative en matière bancaire et cambiaire ». In Droits bancaire, cambiaire et financier, Formation permanente CUP, mai 1998, p. 73 et s.
- Desbrières, P. (1998). Le leverage buy out. *Banque & Marchés*, 32, 53-58.
- Dumont, A., « Toute descente de la dette ne constitue pas nécessairement une assistance financière prohibée », R.D.C.-T.B.H., 2013/7, p. 665 et s.
- Guez G. (2010). Achat d'un fonds ou acquisition de la majorité des titres d'une société. *Revue Francophone des Laboratoires*, 424, 65-65.
- Hansson, S.O. (2004). Philosophical perspectives on risk. *Techné : Research in Philosophy and Technology*, 8, 10-35.
- Mahieu, P.-O., « Le "leveraged buy-out" et les fonds de "private equity" en Belgique », R.B.F.-B.F.W., 2007/8, p. 509 et s.
- Modigliani, F., Miller, M. H., (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of Investment. *The American Economic Review*, 48, 261-297.
- Nouy, F. (2008). Système bancaire et risque du private equity/LBO. *Revue d'économie financière*, 93, 125-144.
- Pottier, E, Bredimus, M., « Les déclaration et la garantie du vendeur dans les conventions de cession d'actions », Les contrats commerciaux en pratique, sous la direction de R. Aydogdu, Bruxelles, Larcier, 2016.
- Richelle, J., Janssens, E., « Financiële bijstand : van principieel verbod tot voorwaardelijke toelating », D.B.F.-B.F.R., 2009/3, pp. 115 et s.
- Smeets, J.-P. « Point sur les clauses d'earn-out en droit belge », R.D.C.-T.B.H., 2016/5, pp. 449 et s.

Union des Classes Moyennes (2016). La transmission d'entreprises : un enjeu pour la croissance des PME. Bruxelles, Belgique : Auteur.

Van Ommeslaghe, P., « Le maintien du capital des sociétés anonymes », Ann. Dr., 1985, p. 151.

Willermain, D. « Assistance financière : la cour de cassation confirme l'interprétation stricte de l'article 629 du Code des sociétés », Rev. Prat. Soc., 2015, pp. 140 et s.

Monographie

Alvarez Campa, R., Brulard, Y., D'Aout, O., Fogli, F., Gouder de Beauregard, E., Janssens, C., ..., Pirotte, N. (2015). *L'acquisition d'une société : de la préparation au financement de l'opération : aspects économiques, juridiques et fiscaux*. Limal: Anthemis.

Baeten, O., De Wulf, V., Goemine, A., Meunier, I., Smolders, A., Wittemans, H. (2014). *Transmission/reprise de PME : la valeur ajoutée de la mission de due diligence*. Anvers : Maklu.

Bellen, B., Claeys, E., Dockx, J., Schockaert, I., Stevens, J., Herremans, T. & Hermans, B. (2016). *Share purchase agreements : Belgian law and practice*. Cambridge: Intersentia.

Boschin, N. (2006). *Le guide pratique du LBO : racheter une entreprise grâce à l'effet de levier*. Paris, France : Edition d'Organisation.

Brulard, Y., D'aout, O., Lejuste, T., Marko, J., Claes, M., Di Bartolomeo, J-P. (2008). *L'acquisition d'une société en pratique : aspects économiques, juridiques et fiscaux*. Louvain-la-Neuve, Belgique : Anthemis.

Buyle, J-P., Goffaux D., Lambrecht P., Henrickx Y. (2005). *La banque dans la vie d'entreprise*. Edition jeune du barreau de Bruxelles.

Coibion, A., *Les conventions d'actionnaires en pratique. Contraintes juridiques, typologie et application aux opérations de Private Equity*, Bruxelles, Larcier, 2010.

Couret, A., Ledouble, D. (1994). *La maîtrise des risques dans les cessions d'actions*. Paris, GLN Joly éditions

Demaria, C. (2010). *Introduction au private equity : les bases du capital-investissement*. Paris, France: Revue banque.

Denis, J.-P., Martinet, A. C., Silem, A. (2016). *Lexique de gestion et de management*. Paris: Dunod.

- Depamphilis D. (2010). *Mergers and Acquisition Basics : Negotiation and Deal Structuring*. Elsevier Science.
- Dossogne, S. Dantinne, S. Bernes, P. (2013). *Réussir la transmission ou l'achat d'une entreprise*. Limal, Belgique : Anthemis.
- Dossogne, S. (2014). *Valorisation et cession d'entreprise : De l'intention à la finalisation, de la valeur au prix*. 2nd édition. Louvain-La-Neuve, Belgique : Anthemis.
- Hamende H., Raucq G. (2009). *Les sociétés anonymes*. Bruxelles, Belgique : Larcier.
- Jassogne, C., Lebeau, J.-P. (2016). *La responsabilité des dirigeants de société*. Waterloo, Wolters Kluwer.
- Institut des réviseurs d'entreprises. (2007). *Comment reprendre une entreprise ? De l'importance des audits d'acquisition*. Bruxelles.
- KPMG. (2014). *Le jargon M&A démystifié*. Wolters Kluwers Belgique.
- Lamon, H. (2015). *Acquisition, financement et cessions d'entreprises : instruments financiers, structures d'acquisition et mécanisme de contrôle sous l'angle fiscal, comptable et financier*. Bruxelles, Belgique : Larcier.
- Leclercq, D. (2009). *Les conventions de cession d'actions*. Bruxelles, Belgique : Larcier.
- Leclercq, D. *Les accords préliminaires dans les opérations de cession d'actions, in les contrats commerciaux en pratique* (2016). Bruxelles Larcier
- Lefebvre F. (2010). *Les holdings : guide juridique et fiscal*. Dossier Pratique, 5^{ème} édition. Paris, France : Francis Lefebvre.
- Lefebvre F. (2012). *LBO : juridique, social et fiscal*. Dossier Pratique. Paris, France: Francis Lefebvre.
- Malherbe, J., de Cordt, Y. et Lambrecht, P., Malherbe, P. (2011). *Droit des sociétés. Précis*. Bruxelles, Belgique : Bruylant.
- Mondher C. (2004). *Leveraged Buy Out : aspects financiers*. Paris, France : Revue Banque ed.
- Mousseron, P. (1997). *Les conventions de garanties dans les cessions de droits sociaux*, 2nd édition, Levallois-Perret, Nouvelle édition Fiduciaires.
- Porter, M. (1980). *Competitive strategy : techniques for analysing industries and competitors*. New York : The Free Press.

Pruvost, J.-M. (2009). *Dico du financier : 500 clés pour comprendre et agir : exemples et cas pratiques, méthodes de calcul, lexique anglais-français*. Paris : Dunod.

Rosenbaum, J., Pearl, J. (2009). *Investment Banking. Valuation, Leveraged Buyouts, and mergers & Acquisitions*. Hoboken, John Wiley & Sons.

Simon, Y., Joffre, P. (1997). *Encyclopédie de gestion*. Paris : Economica.

Thomas, P-H. (2010). *LBO : montages à effet de levier : private equity*. Paris, France : Revue banque ed.

Thoumieux, X. (1996). *Le LBO : acquérir une entreprise par effet de levier*. Paris, France : Economica.

Chapitre d'ouvrage avec éditeur(s) scientifique(s)

Brulard, Y., Ruelle, V. (2015). Les différents contrats et actes juridiques nécessaires à la réalisation d'une opération d'acquisition d'une société belge. In R.A. Campa (eds), *L'acquisition d'une société : de la préparation au financement de l'opération : aspect économiques, juridiques et fiscaux* (pp. 11-57). Limal : Anthemis.

Caeymaex, F. (2007). Risquer, gérer, sécuriser : Techniques politiques de la modernité ? In C. Kermisch & G. Hottois (Eds.), *Techniques et philosophies des risques* (pp. 111-122). Paris, France : Vrin.

Malherbe, J., de Cordt, Y. et Lambrecht, P., Malherbe, P., « Section V. - Transferts de titres » in *Droit des sociétés. Précis.*, Bruxelles, Bruylant, 2011, p. 549-588

Noé, J.-M. (2015). La préparation du business plan et le financement de l'opération. In R.A. Campa (eds), *L'acquisition d'une société : de la préparation au financement de l'opération : aspect économiques, juridiques et fiscaux* (pp. 11-57). Limal : Anthemis.

Willermain, D. (2010). Le maintien du capital social : principes et évolutions récentes. In H. Braeckmans (eds), *10 ans d'entrée en vigueur du code des sociétés* (pp. 263-313). Waterloo : Wolters Kluwers.

Actes de congrès ou colloque

Deschamps, B., & Geindre, S. (2009, juin). Reprise d'entreprise : Risques et accompagnement. Communication présentée à la 18^{ème} Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique, Grenoble, Suisse.

Deschamps, B., Geindre, S. (2011, octobre). Les risques du processus repreneurial en PME. Communication présentée au 7^{ème} Congrès de l'Académie de l'Entrepreneuriat et de l'innovation, Paris, France.

Hermant, P., Sondervorst, O. (2010, octobre). La responsabilité des dirigeants dans les groupes de sociétés. Séminaire Vanham & Vanham, Bruxelles, Belgique.

Hermant, P. (2014, avril). Négociation et contractualisation d'une opération d'acquisition. Séminaire Vanham & Vanham, Bruxelles, Belgique.

Leclercq, D. (2010, juin). La négociation et la conclusion de cession d'actions. Séminaire Vanham & Vanham, 1, 1-54

Pottier, E. (2005). De la négociation à la signature de la convention de cession d'actions. Séminaire Vanham & Vanham, Bruxelles, Belgique.

ANNEXES

Annexe 1. – Lexique

Acquéreur : personne(s) physique(s) ou morale(s) intentant l'opération de rachat envers la cible.

Asset deal: convention par laquelle les actifs d'une société sont vendus (et non ses actions). Cela a trois conséquences. Premièrement, la plupart des dettes (y compris les dettes les plus cachées) restent dans la société vendeuse. Deuxièmement, cette convention est soumise à un traitement fiscal différent (voir également Tax treatment). Troisièmement, cette convention a des conséquences pour la continuité juridique des activités de l'entreprise.

Cible : personne morale contre qui est dirigée l'opération de rachat.

Debt push down

Due diligence : Analyse diligentée par le candidat acquéreur visant à lui donner une information objective et complète et à détecter les risques et anomalies dans un domaine particulier de l'entreprise à acquérir

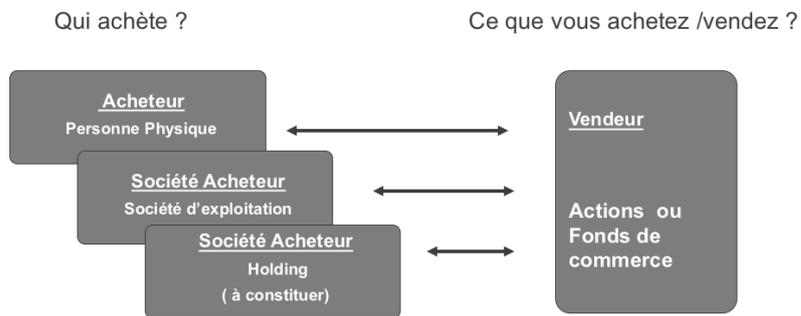
Earn-out : La convention, ou la disposition contractuelle, par laquelle un cessionnaire s'engage, dans le cadre d'une opération de cession, à payer au cédant un complément de prix déterminé ou déterminable, à la condition que l'entité cédée réalise, au cours d'une période postérieure à la date de réalisation de l'opération, certains résultats financiers convenus

Leverage Buy-Out : opération par laquelle un ou plusieurs investisseurs acquièrent une entreprise grâce à un endettement important (Xavier Thoumieux, Encyclopédie de gestion, 2ed édition 1997). Les opérations de LBO, rachat d'entreprises avec effet de levier, ont pour objectif premier de permettre à un investisseur qui ne dispose pas en cash de la somme nécessaire au rachat, d'utiliser les cash-flows positifs dégagés par la cible pour rembourser la dette d'acquisition (Pruvost, 2009).

Private equity : ensemble des procédures et instruments (montages) visant à prendre des participations dans les fonds propres de sociétés non cotées (Thomas, P. 2010)

Share deal: convention par laquelle les actions d'une société sont vendues (voir également Asset deal).

Annexe 2. – Types d'acheteurs et types de ventes



 Belfius

Source : Wauters, E. (2012). Oser reprendre une entreprise : le financement. Salon entreprendre, Bruxelles, 28 mars 2012.

Annexe 3. – Tableau récapitulatif des risques

	Repreneur					Cédant	
Contrats	Protection insuffisante (Deschamps, 2009)						
Financement	Problèmes pour trouver les ressources financières nécessaires						
Valeur	Ne pas disposer d'une estimation correcte et objective de la valeur de l'entreprise cible (importance de la due diligence)						
Stratégie	Vision à court, mais aussi à moyen et long terme Phase de vie de l'entreprise (produits à maturité, en déclin ?) Portefeuille de clients pas assez diversifié, dépendance d'un seul gros client						
Informations	Accès difficile à l'info (rétention d'informations non correctes et exhaustives sur l'état de l'entreprise (trésorerie, endettement, passif social, litiges avec clients) mais conclu quand même → excès d'enthousiasme (Deschamps 2009)						
Sélection	Sélection de la cible : pas les bons critères de ciblage (Deschamps 2009)						
Préparation	Pas de réflexion suffisante sur le pourquoi de la reprise						
Compétences	Ne connaît pas bien le business, est nouveau dans le secteur; n'a pas le profil d'un repreneur N'a pas un profil de gestionnaire N'est pas un bon « meneur d'hommes »						
Psychologique	Connaît déjà l'entreprise ou pas; relations avec le personnel, les clients, les fournisseurs, risque de rejet de la part des stakeholders au moment de la reprise						
Contrats	Protection insuffisante (Deschamps, 2009)						
Financement	Financement doit tenir la route, problèmes des garanties						
Valeur	Ne pas avoir une idée correcte et objective de la valeur de l'entreprise, surestimer le « juste prix »						
Stratégie	Pas de développement de projets d'avenir, de planification						
Informations	Confidentialité : diffusion des documents contenant des infos sensibles à des concurrents potentiels						
Sélection	Pas de préparation suffisante de la transmission						
Compétences	Entreprise fortement dépendante du know how du cédant, pas assez de délégation						
Psychologique	Fort attachement à l'entreprise ; impression d'abandonner son enfant ; réaction émotionnelle, parfois peu objective ; Pas assez réfléchi à l'après						

Annexe 4. – Exemple de lettre d'intention

Source : Unizo

Geerts & Vanderveeren advocaten

LETTER OF INTENT

Tussen de ondergetekenden :

1) de

hierna de principieel geïnteresseerde partij genoemd,

2) de NV, met zetel te

is uiteengezet wat volgt :

De principieel geïnteresseerde partij heeft de intentie de NV en haar nevenvennootschap over te nemen of te kopen, binnen de drie maanden, en wenst hierover gedetailleerde informatie te bekomen volgens de hierna beschreven modaliteiten en dit binnen de 7 dagen als startdatum.. Partijen wensen hiervoor een vertrouwelijke intentieverklaring of letter of intent af te sluiten volgens de hierna uiteengezette modaliteiten die, behoudens artikel 3, pas bindend zullen zijn na de ondertekening van de definitieve overnameovereenkomst.

is overgekomen wat volgt :

Artikel 1 - Prijs:

De principieel geïnteresseerde partij stelt een biedprijs voorop van € voor zover het na audit juist bevonden eigen vermogen van de NV, in overeenstemming met de balans en jaarrekening over ..., groter of gelijk aan dat bedrag is en voor zover de andere artikels van deze intentieverklaring een volledig gunstig resultaat tot gevolg hebben.

Artikel 2 – Legal en accounting audit:

2.1 De NV geeft hierbij toelating aan de accountant van de principieel geïnteresseerde partij een volledige audit uit te voeren op de integrale boekhouding van de afgelopen vijf jaar (..... tot en met) van de NV, met inbegrip van neven- en/of dochtervennootschappen. Deze audit mag ter plaatse gebeuren, met recht op kopiname.

2.2 De NV geeft ook toelating aan de advocaat van de principieel geïnteresseerde partij om een volledige audit uit te voeren op alle lopende contracten, arbeidsovereenkomsten, verzekeringspolissen en alle documenten die juridische gevolgen kunnen hebben voor de NV

Deze audit mag eveneens ter plaatse gebeuren, met recht op kopiname.

Artikel 3 – Verplichtingen tot geheimhouding:

De principieel geïnteresseerde partij verbindt er zich toe alle informatie strikt vertrouwelijk te behandelen en deze uitsluitend voor eigen rekening te gebruiken.

Artikel 4 – Audit van de marketing:

4.1 De NV geeft aan principieel geïnteresseerde partij het recht om een audit uit te voeren op al de marketinggegevens van de NV, met inbegrip van de informatie over de strategie en responsgegevens.

4.2 De marketing – respons - cijfers die uit deze audit blijken moeten conform zijn met de opgegeven cijfers tijdens de onderhandelingen én moeten een rendabele bedrijfsuitvoering toelaten.

Artikel 5 - Personeel:

Voor het afsluiten van de definitieve overeenkomsten moet er met het personeel een globale daling van de totale personeelskosten van overeengekomen zijn. Deze daling zal individueel vastgelegd worden, waarbij zoveel mogelijk gestreefd zal worden naar kostenreductie door fiscale en parafiscale optimalisatie. Ontslag zal zoveel mogelijk vermeden worden en zal desnoods opgevangen worden door vervangende tewerkstelling in een ander bedrijf.

Artikel 6 - Garantie:

De principieel geïnteresseerde partij is bereid de gebruikelijke garanties in de definitieve overnameovereenkomst in de tijd te beperken.

Artikel 7 - Inlooperperiode:

De principieel geïnteresseerde partij noteert dat twee maanden ter beschikking is na de ondertekening van de definitieve overnameovereenkomst. Nadien blijft hij principieel ter beschikking doch alsdan tegen een nog af te spreken vergoeding.

Artikel 8 – Overname kredieten:

De principieel geïnteresseerde partij maakt zich sterk dat hij de bij Bank lopende kredieten ook zal kunnen overnemen, uiteraard na het afsluiten van de definitieve overnameovereenkomst.

Artikel 9 – Algemene beschikkingen :

1. Nietigheid van één clause brengt niet de nietigheid van de overeenkomst met zich mee.
2. Onderhandelingen/besprekingen tussen partijen doen tussen hen geen contractuele of andere verbintenissen van welke aard ook ontstaan, behoudens desgevallend de definitieve overnameovereenkomst.
3. De huidige overeenkomst wordt beheerst door het Belgisch recht. De rechtbank van koophandel te Leuven is uitsluitend bevoegd om kennis te nemen van gebeurlijke geschillen.

Opgemaakt in tweevoud, waarvan een origineel voor elke partij, te, handtekening van beide partijen:

Annexe 5. – Exemple de structure de financement

EBITDA multiple	6			
Valeur d'entreprise	600.000			
EDITDA	100.000			
Croissances	5%			
Dette	Multiple	Montant		
Senior	2,00	200.000		
<i>Mezzanine</i>	1,50	150.000		
Junior	1,50	150.000		
Equity (shareholders funds)	1,00	100.000		
Spreads	Risk free rate	Spread	Intérêts	Remboursement
Senior	3%	2%	5%	Annuel
<i>Mezzanine</i>	3%	4%	7%	50 % rolled up
Junior	3%	7%	10%	100 % rolled up

Source : Lamon, H. (2015). Acquisitions, financement et cessions d'entreprises, Bruxelles : Editions Larcier,

Annexe 6. – Check list : Convention de cession d’actions

- I. Parties
- II. Objet – Nombre d’actions – Type d’actions – Autres titres
- III. Conditions suspensives particulières
- IV. Prix fixe/variable/révisable
- V. Modalité de paiement
- VI. Garantie sur le prix si paiement échelonné
- VII. Compte bloqué – Escrow account
- VIII. Earn-out sur certaines actions conservées
- IX. Obligations au Signing
- X. Obligations au Closing
- XI. Période intermédiaire
- XII. Solde de comptes actionnaires – Traitement des avantages en nature
- XIII. Résiliation de contrats emploi-dirigeant/management
- XIV. Respect ou fin des conventions d’actionnaires
- XV. Accord ou Prise de connaissance de tiers
- XVI. Clause de non concurrence
- XVII. Déclarations et Garanties
- XVIII. Clause d’indemnité sur les garanties
- XIX. Clause d’indemnité en cas de rupture
- XX. Engagements particuliers – Période transitoire
- XXI. Décharge aux administrateurs
- XXII. Clause de changement de circonstances – Force majeure (MAC)
- XXIII. Confidentialité
- XXIV. Communiqué aux tiers/ au personnel
- XXV. Clause spécifiques liées à la transaction
- XXVI. Clause d’interdiction de cession en dehors de l’Europe
- XXVII. Divers
- XXVIII. Droit applicable
- XXIX. Tribunaux ou arbitrage

Source : Guyot, C. (2012, Novembre). De la négociation à la réalisation d’une acquisition : structuration du processus contractuel. Séminaire Vanham & Vanham, Bruxelles, Belgique.

Annexe 7. – Article 629 du Code des sociétés

Art. 629.

§ 1er. [Les avances de fonds, prêts ou sûretés accordés par une société anonyme en vue de l'acquisition de ses actions ou de ses parts bénéficiaires ou en vue de l'acquisition ou de la souscription par un tiers de certificats se rapportant à des actions ou des parts bénéficiaires doivent satisfaire aux conditions suivantes :

1° les opérations ont lieu sous la responsabilité du conseil d'administration à de justes conditions de marché, notamment au regard des intérêts perçus par la société et des sûretés qui lui sont données. La situation financière de chaque contrepartie concernée doit être dûment examinée.

2° l'opération est soumise à une décision préalable de l'assemblée générale statuant aux conditions de quorum et de majorité prévues à l'article 558;

3° le conseil d'administration rédige un rapport indiquant les motifs de l'opération, l'intérêt qu'elle présente pour la société, les conditions auxquelles elle s'effectue, les risques qu'elle comporte pour la liquidité et la solvabilité de la société et le prix auquel le tiers est censé acquérir les actions. Ce rapport est publié conformément à l'article 74;

Si un administrateur de la société mère ou la société mère elle-même est bénéficiaire de l'opération, le rapport du conseil d'administration doit en outre spécialement justifier la décision prise compte tenu de la qualité du bénéficiaire et des conséquences patrimoniales de cette décision pour la société;

4° les sommes affectées à cette opération doivent être susceptibles d'être distribuées conformément à l'article 617. La société inscrit au passif du bilan une réserve indisponible d'un montant correspondant à l'aide financière totale;

5° lorsqu'un tiers bénéficiant de l'aide financière de la société acquiert des actions aliénées par la société conformément à l'article 622, § 2, ou souscrit des actions émises dans le cadre d'une augmentation du capital souscrit, cette acquisition ou cette souscription est effectuée à un juste prix.]

§ 2. [A l'exception de l'alinéa 1er, 4°, le paragraphe 1er ne s'applique pas :]

1° aux opérations courantes conclues aux conditions et sous les garanties normalement exigées pour des opérations de la même espèce, par des [2

établissements de crédit régis par la loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et des sociétés de bourse];

2° aux avances, prêts et sûretés consentis à [des membres du personnel de la société ou d'une société liée à celle-ci pour l'acquisition d'actions de ces sociétés, ou de certificats se rapportant aux actions de ces dernières;]

3° aux avances, prêts et sûretés consentis à [des sociétés dont la moitié au moins des droits de vote est détenue par les membres du personnel de la société, pour l'acquisition par ces sociétés], d'actions ou de certificats se rapportant aux actions de cette société, auxquels est attachée la moitié au moins des droits de vote.

Annexe 8. – Cour d'appel de Liège, 2 avril 2009, , R.D.C.-T.B.H., 2009/9, p. 965-969

« L'article 329 C. soc., interdisant à une société privée à responsabilité limitée, entre autres, d'accorder des prêts en vue de l'acquisition de ses parts par un tiers, est une interdiction d'ordre public.

Cette disposition vise de manière générale les avances de fonds, sans distinguer selon l'origine desdits fonds, apport des associés ou fonds provenant d'une ouverture de crédit consenti à la société.

Cette disposition ne vise par ailleurs que les avances de fonds consenties en vue de l'acquisition de ses actions de sorte qu'il convient toujours d'analyser la finalité de l'opération. La chronologie n'est pas déterminante de sorte que tombe sous l'interdiction le soutien financier qui, lors du financement du prix d'achat, est consenti au cessionnaire par la société cédée, après transfert des actions, lorsque ce soutien a dès le départ été conçu comme l'un des éléments de la cession. Des indications que le soutien était dès le départ conçu peuvent ressortir du défaut d'analyse du crédit par la banque pour un prêt consenti à des personnes physiques sans la moindre garantie, de la longue durée de l'ouverture de crédit pour laquelle la banque renonce, sans aucune explication, à l'indemnité de remplacement habituelle en cas de remboursement anticipé du crédit, du défaut de garanties pour le prêt accordé au cessionnaire contrairement aux différentes garanties imposées à la société cédée et de la contradiction que contient la documentation du crédit par rapport aux buts déclarés dudit crédit (d'une part au profit des fonds de roulement et d'autre part pour servir au remboursement d'un compte courant).

La nullité touche aussi bien le prêt consenti à la société que les actes qui y ont concouru, comme les garanties octroyées, et opère ex tunc.

Les parties doivent dès lors être remises en leur pristin état. Le juge a la faculté de modérer ce principe, soit parce qu'il considère que le rôle préventif de la sanction de nullité absolue serait compromise, soit parce qu'il estime que l'ordre social exige que l'un des cocontractants soit plus sévèrement frappé. Etant donné qu'un professionnel du crédit doit porter une attention particulière à la prohibition de fournir un soutien financier dans le cadre du financement d'opérations de rachat de parts, le juge décide de rejeter la créance de ce professionnel du crédit. »

Annexe 9. – Cour d’appel Mons, 16 avril 2012

« Une opération de descente de la dette prenant la forme de la souscription par une société cible d'un crédit garanti notamment par une mise en gage de son fonds de commerce, en vue de distribuer à la société qui a acquis ses parts sociales, un dividende régulièrement décrété permettant ainsi à cette société acquéreuse de rembourser le crédit à court terme qu'elle avait elle-même contracté pour réaliser cette acquisition, n'est pas prohibée par l'article 128ter des lois coordonnées sur les sociétés commerciales.

Une telle opération n'est par ailleurs pas nécessairement contraire à l'intérêt de la société cible. »

Annexe 10. – Cassation, 30 janvier 2015

« 1. Aux termes de l'article 629, § 1er, du Code des sociétés, tel qu'il est applicable au litige, une société anonyme ne peut avancer des fonds, ni accorder des prêts, ni donner des sûretés en vue de l'acquisition de ses actions ou de ses parts bénéficiaires par un tiers, ni en vue de l'acquisition ou de la souscription par un tiers de certificats se rapportant aux actions ou aux bénéficiaires.

2. Cette disposition interdit l'aide financière d'une société anonyme dans les cas, limitativement énumérés, de l'avance de fonds et de l'octroi de prêts ou de sûretés en vue de l'acquisition de ses actions ou de ses parts bénéficiaires par des tiers, ou en vue de l'acquisition ou de la souscription par un tiers de certificats se rapportant à des actions ou des parts bénéficiaires.

Cette interdiction tend à protéger le capital de la société et à garantir ses créanciers contre les risques d'insolvabilité qui peuvent résulter de l'avance de fonds et de l'octroi de prêts ou de sûretés.

L'avance de fonds et l'octroi de prêts ou de sûretés supposent la restitution de l'avance, du prêt ou des sûretés.

3. Dans la mesure où il est fondé sur la prémisse que « l'avance de fonds » ne suppose pas de remboursement, le moyen, en cette branche, manque en droit.

4. Pour le surplus, le moyen, qui, en cette branche, critique des motifs surabondants, ne saurait entraîner la cassation et est irrecevable à défaut d'intérêt. »

Annexe 11. – Cass. fr. (com.), 16 décembre 2014

Commentaire de Didier Poracchia, Professeur à l'école de droit de la Sorbonne (Paris

D).

« N'ont pas commis de faute de gestion les dirigeants de la société cible d'un LBO qui, malgré les mesures de restructuration, n'ont pu redresser la cible en raison des remontées de dividendes exigées par la société holding.

N'ont pas commis de faute de gestion ayant contribué à l'insuffisance d'actif de la société holding les dirigeants qui ont tenté de restructurer le groupe et de restructurer l'endettement de cette société par la signature d'un moratoire, mesures qui n'ont pu empêcher la mise en liquidation judiciaire de la société. »

Annexe 12. – Directive 2011/61/UE AIFMD – art. 30

Directive du parlement européen et du conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n°1060/2009 et (UE) n°1095/2010.

Article 30 - Démembrement des actifs

1. Les États membres exigent que, lorsqu'un FIA acquiert, soit individuellement, soit conjointement, le contrôle d'une société non cotée ou d'un émetteur en vertu de l'article 26, paragraphe 1, en liaison avec le paragraphe 5 dudit article, le gestionnaire qui gère un tel FIA, pendant une période de vingt-quatre mois suivant l'acquisition du contrôle de la société par le FIA:

- a) ne soit pas autorisé à faciliter, à soutenir ou à ordonner la distribution, la réduction de capital, le rachat d'actions et/ou l'acquisition de ses propres actions par la société, tel que précisé au paragraphe 2;
- b) pour autant que le gestionnaire soit autorisé à voter pour le compte du FIA dans les organes directeurs de la société, ne vote pas en faveur d'une distribution, d'une réduction de capital, d'un rachat d'actions et/ou d'une acquisition de ses propres actions par la société, tel que précisé au paragraphe 2; et
- c) dans tous les cas, mette tout en œuvre pour prévenir les distributions, les réductions de capital, les rachats d'actions et/ou l'acquisition de ses propres actions par la société, tel que précisé au paragraphe 2

2. Les obligations imposées aux gestionnaires en vertu du paragraphe 1 ont trait à:

- a) toute distribution faite aux actionnaires lorsque, à la date de clôture du dernier exercice financier, la valeur nette d'inventaire telle que définie dans les comptes annuels de la société est ou, à la suite d'une telle distribution, deviendrait inférieure au montant du capital souscrit, augmenté des réserves qui ne peuvent pas être distribuées en vertu de la loi ou des statuts, étant entendu que, lorsque le montant du capital souscrit non appelé n'est pas inclus dans les actifs figurant dans le bilan annuel, ce montant est déduit du montant du capital souscrit;
- b) toute distribution faite aux actionnaires dont le montant excéderait le montant des bénéfices à la fin du dernier exercice financier clos, augmenté des

bénéfices reportés ainsi que des prélèvements effectués sur des réserves disponibles à cet effet et diminué des pertes reportées ainsi que des sommes portées en réserve conformément à la loi ou aux statuts;

- c) dans la mesure où les acquisitions d'actions propres sont autorisées, les acquisitions par la société, y compris les actions précédemment acquises et détenues par la société, et les actions acquises par une personne agissant en son nom propre mais pour le compte de la société, qui auraient pour effet de faire tomber la valeur nette d'inventaire sous le montant visé au point a).

3. Aux fins du paragraphe 2:

- a) l'expression «distribution» employée au paragraphe 2, points a) et b), inclut notamment le paiement de dividendes et d'intérêts relatifs aux actions;
- b) les dispositions sur les réductions de capital ne s'appliquent pas à une réduction du capital souscrit dont le but est de neutraliser les pertes encourues ou d'inclure des sommes d'argent dans une réserve non distribuable à condition que, par suite de cette opération, le montant de ladite réserve ne soit pas supérieur à 10 % du capital souscrit réduit; et
- c) la restriction visée au paragraphe 2, point c), est soumise à l'article 20, paragraphe 1, points b) à h), de la directive 77/91/CEE.

Annexe 13. – Entretien avec M. Mickael Tabart, Partner chez KPMG Luxembourg

Mickael Tabart est Partner chez KPMG Luxembourg dans le secteur de la gestion des investissements. Fort de ses 15 ans d'expérience, il est spécialisé en audit des principales institutions financières et fonds d'investissements, notamment les fonds de private equity.

1. Quelles sont d'après vous les principales motivations d'un fonds de Private Equity pour se lancer dans une opération de LBO? Subsidiairement, au regard du resserrement des conditions d'emprunt bancaire, pensez-vous que les opérations d'acquisition utilisant un fort degré d'endettement n'ont plus aucune raison d'être ?

Le private equity, pour moi, c'est principalement du LBO. Il y a deux aspects : la restructuration financière de la société d'une part et profiter de conditions avantageuses que ces derniers peuvent obtenir d'autre part. Si on prend des très gros private equity comme Bain Capital par exemple, ils ont des sociétés affiliées qui sont dans du crédit et donc ils peuvent se fournir dans du crédit sans trop de problème, ils peuvent donc même aller sur de l'equity 20/80 ou 30/70 alors que généralement on est plus tôt sur du 50/50.

Le but du LBO c'est quand même de faire du leveraged, donc d'acquérir et de restructurer opérationnellement et au niveau managérial la société target pour qu'elle puisse générer des revenus pour rembourser cette dette d'acquisition. Et qu'au bout de 7 – 10 ans, la dette étant remboursée, l'exit soit dans tous les cas très positif. Le real estate, ils savent que le but c'est surtout de mettre de la dette et que le flux de revenu rembourse cette dette ensuite, il y a un effet de levier impressionnant. Le private equity c'est quand même fort basé sur cette notion de restructurer en mettant de la dette et en profitant de conditions intéressantes de financement et de pouvoir générer d'une manière ou d'une autre ce revenu qui permet de rembourser cette dette. Même si les banques à un moment donné étaient assez frileuses avec les problèmes de liquidité, à l'heure actuelle, il y a beaucoup de banques qui sont très « long », qui ont beaucoup de liquidité. Et même si Bâle II, Bâle III requiert une

capitalisation assez importante des banques, on voit quand même qu'elles ont une capacité de prêts private equity assez importante, notamment ce que l'on appelle l'equity bridge, qui n'était pas courant il y a encore quelques années et maintenant cela devient relativement courant pour des maisons connues de private equity.

2. Selon votre expérience, quels sont les principaux critères de sélection des cibles potentielles d'acquisition par LBO ? Pensez-vous que ces critères soient suffisamment pertinents pour prévenir des risques de défaillance ? Quels mécanismes les fonds de Private Equity ont-ils mis en place pour prévenir des risques de l'opération ?

Un des critères importants, c'est la capacité de pouvoir revendre, faire un exit de la société en temps utile. D'ailleurs, il y a une phrase célèbre de Schwartz ou KKR qui disait « les gens me félicitent quand j'ai acquis une cible mais ce n'est pas à ce moment qu'ils doivent me féliciter mais quand je fais l'exit ». Le but d'un private equity par le rachat d'une société, c'est qu'au bout de 6 ans, il fasse l'exit, alors avec une fois 2 fois 3 la mise. Parce qu'il faut ce retour sur investissement. Le pire serait de rester avec une société sur les bras dont personne ne veut, soit parce qu'on n'arrive pas à trouver un autre acheteur, soit parce qu'en IPO le marché n'est pas bon, ou que la société n'a pas suffisamment d'attrait pour avoir un IPO intéressant.

L'autre partie, c'est la capacité de restructuration pour pouvoir générer relativement à court terme ce revenu qui va permettre de redistribuer aux investisseurs mais aussi qui va permettre d'assurer le paiement de la dette en cas de structuration assez forte au niveau de la dette.

3. D'après vous, quelles méthodes d'évaluation doit-on privilégier dans le cadre d'une acquisition LBO ?

Je ne suis pas sûr que ça soit la notion de LBO qui soit la plus importante sur les méthodes d'évaluation. Il y a plusieurs critères : à quelle étape est la société ? Est-ce que la société est profitable ? Dans le cas par exemple d'une société qui n'est pas profitable, la notion d'EBITDA comparatif est moins pertinente qu'un DCF. En private equity, on est toujours sur ces deux méthodes : la méthode des multiples avec des comparables, basé sur l'EBITDA de sociétés listées sur lesquelles on dérive un

multiple qu'on applique sur l'EBITDA de société avec un discount selon certains facteurs. Nous recommandons généralement d'appliquer les deux méthodes pour voir si en appliquant les deux méthodes on arrive dans un range où il n'y a pas d'écart très important.

Ce sont les deux méthodes les plus utilisées en private equity c'est-à-dire pour des cibles qui ont un degré de maturité assez important.

4. Pensez-vous que les mesures de due diligence soient suffisamment poussées pour prévenir l'ensemble des risques liés à une telle opération ? Si non, quels sont les points particulièrement importants sur lesquels il faut mettre l'accent pour prévenir au maximum ces risques ?

On peut reprocher pas mal de chose aux private equity mais on ne peut pas leur reprocher d'être des amateurs. Ces gens savent très bien ce qu'ils font dans la mesure où leur rémunération vient principalement de leur capacité à générer du revenu et notamment lors de la sortie de l'investissement. Il y a un management fee, un frais de gestion mais la principale rémunération reste quand même le carried. Et donc cet incentive est quand même lié à leur capacité à choisir des bonnes sociétés, à les restructurer et à éviter que les sociétés ne performant pas comme ils l'entendent. Donc on pourrait difficilement leur reprocher qu'ils ne fassent pas leur due diligence d'une manière suffisamment rigoureuse.

5. Que pensez-vous du cadre légal actuel entourant les opérations de LBO ? Pensez-vous qu'une réglementation particulière sur les LBO serait la bienvenue ?

Il y a déjà une réglementation qui n'est pas directement liée aux LBO et qui n'est d'ailleurs pas souvent considérée, qui est la directive AIFMD. Il y a ce qu'on appelle acceptive rating qui régleme le fait que si un fonds prend le contrôle d'une société, il n'a pas le droit dans les deux ans de l'acquisition de réduire son capital pour notamment faire remonter du capital pour faire du remboursement de dette. C'est déjà une réglementation qui peut être vue comme assez difficile dans certains cas. Si j'acquière une société et que je décide de la restructurer parce que sa capitalisation ou en tout cas son ratio equity/ dette n'est peut-être pas spécialement le plus optimisé,

cette réglementation m'empêche de pouvoir le faire. Aller plus loin que ça, je ne vois pas directement le bénéfice d'introduire une réglementation à ce niveau-là.

Annexe 14. – Entretien Monsieur Didier Wanson,

Monsieur Wanson dispose d'une longue expérience dans le Risk Management auprès d'institutions bancaires telles que Fortis, BNP et la BIL.

1. Quelle est votre expérience dans le domaine de l'acquisition par LBO ?

Je suis Risk manager et j'ai dû réaliser entre 15 et 20 opérations de LBO, que ce soit des rachats de petites sociétés jusqu'à des participations de crédits syndiqués de rachat de sociétés cotées. Ces dernières années, c'étaient plutôt des mid cap, des sociétés entre 5 et 25 millions de CA, ce qui est aussi une part de marché importante et dans lesquelles on n'a pas les armées d'avocats, d'experts que l'on a dans les grandes opérations et le pur 'intuitu personae' que l'on a dans les petites opérations où c'est le gérant qui rachète parce que le bénéficiaire économique est à la retraite et où les choses de font de façon plus « consensuelle ».

2. Selon votre expérience, quels sont aujourd'hui les processus et mécanismes mis en place au niveau bancaire pour s'assurer du contrôle des risques des opérations de type LBO ?

Le rôle de la banque se situe à trois niveaux, le premier c'est intervenir comme conseil, parfois contre l'avis des intéressés, comme conseil sur justement la mise en place de mécanismes, pour attirer l'attention sur certains postes à évaluer qui semblent un peu bizarres, bien aider les gens à développer leurs hypothèses de travail, pour la réalisation du business plan notamment, ça, c'est une partie en amont ; il y a bien évidemment l'analyse financière, l'évaluation du business plan, l'évaluation surtout des hypothèses de travail parce que le reste, ce sont des calculs et des drag and paste qui sont relativement simples dans la majorité des cas mais c'est surtout de voir la consistance des éléments qui ont été pris en compte pour établir le business plan et donc en fonction de cette évaluation financière voir dans quelle mesure on va faire des stress tests, on va évaluer la manière de concevoir, de challenger le business plan de notre client et d'arriver à des hypothèses que l'on estime satisfaisantes et qui nous donne notre avis sur le financement de l'opération. La troisième opération, c'est la structuration du deal, si on dit OK on peut le faire , c'est la partie des conditions, on regarde un peu ce que le client lui-même propose,

*on a un panel de possibilités et en fonction de qui est votre interlocuteur, de sa valeur, de son expérience, etc., de l'évaluation que l'on a faite du business case et de sa résilience et des possibilités qu'il y a de prendre des sûretés, on va évaluer quel package de sûretés on doit mettre en place, quelle durée de financement, quel type de tarification, quel type de financement, bref tout ce qui est l'aspect contractuel. Ce sont les trois étapes principales, la quatrième est celle du suivi et là, c'est du day to day business bancaire, c'est pour cela que je la mets un peu à part, mais c'est important d'apporter un suivi adéquat de l'évolution de la reprise et de bien surveiller aussi la façon dont ça se passe entre l'ancien et le nouveau car il y a bien souvent une période de cohabitation et il faut faire en sorte que cette période de cohabitation soit une période positive de transmission et pas une période de bagarre intégrale
Quand vous parlez de suivi, vous voulez dire, voir si la cible suit bien le business plan, ...*

C'est un des éléments mais il n'y a pas que celui-là. Il s'agit aussi de suivre des éléments qui ne sont pas forcément dans la convention de crédit ou dans les covenants ou dans les engagements qui ont été pris mais aussi de voir un peu s'il n'y a pas de dérapage, si les choses se passent comme prévu au niveau de l'acquisition et de la conservation des clients, au niveau de certains contacts pour lesquels on a établi un pourcentage de contractualisation, voir si ce pourcentage était à peu près correct, voir s'il y a des besoins d'investissements supplémentaires nés suite à des oublis ou à des croissances inattendues et qu'il faut aussi mettre en place en sachant bien que souvent la période juste après la reprise est souvent une période relativement tendue au niveau des moyens financiers de la société. Donc, tout ce qui vient en trop au niveau coûts et aussi tout ce qui ne se réalise pas, c'est un moment crucial.

3. Quelles sont classiquement les sûretés et garanties mises en place dans ce type d'opération ?

Si on parle de grandes sociétés, normalement, dans la majorité des cas, ce sont plus des covenants, financiers et non financiers, liés aussi à une structuration d'un pool ou d'un ensemble d'intervenants financiers (pool s'il y a un accord de coopération entre

eux, sinon il s'agit de divers intervenants indépendants) qui donne chacun leur part dans le module de financement donc il y a une vue globale qui est faite ; en fonction de la qualité que l'on pense pouvoir donner au deal, en fonction de ses probabilités de succès, de la notoriété des personnes, de leur expérience etc. on va venir sur un panel relativement large. Quand je parlais de voir qu'elles sont les possibles sûretés à faire, on sait que dans le monde actuel, on ne peut plus prendre par exemple des sûretés portant sur les avoirs d'une cible dans le cadre de son rachat (assistance financière) mais rien ne nous empêche de prendre des sûretés au niveau des bénéficiaires économiques, que ce soit des sûretés réelles ou des sûretés au niveau des cautions et aussi d'essayer, je ne vais pas dire pour détourner la législation mais pour donner une certaine cohérence dans l'opération, aussi de donner un certain nombre de moyens financiers directement à la cible que l'on peut construire d'une autre manière pour permettre de fluidifier l'ensemble du financement. A partir du moment où on octroie du financement direct sur la cible, on peut avoir un certain accès aux avoirs de cette cible. Cela peut être un mécanisme de debt push down mais cela peut être aussi de remplacer par exemple un rachat du portefeuille de clients par des crédits qui sont octroyés au niveau de la cible, du crédit genre crédit fournisseurs, des choses comme ça, qui permettent de donner les moyens financiers globalement sur l'opération, tout en réduisant un peu le coût en amont, au niveau du coût de rachat. Ce que l'on peut faire aussi, par exemple, et là je reviens à ce que tu disais au début sur le lien entre les différents intervenants, la contractualisation et tous les aspects juridiques et associés, c'est que dans certains cas, dans son premier rôle, celui de conseiller, la banque peut juger pour certains aspects, notamment lorsqu'il y a un contrat dont la réussite de la reprise dépend intégralement, qu'il peut y avoir un certain étalement du paiement de la transaction en fonction du respect et de la réalisation de ce genre de contrats, qui sont des contrats clés, soit le prix soit la date de paiement sont variabilisés et étalés en fonction de ces éléments. Ce sont là tout un ensemble de choses qui permettent de faire en sorte que d'une manière ou d'une autre, le financement va se trouver plus au niveau de la cible qu'au niveau des acquéreurs.

4. Parce que c'est plus intéressant pour vous ?

Ce n'est seulement pour nous, La banque, évidemment c'est un métier et son produit c'est l'argent, on gagne de l'argent sur l'argent, c'est les intérêts que l'on facture mais je crois encore assez naïvement, même s'il y a eu tous les dérapages au niveau des banques d'investissement que le rôle d'une banque est d'avoir un rôle clé dans une économie et que dans ce cadre-là, pour moi en tout cas, le rôle de conseiller ce n'est pas seulement pour son bien-être à lui, pour se blinder au niveau des sûretés mais c'est aussi essayer d'avoir une relation la plus équilibrée possible avec l'acquéreur pour que chacun s'y retrouve, que la banque estime que le risque qu'elle prend est valable et bien établi et que l'investisseur qui met son argent s'y retrouve au niveau de son rendement ...

5. Comment une banque détermine-t-elle le maximum de dette qu'elle avancera dans un montage LBO ? Par exemple dans certains montages elle se limitera à 50% d'endettement sur l'ensemble de l'opération, alors que dans d'autres elle acceptera une proportion plus élevée.

*Il n'y a pas de règle. Je ne connais pas non plus de littérature qui dit : c'est comme ça. Je reviens sur ce que j'ai dit plus tôt : pour moi, les éléments clés sont : 1) la volonté et la capacité de l'actionnaire, surtout quand on est sur des deals de PME, l'acquéreur dit : moi j'ai tel ou tel moyen et le rachat, c'est autant. La question de voir ce que l'on va prendre et ce que l'on ne va pas prendre se pose assez rarement parce ce que l'on a une vue assez claire sur la volonté ou la capacité de l'acquéreur au niveau de l'apport qu'il peut amener. Dans 95% des cas, c'est une « donnée » et donc dans ces 95% des cas, les questions que la banque va se poser sont : 1) est-ce que le prix de l'acquisition est correct ? et 2) la part à prendre par la banque correspond-elle à notre appétit de risque dans ce genre d'opérations ? un des éléments qui va intervenir – mais ce n'est pas le seul – est la résilience des hypothèses car si dans un dossier, on voit des taux de croissance de 26%, 15%, 33%, il faut être relativement attentif à la possibilité, à la capacité de réaliser des taux de croissance aussi forts, ils ont peut-être réalisé un taux de croissance de 26% au cours de l'année écoulée mais qu'est-ce qui permet de dire qu'ils vont pouvoir continuer à ce rythme et l'autre, c'est sur base des **stress tests** et donc de l'évaluation que l'on a*

faits, c'est le calcul dans l'autre sens qui consiste à dire OK, combien de fois l'EBITDA, c'est-à-dire la capacité de la société à générer du cash utilisable pour ses CAPEX, pour ses actionnaires et en premier pour la banque, de voir quelle est la durée de financement et donc la génération d'EBITDA par rapport à la nouvelle dette que l'on juge acceptable. Sur cette partie-là, il y a en effet certaine littérature qui existe avec des éléments qui vont être aussi liés au secteur d'activité, des secteurs d'activité comme par exemple la pharmaceutique ont des taux de croissance potentielle qu'il faut évidemment vérifier mais des taux de croissance plus importants, des investissements plus lourds parce que ce sont des investissements en recherche et donc des rachats se font à des prix qui justifient que l'on ait un allongement de la période de financement, en tout cas de ce rapport EBITDA / prêt. En dehors de ça, en général, on considère que cinq à sept ans est une sorte de norme pour un secteur relativement classique. C'est notamment un des problèmes que l'on a quand on a des créations de start up. Là, on n'est pas dans du rachat de sociétés, mais dans la création d'entreprises, ce qui globalement revient au même, sauf que l'on ne peut pas se baser sur le passé pour prendre sa décision mais pour le reste, les problématiques sont assez similaires et là on peut en effet se poser la question de savoir si trois ans, cinq ans, sept ans, c'est bien. On considère en général que là-bas, pour ce genre activité, si on la lance, les taux de croissance doivent être supérieurs, sinon cela ne vaut pas la peine de le faire et donc on s'attend à avoir un rapport equity plus faible. Parfois, on est à la limite.

6. Vous parlez souvent du concept de stress test, vous pouvez m'en dire davantage ?

Il importe pour un financeur ou un investisseur de savoir dans quelle mesure il peut se baser sur le business plan qu'il reçoit. Un business plan, c'est toujours la même chose : une année ou deux années, tu es un tout petit peu en dessous de zéro ou tout juste à l'équilibre et puis c'est l'envolée vers nirvana absolu où on ne sait plus quoi faire des bénéfices engrangés... Est-ce que cette situation-là est représentative de ce que l'on peut en effet attendre ? Pour évaluer ça, il faut évaluer la matérialité des hypothèses qu'on vous présente. Si on présente un business plan qui est basé sur des commandes passées, des contacts très avancés, on pourra dire que la matérialité du

business plan qui est présenté est assez importante et que la probabilité de réalisation de ce qui est prévu est assez forte. Par exemple, si le business plan est basé sur le maintien du chiffre d'affaire actuel, et que quelques économies sont faites, parce que exemple le dirigeant qui sort qui demandait beaucoup plus que celui qui reprend, que de nouveaux investissements ne sont pas nécessaires, que les charges de remboursement se terminent l'année prochaine, etc. et que quelques efforts de rationalisation vont être faits. Evaluer si le chiffre d'affaire que l'on fait de manière quasi récurrente depuis 5 ans va encore se réaliser l'année 6, 7 et 8 c'est autre chose que de justifier des taux de croissance de 25% par an où il sera généralement possible de le justifier la première année parce qu'il y a quelque chose de plus tangible, mais est-ce que l'on pourra encore garantir 25 % de croissance, l'année suivante et encore l'année suivante ? Ce sont tous ces éléments-là que l'on évalue, et en fonction de la consistance du business plan ou en tout cas des hypothèses retenues, on va revoir les chiffres présentés pour faire ce que l'on appelle le stress test, c'est-à-dire que l'on va se baser sur des hypothèses que l'on juge un peu plus réalistes. Peut-être celles du client sont-elles réalistes mais elles sont incertaines, donc on va se baser sur une sorte de 'worst case', dans lequel on se dit : ok, le client 15% de croissance, moi je trouve que 5%, ça serait déjà beaucoup, on refait alors les évaluations sur base de ces éléments-là, on regarde un peu la consistance du business plan. Evidemment, ce n'est pas simplement changer au niveau du chiffre d'affaire et puis éventuellement adapter les achats en fonction du pourcentage et garder tout le reste identique, il faut aussi regarder, et c'est un peu plus complexe, surtout quand on n'est pas à la manœuvre et que l'on n'a pas l'ensemble des paramètres, le business case du client, et il faut aussi avoir aussi une attention toute particulière sur les postes de charges qui sont prévus, les économies prévues sont-elles réalistes ou réalisables ? Est-ce que réellement si on fait moins de chiffre d'affaire que prévu, les frais d'électricités ou de chauffage vont être réduits en proportion ?

C'est le 'worst case scenario' ou stress test assez classique.

Un autre point auquel je suis très attentif, surtout pour des entités un petit peu plus importantes, c'est que très souvent, si tu as eu un taux de croissance de 5% pendant 5-6 ans, on garde 5% en croissance linéairement et tout se passe bien. Mais il faut bien garder en tête que la structure de coûts n'est souvent pas linéaire, et au plu la

structure est petite, au moins la structure des coûts va être linéaire. Car linéaire c'est souvent frais fixes, plus frais variables, avec les frais fixes qui sont réellement fixes et les frais variables que l'on fait en fonctions du chiffre d'affaire. Or dans la réalité, ce n'est pas forcément comme ça que cela se passe, dans le cas d'une société avec 5 ouvriers, pour faire une croissance de 5%, est-ce qu'on peut avoir un demi-ouvrier ? Cela veut dire que l'on va peut-être devoir en engager un 6^{ème}, qui va coûter plus, qui va permettre de suivre l'évolution sur l'année suivante sans avoir d'augmentation mais qui sur l'année 1 va représenter un surcout. Surtout dans les petites entités, il faut regarder quels sont les éléments de flexibilité, et en général l'évolution des frais se fait en escalier, plutôt qu'en linéaire. Et donc il convient de faire attention à ces éléments-là, de voir s'ils sont vraiment parlants et doivent être pris en compte ou non pour évaluer l'évolution des frais.

7. Eu égard à votre connaissance du marché bancaire, pensez-vous que les conditions d'acceptation d'emprunt pour ce type d'opération se soient aujourd'hui resserrées et soient moindres qu'il y a quelques années ?

Moindres que les années un peu folles, certainement, il y a aussi des injonctions (pas des obligations réglementaires) mais des injonctions qui font que l'on doit y regarder de plus près ; en même temps le marché a quand même été un petit peu nettoyé, même si maintenant on recommence à voir des petites choses. Il ne faut pas oublier non plus que les banques travaillent dans un environnement concurrentiel et que c'est normal que les clients fassent aussi jouer la concurrence et que si quelqu'un est d'accord de financer selon les intérêts que l'acquéreur a, de financer une part plus grande ou avec des sûretés plus faibles ou à des conditions plus satisfaisantes ou les trois, l'acquéreur va faire son shopping. Ce que l'on espère, c'est que la partie conseil qui a été faite, l'accompagnement que l'on a mis en place intervienne quelque part dans le choix du client, qu'il y ait une sorte de récompense à celui qui a le mieux conseillé mais c'est parfois compliqué quand on dit à un client : non, non, ce que vous proposez, cela ne va pas. Oui, mais l'autre banque, elle, est d'accord. Eh bien, nous pas. Et on explique pourquoi. A ce moment-là, ou bien le client va chez l'autre, ou bien, cela l'amène à réfléchir et même en étant plus cher ou en prêtant moins, on va faire le deal.

En résumé, on ne peut pas donner de règles bien précises. Je pense quand même que les banques sont maintenant plus prudentes mais que la concurrence farouche fait que quand il y a un bon projet, tout le monde va se battre pour le faire et à des conditions particulièrement attractives, parce qu'il y a une vision à plus long terme.

8. Quel est le principal intérêt de recourir au Leveraged lors d'une acquisition ?

Au niveau des PME, dans plus de 80%, ce sont vraiment des problématiques de succession, soit par l'âge soit parce que la personne a envie de faire autre chose, soit parce qu'il y a eu un accident de vie et que l'on doit se réorienter. Je dis 80%, je n'ai pas de chiffres mais je pense que c'est quand même l'écrasante majorité. Dans le cadre des PME, on a plus de MBO que de LBO avec le même rapport de 80 %. Souvent, ce sont des gens qui sont déjà soit à l'intérieur de la société, soit des clients, soit des fournisseurs, un MBO un peu élargi, mais un investisseur qui arrive comme ça, c'est quand même assez limité. Et donc on a, par rapport à la vision banque, un certain avantage pour évaluer le risque, car on a quelqu'un en face de soi qui a une vision de ce qu'est la société et qui donc sait déjà ce qu'il a envie de faire, ce qu'il peut faire; il sait comment l'entreprise fonctionne, il connaît sa philosophie, sa culture (car même une petite entreprise a une culture) ; quand on va dans une petite boîte, on voit directement si le management est un management par stress et par pression ou si c'est hypercool ou si c'est très organisé. Si on entre dans un bureau et qu'on voit des piles de papier, on a déjà compris un certain nombre de choses. Ce sont des éléments non tangibles qui ne vont pas se retrouver dans un business plan mais qui vont jouer sur l'aspect humain, le mode de fonctionnement et qui sont parfois aussi importants que le business plan. Évidemment pour transcrire ces éléments- là en termes de SWOT, pour prendre une décision, c'est un petit peu plus compliqué. C'est facile de dire, l'EBITDA est de 15%, c'est bon ou ce n'est pas bon, il suffit d'avoir une petite calculette, même pas une HP, ça marche tout seul. Quand il faut essayer de faire transparaître des feelings, des sentiments, des manières de considérer l'interlocuteur, c'est plus complexe à matérialiser pour un décideur.

9. Fort de l'expérience acquise dans les 15 projets de LBO que vous avez accompagnés, quel est selon vous le risque principal lors d'un LBO ?

Si on est sur les PME, le risque premier est le risque humain. C'est le gars qui pense qu'il va faire mieux que l'autre, qu'il a toutes les capacités et qui se plante parce qu'il a sous-estimé les choses, qu'il n'a pas respecté des gens, qu'il s'est fâché avec ses 3 plus gros clients en disant : cela va de toute façon aller, même sans vous et qui se casse vraiment la figure. Récemment, et parmi tous les dossiers que j'ai vus, j'en ai vu peu pour lesquels les hypothèses étaient complètement farfelues ; j'en ai vu où on a fait des stress tests assez âpres parfois parce qu'on pensait en effet que les hypothèses étaient largement trop optimistes ; parfois on s'est trompé, parfois on a un dossier où entre le stress test que l'on a fait et sur base duquel on a donné un accord et les chiffres qui sont ressortis l'année après l'opération, ça se jouait à un fifrelin du stress test, pas des hypothèses du client ; on avait donc quand même mis le doigt sur quelques petites choses un peu bizarroïdes, un peu wishful thinking du business plan et on a pu les relayer et le client a pu voir que par rapport à ce qu'on lui avait dit, on était dans le bon à plus de 80%.

10. Pensez-vous que certaines mesures seraient de nature à réduire ces risques de défaillance ?

Il y a l'autre aspect, l'aspect vision banque ; ce sont les sûretés qui vont permettre de réaliser cet aspect et aussi la structuration des deals. On essaye aussi de faire en sorte, comme je l'ai expliqué tout à l'heure, d'avoir des apports supplémentaires, de faire des étalements et parfois le vendeur est tout à fait d'accord, et on arrive assez rapidement à avoir son agrément pour un certain phasage, voire une certaine prise de responsabilité ou de risque de la part du vendeur en donnant une sorte de garantie qu'il reçoive les 20 % restants de l'achat après deux ans suivant telles ou telles conditions et que lui dise OK, je comprends, je suis d'accord et l'acheteur nous dit : mais comment avez-vous eu cela. Mais en fait, c'est lui qui l'a eu, pas la banque. On vient avec des arguments précis et le vendeur se range à notre avis. Un LBO et un LBO qui se passe bien, c'est quelque part, un jeu à 3 dans lequel les conseillers, etc. jouent aussi mais en binôme mais le LBO qui fonctionne bien n'est pas celui où on présente au financier un projet en lui disant : voilà, vous le faites ou vous ne le faites

pas ; dites-moi quelles sont vos conditions. Ça ne fonctionne pas trop, trop bien sauf de nouveau pour des grosses opérations parce que là en effet, il y a 50 experts mandatés par le vendeur, 200 par l'acheteur et dans un tel cas de figure, il s'agit seulement de dire : je prends 3 % ou 10%, tout le reste, tous les conventions financiers sont déjà établis et c'est « take it or leave it ».

Pour revenir sur le principal risque d'un LBO dans une PME, il s'agit du risque humain. C'est le contremaître qui fonctionne super bien comme contremaître et le jour où il devient gérant, il ne sait plus trop comment faire et subitement, parce qu'il doit faire d'autres trucs, il ne parvient plus à gérer des équipes avec lesquelles il a travaillé pendant 10 ans.

Maintenant, il ne faut pas oublier que dans les crédits, le banquier est à peu près la seule personne qui est payée pour se tromper. D'office, tout ce qui se passe bien, on ne va pas le voir. Ce qu'il a refusé et qui se passe mal, on ne va pas le voir non plus. Ce qu'il a refusé et qui se passe bien, on va se dire c'est dommage. De temps en temps, on est face à un échec, à un truc dans lequel on croyait pourtant. Il y a parfois des éléments moins évidents qui interviennent et qui font que cela ne passe pas. Il y a de temps en temps un deal où on a un bon contact, où la personne a l'air raisonnée et raisonnable, elle sait clairement ce qu'elle veut faire et une fois les choses mises en place, cela se passe tout à fait autrement. Mais le but de la banque ne peut pas être – ne devrait jamais être d'entrer dans des deals, de prêter de l'argent parce qu'on est bien couvert. Ce n'est pas parce que le gars a une belle maison qui vaut 500 000 € qu'on va lui payer 400 000, on est à l'aise sur son hypothèque, si on n'a pas le feeling que derrière, avec ces 400 000 €, il va faire un bon business et se développer. On ne fait pas du crédit parce que l'on a de bonnes suretés, encore moins évidemment quand on est dans un environnement où particulièrement pour ce genre d'opérations, une bonne partie est faite sur base d'engagements de faire ou de ne pas faire. Ce ne sont que des engagements moraux.

11. Conversation à bâtons rompus

Dans une PME, une due diligence, c'est une évaluation de stocks. Il faut repasser en revue les principaux contrats, les délais de paiement, ... Mais cela va être l'évaluation du stock, la valeur des machines, du bâtiment éventuel, et puis voilà.

La due diligence est l'opération la plus coûteuse quand tu rachètes, une banque de taille moyenne, par exemple, cela représente 50 personnes pendant 5, 6 semaines dans une data room, qui vont évaluer toutes les procédures, tous les crédits, etc. pour dire si le bilan reflète la réalité.

Quand on est dans une PME, on peut revenir sur une petite partie que l'on va décaler de 2 ans et qui servira un peu de garantie, d'assurance qu'il n'y ait pas de cadavre dans le placard et qui fait que la banque va confirmer. Au niveau de la banque, cela ne va rien changer mais au niveau de l'acheteur, il y a 20% qu'il ne devra décaisser que dans 2 ans. Et s'il est arrivé des choses entre-temps, ce ne sera pas 20 mais 10 ou 5 ou 0. Ce sont des choses plus faciles à faire quand on est en MBO parce que soit ce risque est très réduit, soit il y a une certaine communauté de vues entre l'acheteur et le vendeur et cela permet d'arriver à des accords qui sont bien pour l'acheteur et qui sont favorables aussi pour le financeur puisque son intervention sera plus limitée et dès lors son risque plus faible.

Annexe 15. – Entretien Madame Sophie Delcourt, Agent de Stimulation à la Transmission d'Entreprise auprès de l'Union des Classes Moyennes

Le Gouvernement wallon a inscrit une action « Renforcement des actions de sensibilisation à la transmission d'entreprises » dans l'axe II « Soutenir le développement de l'Industrie par une politique d'innovation et de croissance des entreprises » du Plan Marshall 4.0.

L'AEI (Agence pour l'Entreprise et l'Innovation) et la SOWACCESS sont chargées du dispositif wallon des Agents de Stimulation à la Transmission d'Entreprises qui a été lancé le 1er février 2017 en collaboration avec l'UCM, la CCI et la WFG.

Nous, les ASTE (Agents de Stimulation à la Transmission d'Entreprises), sensibilisons de manière proactive les entrepreneurs wallons aux différents aspects de la transmission de leur entreprise.

On est 5 ETP (effectifs temps plein) représentés par 7 personnes à travailler sur toute la région wallonne, moi par exemple, je m'occupe de la Province de Liège, j'ai deux autres collègues directs de l'UCM, un sur le Hainaut et un sur le Brabant Wallon et puis j'ai quatre autres « collègues », on peut les appeler comme ça parce qu'ils font exactement la même chose, de la CCI et de la WFG, qui sont sur Namur, Luxembourg pour la CCI et les cantons de l'Est pour la WFG.

1. Quel est la mission/le rôle de l'UCM dans une transmission d'entreprise ?

Notre mission est de :

- Sensibiliser les dirigeants de PME wallons à l'importance de bien préparer la vente de leur entreprise*
- Les orienter dans leur démarche et leur réflexion*
- Détecter leurs besoins d'accompagnement par un partenaire agréé de la SOWACCESS (professionnels de la transmission d'entreprise)*
- Les mettre en relation avec ces professionnels en fonction de leurs besoins*
- Les informer sur l'existence de plateformes de mise en relation avec des acquéreurs potentiels*

Le projet en résumé vise à empêcher que les entreprises ferment ou se délocalisent et donc le but est de se rendre compte que le baby-boom d'il y a 50 ans, c'est le papy-boom aujourd'hui et on veut que les 'papys boomers' transmettent leur société, parce

que l'on veut que l'acquis du point de vue richesse de connaissances reste sur le sol wallon et que les emplois soient maintenus.

Nous nous sensibilisons à partir de là. Quand on a la personne vraiment en face de nous, on lui explique un peu le processus de transmission. On est vraiment au tout début de la phase de transmission, on va réorienter la personne par rapport à ses besoins, prenons un exemple : je suis face à quelqu'un, c'est une transmission familiale, ils ont leur comptable depuis toujours, ils ont une valorisation de leur entreprise, de quoi d'autre peuvent-ils avoir besoin ? De conseils juridiques pour tout ce qui est transmission familiale par exemple. Donc je vais dans ce cas précis plus les orienter vers un partenaire agréé Sowaccess dont le core business est la transmission familiale (partenaires permettant aux cédants de bénéficier des aides). Une short list de 4 opérateurs est toujours proposée. Nous conseillons toujours au cédant de rencontrer tous les opérateurs repris sur la liste. Et nous, notre rôle s'arrête là, dès que le cédant a choisi son opérateur. Bien entendu, je peux toujours les accompagner lors de leur premier rendez-vous s'ils le souhaitent et également continuer à les suivre et ce, plus dans une optique de soutien émotionnel/psychologique. Nous ne faisons pas de diagnostic d'entreprise, de la valorisation, ... nous ne sommes pas des experts techniques.

2. Personnellement, avez-vous déjà été confrontée à une transmission d'entreprise avec un fort degré d'endettement ?

Non. Ce côté fait partie du repreneur. Notre travail est axé cédant.

Le repreneur est vu comme un porteur de projet et donc s'il a besoin d'aide financière, celle-ci sera détectée par les conseillers en création de l'UCM et réorientée vers des organismes d'aides comme la Sowalfin par exemple.

3. A l'UCM, disposez-vous d'une approche personnalisée en fonction du profil du cédant (chef d'entreprise, salarié, demandeur d'emploi, etc.) ?

Notre approche étant de sensibiliser, nous nous adaptons à chaque RDV avec un entrepreneur potentiellement cédant,

Par exemple, nous pouvons tomber sur des gens qui disent : voilà, ma société vaut autant. Mais la valeur n'est qu'une fourchette. Et là, il faut aussi bien leur faire comprendre que la valeur n'est pas le prix. Et parfois leur dire qu'il ne sera pas possible de vendre leur société à ce prix-là, ce qui peut être très difficile à faire comprendre. Mais c'est principalement l'opérateur qu'ils auront choisi sur base de leurs besoins qui va devoir faire ça. Il va devoir faire comprendre à la personne que la valorisation n'est pas le prix et que le prix attendu dans la poche n'est pas ça non plus.

4. Selon votre expérience quelles sont les principales motivations derrière une acquisition/transmission d'entreprise ? Subsidiatement, d'après vous quel est l'intérêt d'un repreneur d'utiliser le LBO pour acquérir une entreprise ?

Généralement, les entrepreneurs que nous rencontrons, souhaitent arrêter leur activité pour :

- *profiter, soit parce qu'ils ont déjà autre chose sur le côté, soit parce qu'ils ont envie de vivre plus sereinement et de profiter pleinement de leurs activités (loisirs, sports, ...)*
- *des problèmes de santé qui sont de plus en plus fréquent et qui les empêchent de continuer à être actif comme ils le souhaitent.*

Ce qu'ils ne savent pas spécialement, c'est que la transmission d'une entreprise peut prendre du temps et qu'il arrive que lorsque nous les rencontrons, ils ne sont plus assez motivés que pour tenir encore quelques années. Une transmission peut prendre entre 3 à 5 ans. Ce qui paraît encore plus long pour des personnes qui ont déjà dépassé l'âge de la pension et comptent plus de 45 ans de carrière.

Mais je m'attends aujourd'hui à ce qu'on tombe sur des personnes beaucoup plus jeunes, qui ont déjà créé leur boîte à 25 ans. Dans 15 ans, on va tomber sur tous les étudiants-entrepreneurs qui vont remettre une boîte parce qu'ils voudront racheter une autre et je pense que ça, ça va donner un bon coup de fouet au développement économique parce que généralement si on vend assez tôt, il reste plus de possibilités de développement. Le jour où on rachète une société, il faut tout de suite se dire : je la rachète parce que je sais que je la revendrai. Il faut continuer ce processus-là. Ou quand je crée une boîte, je sais que de toute façon, je la revendrai. Cela va aussi être

un relationnel entre le cédant et le repreneur, parce que le cédant peut toujours encore avoir des idées qui peuvent être intéressantes pour le repreneur. Je pense que les meilleures transmissions sont celles où le cédant a encore une vraie notion stratégique par rapport à son entreprise et qu'il peut transmettre ça aussi au repreneur et faire de belles choses.

Ce qui peut arriver, c'est que dans des cessions on demande que le cédant reste encore quelques mois en consultance ou quelque chose comme ça. Et là, ça va être du pur relationnel, parce qu'il ne faut pas non plus que le cédant reste le patron de la boîte à la place du repreneur.

Je pense aussi que les plus belles transmissions ne sont pas celles qui se font seules mais bien celle où le cédant comme le repreneur/les repreneurs sont accompagnés et bien entourés.

Pour l'utilisation du LBO pour le rachat d'une société, c'est une question technique qu'il faut aborder avec les opérateurs / les spécialistes de la transmission.

5. Quels sont d'après vous les risques principaux liés à une transmission ? Pensez-vous que les dispositions légales en la matière soient suffisantes pour couvrir ces risques ?

L'aspect émotionnel, c'est celui qui n'est jamais maîtrisable, même jusqu'au moment de signer. On a encore eu un témoignage d'un bureau de cession acquisition qui disait que jusqu'à la dernière minute, il a déjà eu des gens qui se sont levés et qui sont partis, alors que c'était le jour de la signature, juste pour un mot mal interprété. Ce facteur-là ne sera jamais mesurable. Il va pouvoir être diminué. Nous, quand on pose nos premières questions, il y a bien sûr une vue globale purement financière, mais il y a tout le reste à côté, on leur demande s'ils prennent des vacances, ce qu'ils ont prévu de faire après, etc. Et ce ne sont pas des questions anodines du tout, justement on veut savoir s'il y a vraiment quelque chose de concret pour la suite, parce que des gens qui ont créé leur boîte, c'est 90% de leur temps. On leur pose aussi des questions très spécifiques du genre : quelle idée ils se font du repreneur, quelles qualités devrait-il avoir ? Est-ce qu'un duo de repreneurs serait préférable à un repreneur seul ?

Le risque humain ne peut être diminué que si on est sûr qu'il y a quelque chose après, qu'ils ont une activité à côté ou qu'ils ont déjà planifié leur avenir post entreprise depuis quelques mois ou années (voyage, expatriation, ...).

Le premier risque vraiment principal, c'est le côté émotionnel dans tous les types de transmission (transmission tiers, familiale, ...) : le risque de ne pas avoir quelque chose de prévu pour l'après, de ne pas s'être imaginé son avenir. C'est un risque pour le repreneur si le cédant n'a pas cela. Et du point de vue du cédant, si tout compte fait, sa vente se fait très vite, il ne va pas comprendre, il va être perdu. Et c'est là que plein de choses peuvent arriver auxquelles on ne s'attend pas du tout.

6. Subsidiairement, comment sensibilisez-vous les cédants ou cessionnaires à ce type de risque ?

C'est principalement l'accompagnement et ce qui va ressortir dans les premiers rendez-vous. Généralement, on a un ou deux rendez-vous avec l'entrepreneur, le gérant de société. Là, on passe déjà pas mal de questions en revue.

De plus, pour que leur dossier soit complet, il leur est demandé de passer un test sur le site de la Sowaccess – il y a un test cédant et un test repreneur. Ce test pousse le cédant à prendre conscience de certaines choses et va les interpeller sur leur entreprise. Il passe en revue les questions essentielles à se poser dans le cadre d'une transmission d'entreprise à travers différents modules : environnement managérial, environnement macro-économique et concurrentiel, ressources et gestion de l'entreprise.

Pour exemple, si à la phrase « vous gérez et centralisez les activités de votre entreprise. Vous déléguez peu et prenez la majorité des décisions », le cédant potentiel répond par oui, il verra apparaître un bonhomme rouge qui le renverra à cette réflexion. « Pour augmenter vos chances de transmettre votre entreprise dans les meilleures conditions, il serait opportun de déléguer progressivement certaines tâches que vous réalisez seul/e au sein de l'entreprise.

En effet, une entreprise trop dépendante de son dirigeant sera plus difficile à transmettre. ». Bien entendu, il se peut que le cédant soit seul et donc la réflexion amenée ne sera pas pertinente.

7. Quelles sont, selon votre expérience, les causes d'échec de l'application des LBO aux PME ?

Les échecs, on les connaît plus par discussion avec les bureaux de cession acquisition. Comme cause d'échec, on retrouve entre autres l'émotionnel et le prix. Des informations complémentaires pourront être apportées lors d'un RDV avec un opérateur agréé.

8. Il ressort d'une étude menée en France que les repreneurs sont « avides » d'échanges entre repreneurs afin de dégager notamment des « best practices », disposez-vous à l'UCM d'une structure de ce type ?

La Sowaccess a des clubs de repreneurs auxquels nous avons déjà participé. Ca aborde tous les aspects de la reprise. Le club repreneur permet d'aider à définir le projet de reprise et à se poser les bonnes questions. Egalement, il donne des outils, des connaissances qui facilitent la poursuite du projet de reprise. Et il permet aux repreneurs d'échanger sur les problèmes rencontrés, comparer les solutions trouvées, avec le concours d'un coach, d'experts en transmission et d'autres repreneurs.

9. Disposez-vous de documents types que vous pouvez mettre à la disposition des candidats vendeurs/repreneurs ? Lettre d'intention ? cf. documents mis à disposition sur le site de l'UNIZO

Non, nous n'en faisons pas vu qu'on n'intervient pas jusque-là. Ce sont les opérateurs agréés qui font ses documents.

Annexe 16. – Entretien Monsieur Guy Berna

Monsieur Guy Berna est un entrepreneur ayant réalisé quelques opérations d'acquisition d'entreprise en recourant pour partie à l'endettement.

1. Quelle est votre expérience dans le domaine de l'acquisition par LBO ?

Ce que j'ai fait, c'est 2-3 opérations où il y avait évidemment du financement et de l'effet de levier derrière, qui était plus lié notamment à du Management Buy Out, mais où derrière il fallait évidemment trouver des solutions de financement.

Ça a été notamment le cas sur une activité alimentaire en Pologne. On travaillait avec une partenaire dans une filiale d'une société belge, et à un moment donné est venue la question de la suite, et donc on a réfléchi ensemble à la question. Elle avait des apports relativement limités, et on a donc réussi finalement à organiser un MBO/LBO en combinant les deux. C'était aussi lié à un point légal à l'époque là-bas qui voulait que l'actionnariat devait rester majoritairement de l'actionnariat domestique et pas trop international. Etant donné ses capacités propres de financement, ce point a compliqué les choses. Dans le cas présent, une structure faîtière de tête n'était pas vraiment nécessaire, on l'a envisagé à un moment donné, et puis finalement on est resté dans un actionnariat direct car c'était plus simple. Si on avait mis une holding, ça aurait dû être une holding locale, car s'il y avait eu une holding étrangère, elle aurait été majoritaire et légalement, comme je l'ai dit, ce n'était pas possible, et avoir une holding locale ne présentait vraiment aucun intérêt.

2. Quelles étaient vos motivations principales lors de l'opération ? Subsidiairement quel est/était votre principal intérêt de recourir au Leveraged lors d'une acquisition ?

J'ai fait les Sciences économiques à Namur, et j'ai directement commencé à travailler en banque, mais depuis toujours j'avais envie de faire quelque chose dans le monde industriel et l'opportunité s'est présentée à un moment. J'ai commencé à travailler en 1989 et l'opportunité s'est présentée en 1993. Et je me suis dit, faisons autre chose que de la banque pure, c'est le bon moment. C'était une approche plus 'opportunistique', c'est ce que j'ai d'ailleurs essayé de faire plusieurs fois par la suite dans d'autres directions où là, ce n'était pas sous forme de LBO mais en quelque sorte plus du « capital à risque » en investissement direct sur deux autres

projets.

3. Lors de la phase de recherche de la cible, quels sont/étaient vos principaux critères de recherche ?

Je dirai que l'élément clé est d'abord un élément relationnel. Je suis convaincu que les business plan, c'est beau sur papier, cela sert éventuellement lors de la mise en place de l'organisation juridique ou de la discussion sur le financement ou vis-à-vis de partenaires financiers. Il faut quand même donner l'impression d'un peu de sérieux, en essayant de structurer quelque chose mais ça reste comme on dit en anglais du 'wishful thinking'. On ne sait pas prendre en considération tous les risques, tous les facteurs et tous les éléments. Et puis dans l'approche que j'avais et que j'ai encore, c'est : je suis plus en « investisseur passif » dans le sens où je ne suis pas tous les jours dans le suivi de la boîte, parfois d'ailleurs à mes dépens, mais c'est un accompagnement de projet car j'ai par ailleurs mon activité professionnelle qui me prend beaucoup de temps. On sait très bien qu'il faut essayer plusieurs projets pour qu'il y en ait un qui réussisse. Puis deuxièmement, il y a tout simplement une satisfaction. Il y a par exemple un autre projet, un restaurant sur Charleroi où on est en partenariat également. Mais un peu de la même manière, c'est-à-dire que depuis toujours, mon épouse et moi, on s'était dit que l'on avait envie de faire quelque chose dans la restauration, mais on n'était pas en mesure de le faire nous-mêmes, de nous impliquer complètement dedans, parce qu'il faut de la qualification et du temps. Dans ma jeunesse, au niveau familial, on avait une activité de restauration-hôtellerie donc j'avais quand même une petite idée de ce que ça implique en terme d'engagement. Et là, avec mon épouse, on est plus en position d'assistance, je dirai à la fois sur le plan financier et aussi des réflexions de management, des réflexions stratégiques.

Dans un autre cas qui colle un peu plus, j'ai une de mes connaissances qui a fait une opération immobilière à Madrid et on a fait un petit pool d'investisseurs, et en plus, comme il avait des actifs tangibles ayant quand même une certaine valeur, au-delà de la mise de fonds du pool d'investisseurs, il a fallu aller chercher du financement par effet de levier et on est resté dedans deux bonnes années. Et là, je vous disais, sur 5 projets qu'on tente, il y en a peut-être un qui réussit. Eh bien, celui-là a réussi au-delà de mes attentes. Là, on était plus sur de l'effet de levier parce qu'il y avait des actifs tangibles qui, d'un point de vue, notamment bancaire, étaient acceptables. Par

contre, c'est vrai que lui a fait un pool d'investisseurs, d'une certaine manière, il y avait un LBO à ce niveau-là : il a mis sa mise initiale et nous, on l'a accompagné, et dans ce cas précis, il y avait une relative structuration. Mais ça dépend vraiment des spécificités : ici, par exemple sur l'Espagne, au niveau de la fiscalité, la meilleure façon de procéder, c'est de faire des « prêts participatifs ». C'est un prêt, un peu de type prêt convertible, c'est à la fois un prêt sous forme de montant avec normalement une rémunération prévue. Il n'y a pas une durée prévue très claire, mais qu'on estime en général entre 3 et 5 ans, mais il y a une participation derrière : théoriquement, au bout des 3 à 5 ans, l'actif est revendu et la plus-value est partagée entre les investisseurs. Si tout fonctionne bien, on a à la fois de la rémunération sous forme d'intérêt, ou qui sont en tout cas au niveau de la fiscalité espagnole compté comme des intérêts, pas comme des dividendes, et à côté de ça, on a une participation à la plus-value.

Je vous ai parlé tout à l'heure de la Pologne. Là, il y avait vraiment des aspects fiscaux légaux, très spécifiques. Au niveau espagnol il y a des aspects légaux et fiscaux très spécifiques aussi. C'est toute la question de savoir si on trouve quelqu'un qui maîtrise bien ces sujets-là, et on en revient à ce que je vous disais sur l'aspect de confiance dans le partenariat qui, pour moi, est un des aspects fondamentaux parce qu'il faut que ça ait du sens. Maintenant, au niveau espagnol, à titre tout à fait personnel, on s'est acheté, à peu près à la même époque, un appartement en Espagne parce qu'on était vraiment convaincu que le marché espagnol était au plus bas, c'était le moment où la situation des banques espagnoles était catastrophique, et je me disais qu'il allait y avoir un gros nettoyage au niveau des portefeuilles bancaires. Nous avons donc pu acheter un bien parce que le marché immobilier était vraiment très bas. Et en discutant avec mon intermédiaire, il m'a confirmé et m'a montré les prix sur Madrid, sur la région, et je me suis dit : tiens, on va essayer là-dessus aussi. Donc, il doit y avoir du relationnel, il doit y avoir du feeling, il doit y avoir de 'l'opportunistique', il doit y avoir vraiment plein de choses qui se combinent.

4. Subsidiairement pensez-vous que les structures mises en place (par les Régions) soient suffisantes pour accompagner le cédant et le cessionnaire dans l'ensemble du processus de transmission ?

Des instances parapubliques ? J'ai essayé, mais le cahier des charges et les

contraintes sont tellement lourds que quelque part à un moment donné, je n'ai pas voulu aller plus loin. On a eu le cas parce que j'ai fait un autre investissement en Pologne dans du commercial au niveau du vin, une connaissance a essayé de lancer une activité de vente de vins français en Pologne. On a créé une structure parce que même s'il était résident fiscal polonais, il était encore considéré comme étranger, donc on a du goupiller un petit truc, et là on avait été voir des organismes de type parapublique. Mais en fait c'est toujours le même problème : ils veulent avoir des business plan mais ils aimeraient bien déjà avoir une sorte d'historique – d'activité ou des capacités du management à gérer ce genre de projet. Or, comme je vous dis c'est de 'l'opportunistique' aussi, il y a une idée qui se présente, et on se dit : tiens, est-ce que je n'essayerai pas cette idée-là, sans être obligatoirement être top expérimenté, qualifié sur le sujet. Ce n'est pas parce qu'on a fait des études de commerce qu'on devient d'office à la fois un bon manager de société et à la fois un bon directeur commercial.

J'avais regardé notamment sur le premier projet en Pologne des aides au niveau des fonds communautaires – européens. J'avais dit à ma partenaire, l'Union européenne essaye de financer au niveau du développement régional un certain nombre de chose set on avait regardé de ce côté-là. Mais là aussi le cahier des charges était adapté à des sociétés plus de pointe, sur des secteurs plus de pointe, et nous, nous étions sur l'alimentaire. Ils préféreront investir dans des sociétés qui ont des projets technologiques etc. plutôt que dans de l'agroalimentaire traditionnel.

5. Quel est selon votre expérience le risque principal associé aux opérations de Leverage Buyout ? Comment avez-vous pris en compte ce risque lors de vos opérations ?

Le premier risque, c'est au niveau de la confiance. C'est-à-dire que même si vous connaissez le partenaire depuis longtemps à titre privé, cela ne veut pas dire pour autant qu'il n'y aura pas des difficultés au niveau des relations professionnelles voire de l'activité en soi. Je vais reprendre le cas sur l'alimentaire en Pologne. On se connaissait parce qu'on avait travaillé ensemble dans ce secteur-là mais les qualités de gestionnaire que je lui trouvais quand on était dans une structure bien organisée, ce n'était plus ça quand on était dans notre propre structure. C'est-à-dire que quand vous êtes un manager de société et qu'il y a un cadre existant, vous vous inscrivez

plus dans des plans et budgets pluriannuels, dans une structure, dans une organisation, ce qui n'est pas du tout la même chose si vous êtes sur votre propre activité, en particulier dans une phase de lancement où vous pensez que parce que vous avez été bon manager dans le secteur, d'office vous allez être bon manager dans votre propre société. En vous disant : puisque c'est ma propre société je vais être encore plus motivé mais on n'a pas toujours les reins aussi solides. Ainsi, on a dû notamment faire face à de la concurrence de sociétés de plus grosse taille, qui ont pu se permettre de faire une guerre des prix, par rapport à laquelle nous, nous n'avions pas les reins assez solides. Gérer une société, une filiale, dans un groupe qui existe c'est une chose, gérer - même dans le même secteur, la même activité, les mêmes produits - sa propre société, c'est tout à fait autre chose.

Ensuite, ce que je retiens vraiment comme plus grosse expérience, c'est la problématique du cash-flow. C'est à dire qu'on peut avoir des tas de commandes, des tas de livraisons, si les paiements derrière ne sont pas bien gérés ou se passent mal c'est mortel. On a les fournisseurs à payer, mais si on a pas derrière les recettes qui arrivent au moment où on doit payer les fournisseurs, ça commence à devenir plus difficile : ils se méfient de vous, ils ne vous accordent plus des délais qu'ils vous accordaient auparavant, voire ils demandent le paiement à la livraison. Et si vous devez, vous, aller demander du paiement à la livraison auprès de vos clients alors que vous ne le faisiez pas auparavant, cela se complique. Le cash-flow et la gestion des liquidités au sens large nous ont mis en très sérieuses difficultés sur l'activité là-bas. Sur l'activité du vin en Pologne, on revient plus à la question de la qualité du management, on peut avoir de très bonnes formations, on peut être passionné sur un sujet, on peut penser qu'on connaît bien le marché etc. mais à un moment donné, il y a des impondérables qui vont dans tous les sens. Reprenons l'exemple du restaurant à Charleroi : je fais un suivi mensuel sous forme graphique, quand il y a eu les attentats de Bruxelles, on voit le creux aux environs des mois de mars, avril en termes de fréquentation du restaurant. C'est des impondérables sur lesquels on a aucune emprise et qu'il faut arriver à digérer et là, on est de nouveau dans la problématique de gestion des liquidités, de gestion des cash-flows. Il s'agit de pouvoir faire le gros dos quand il y a des moments difficiles parce qu'il y a des fournisseurs à payer,

l'ONSS ou la sécurité sociale. Il faut rester dans des cadres assez clairs, sinon vous êtes vite mis en difficulté.

Je reviens aussi sur le business plan : la grande inconnue, c'est la façon dont la concurrence va s'adapter. Vous pouvez dire que vos coûts d'approvisionnement c'est autant, la marge est d'autant, vous imaginez un prix de vente et puis, si vous avez un concurrent qui vient vous casser les prix, le business plan tombe à l'eau. Ce qu'on a eu sur la partie alimentaire en Pologne, on vendait des produits de boulangerie, mais nos clients étaient à la fois des boulangers et des pâtisseries, et nous n'avions que les produits de boulangerie (en tout cas dans la phase de départ) et donc quand les clients allaient chez les concurrents qui leur disaient «on vous fait un prix sur les produits de boulangerie si vous prenez les produits de pâtisserie, nous on n'arrivait pas à être compétitif sur les produits de pâtisserie et du coup, ils pouvaient acheter des produits du même type que ceux que nous vendions mais ils pouvaient l'avoir à des prix bradés de l'autre côté parce que les concurrents se rattrapaient sur des produits où nous n'étions pas présents. Vous voyez, ce sont tous des éléments qu'un business plan ne peut pas intégrer, il ne peut pas intégrer des événements qui n'ont rien avoir avec le marché. La restauration, par exemple, est fort sensible à la météo, à des événements comme la coupe du monde de football, au fait que la Belgique est qualifiée ou pas ; si la météo est superbe, les gens feront peut-être plus vite un barbecue chez eux que d'aller au restaurant. C'est tout une série d'impondérables qui sont difficiles et puis il y a la concurrence, la recherche et développement (au sens large). Là aussi, au niveau de l'activité alimentaire en Pologne, il était vraiment important d'avoir des produits qui évoluaient puisque le secteur alimentaire évolue, donc il faut prévoir des budgets R&D qui tiennent la route. Et on a parfois tendance, pour des problèmes de cash-flow, à aller pomper dans des poches où vous vous dites que finalement, ça ce n'est pas tellement important maintenant , mais à moyen et à long terme, cela peut avoir des répercussions importantes.

Par exemple, sur l'activité vin en Pologne, il y a eu à un moment des accises sur les produits alcoolisés étrangers, parce que le gouvernement polonais voulait soutenir la production et la consommation de vodka par rapport au vin ou à la bière, produits concurrents, il y a donc toute une série d'impondérables. Puis on a eu des fournisseurs qui nous disaient « oui mais livrer en Pologne... », il y a tout cet aspect

de devises vu que la Pologne n'est pas dans la zone euro. Vous pouvez dire : je prends une marge avec le taux de change plus ou moins à ce niveau-là, imaginons le taux est de 4 zlotys pour un euro, le zloty à un moment donné flambe à 4,20, et ça vous ne savez pas toujours comment les répercuter au niveau de vos marges. C'est du multidimensionnel et c'est du permanent. Vous pensez avoir résolu un problème mais tout d'un coup, c'est comme dans un bateau, il y a un trou à gauche, vous pensez l'avoir colmaté, et tout d'un coup, il y a une fuite à droite, et vous n'arrivez pas toujours à combler tous les trous.

Les business plans, les projections, c'est à vérifier au jour le jour. La seule chose, mais ça il faut évidemment arriver à pouvoir tenir sur le temps, c'est de pouvoir à un moment donné se dire : il y a des cycles, j'apprends à savoir quand sont les hauts et quand sont les bas. Je sais que telle saison, ça marche mieux parce qu'il y a tel événement. Par exemple, la St Valentin pour un restaurant est un moment fort, la fête des mères, vous savez qu'il peut y avoir des hauts à ce moment-là, mais inversement, vous espérez que l'été soit plus ou moins correct au niveau météo. On a prévu des travaux sur le resto, on les fait cette semaine-ci et heureusement parce que la météo n'est pas terrible, les gens ne seraient de toute façon pas venus. Ils viennent pour la terrasse, mais il ne faut pas non plus qu'il fasse trop chaud sinon comme je le disais, ils vont faire des barbecues, tout ça ce sont des impondérables. Et faire des business plans sur 3 à 5 ans c'est bien, mais encore faut-il arriver à tenir 3 ans.

Et c'est la notamment où le banquier voit plutôt l'aspect financier et où on est plus dans de l'estimation de flux attendus, etc. Mais comme je le disais tout à l'heure, on est quelque part dans du wishful thinking, dans de l'instinctif.

Le problème, c'est que ça peut aussi bien venir de la ligne haute du bilan que de ligne intermédiaire : on peut avoir un problème parce que les recettes ne sont pas aussi bonnes qu'espérées mais alors il faut analyser pour quelle raisons on vend moins bien : est-ce que ce sont les vendeurs qui sont pas bons, est-ce le produit qui n'est pas adapté, etc. c'est vraiment une recherche permanente et en même temps sur toutes les lignes intermédiaires aussi. Les taux d'intérêt sont très bas maintenant, donc ça a du sens mais est-ce qu'on peut faire des projets sur 5 ans ou 8 ans en gardant les mêmes taux d'intérêt que maintenant, j'ai des doutes.

6. Conversation à bâtons rompus

Un autre point aussi, mais qui tient plus de la philosophie, c'est que quelque part dans les mentalités que nous avons ici, on ne peut pas échouer. Quand on lance une activité, on est censé réussir et si on ne réussit pas, c'est la catastrophe. Par rapport notamment aux mentalités anglo-saxonnes, on n'est pas du tout dans le même type de mentalité. Je lisais encore récemment que la plupart des grosses sociétés, en tout cas au tout début, ont présenté leur projet à 52 partenaires qui n'en ont pas voulu et puis en désespoir de cause, ils se sont lancés seuls ou ont finalement trouvé quelqu'un. Ils se sont peut-être plantés, puis ils ont relancé. C'est quelque chose qui n'est pas dans nos mentalités ici. Quand vous échouez sur un investissement, d'office tout le monde va vous juger, et puis vous allez avoir peur. Si vous allez auprès d'investisseurs potentiels, bancaires ou autres, on va dire « il a échoué, c'est qu'il n'est pas bon ». Et puis, il faut aussi savoir jusqu'où on peut aller tout seul sans se mettre en danger. J'ai la chance d'avoir quelques clients, qui ont des actifs importants, avec qui on a déjà discuté de la possibilité de participer dans certains de mes projets, mais dans le même temps, je me dis que si jamais ça tourne mal, c'est la relation que je mets en difficulté avec un de mes clients professionnels. Et ils ne sont pas prêts à prendre des risques. J'ai un client de mentalité anglo-saxonne, je le sens plus prêt à faire ça, mais dans les clients de mentalité européenne, si on rate c'est un échec. Donc ça freine beaucoup de gens, ça leur fait peur, c'est le financier qui est le maître d'œuvre et qui peut, à un moment, tuer l'esprit d'initiative. Je pense que c'est une des raisons pour laquelle la Wallonie a des difficultés. C'est qu'on est plus dans une mentalité d'assisté que dans une mentalité où on se lance et où on prend les risques, etc. On voit bien, que ça soit en Allemagne ou en Flandre, il y a plus des petites sociétés que chez nous en Wallonie; être un indépendant n'est pas quelque chose de très valorisé et de très valorisant.

Je pense que c'est lié, notamment à une culture latine très typique, des Français, des Wallons. Par rapport aux Anglais, aux Scandinaves qui n'hésitent pas à se lancer et que l'on ne va pas juger. En plus, on est dans une mentalité encore très 'fraternité, liberté, égalité'. Donc on pense qu'un patron, c'est nécessairement un profiteur qui exploite son personnel. Du côté mentalité anglo-saxonne, on est beaucoup moins dans ce cadre-là, on n'hésite pas à mouiller sa chemise, et puis évidemment, si ça marche tant mieux, tandis que ici, si ça marche, il faudrait partager. C'est vous qui avez pris

les risques mais c'est tout le monde qui doit pouvoir en tirer des avantages. Par contre, si vous vous plantez c'est vous qui en supportez tout seul les conséquences.

Annexe 17. – Entretien avec Maître Edouard Franck, avocat au barreau de Liège, du cabinet Henry & Meersch

Maître Edouard Franck est diplômé du master en droit à finalité droit des affaires de l'Université de Liège et inscrit au barreau de Liège depuis 2009. Il a notamment la transmission d'entreprise dans ses matières de prédilection.

1. Quelle est votre expérience dans le domaine des acquisitions utilisant un fort degré d'endettement ? Intervenez-vous généralement plutôt à la demande du cédant ou du repreneur ?

Nous faisons beaucoup de cessions ici, mais nous nous intéressons fort peu à l'aspect financier parce que ce n'est pas notre travail. Les gens viennent, ils ont l'argent ou ils n'ont pas l'argent, et nous, nous rédigeons la convention pour mettre en forme ce que les parties ont convenu. Au niveau financement, on nous dit que ça sera payé comme ci ou comme ça, mais nous intervenons fort peu à ce niveau-là sauf quand il y a des aspects juridiques, parce qu'on veut faire remonter du cash, ou faire du rachat d'actions propres, des choses comme ça. Pour le reste, que l'opération soit payée cash, sur fonds propres, ou sur crédit, pour nous, ça ne change pas énormément. Si ce n'est que parfois, il faut mettre des garanties en place quand on travaille pour le vendeur pour s'assurer qu'il va être payé. Ce qui nous intéresse au niveau financier c'est plutôt le timing : A quel moment va-t-on payer ? Quelles sont les garanties ? Les comptables, les banquiers s'occupent de la mise en place des montages financiers, et nous, nous veillons au timing : quand est ce qu'on paye ? Et si c'est un paiement différé, que pouvons-nous mettre en place pour avoir des garanties ?

Là, la dernière opération sur laquelle je travaille, c'est 80% du prix tout de suite, et puis il y a un délai d'un an pour payer le solde, pour être sûr que toutes les clauses de garantie sont correctes et qu'il n'y a pas de mauvaises surprises.

Là où on intervient aussi au niveau du prix, c'est quand il y a des earn-out. Pour trouver le mode de calcul, la procédure à mettre en place. Mais à nouveau, ce n'est pas nous qui le conseillons au client : parfois dans une négociation, s'ils coincent sur 100.000 euros, on leur propose de prévoir une partie variable en fonction des résultats à venir, mais c'est risqué, parce qu'on ne sait pas comment le nouveau repreneur va gérer l'entreprise. Souvent le cédant reste un peu, mais ce n'est pas

toujours souhaité non plus. Et quand on était le patron et qu'on doit se mettre à travailler avec quelqu'un d'autre, humainement c'est parfois difficile. On a eu le cas ici, un dossier où c'est un groupe financier qui rachète une boîte, et ils font entrer dans le capital de la holding le patron de la boîte qu'il rachète, lui vend les parts de sa société et il en réinvestit une partie au sein de la holding. Lui, c'est un vrai industriel, eux, c'est des purs financiers, ils n'ont pas tenu 6 mois ensemble. Parce qu'eux veulent faire remonter du cash et lui veut développer l'entreprise. Donc, c'est deux visions diamétralement opposées et après 6 mois, ils étaient en conflit. On a dû négocier pour le sortir de la holding et qu'il revende ses parts.

2. Selon votre expérience, quelles sont les principales motivations qui sous-tendent une transmission d'entreprise?

Le plus souvent c'est une fin de carrière. Parfois, il y en a qui veulent juste prendre leur bénéfice. Ils ont développé leur boîte, elle tourne bien et ils veulent en sortir. Ou alors pour maladie.

Mais c'est souvent quand même un arrêt de carrière, le souhait de faire autre chose, il y a des cessions où ils essayent de faire rentrer de nouveaux investisseurs, mais c'est plus rare. Je viens de traiter un dossier, où c'est effectivement une augmentation de capital, où ils font rentrer des investisseurs publics, pour développer l'activité. Dans ce cas, ce n'est pas vraiment une cession, mais on perd quand même un peu la main sur sa boîte. Seulement pour développer certaines choses, il faut du cash, et le cash on le trouve où on peut.

3. Quel est selon votre expérience le risque principal associé aux opérations de transmission d'entreprises ? Problème de confidentialité ? Informations fournies inexactes ? Dol ? Comment vous prémunissez-vous et protégez-vous votre client contre ce risque lors de votre intervention ?

Premièrement, il y a le paiement du prix. L'idéal, c'est d'arriver avec le chèque bancaire certifié le jour de la signature. Quand ce n'est pas le cas, on dit quand même à notre client d'être prudent, de voir s'il a vraiment confiance.

Un autre risque, c'est de ne pas savoir reprendre l'activité. Le cédant qui est là depuis 15 ans et qui fait tourner sa boîte, parfois il a acquis un savoir-faire, un know how important et quand il part, le repreneur peut parfois être embêté, parce qu'il n'a pas le bon contact client ou qu'il ne s'entend pas avec les employés, etc. Il y a quand

même tous ces facteurs humains qui jouent un rôle.

Et puis, il y a effectivement le fait d'avoir de mauvaises surprises : une chose qu'on a « oublié de dire » dans les négociations et on se retrouve avec un litige imprévu pour des centaines de milliers d'euros, on a déjà vu aussi, et c'est là que si les clauses de garantie sont bien libellées, il y a moyen d'aller rechercher quelque chose. Maintenant est-ce que la personne qui a vendu et qui s'est fait de l'argent l'a toujours ? C'est aussi un risque. L'idéal dans ce cas serait une garantie bancaire, mais parfois la personne n'a pas envie de bloquer 1/3 du prix sur un compte. Si elle veut partir en Amérique du Sud s'installer au chaud, après il est impossible de récupérer l'argent.

4. Dans le cas d'un problème, on se reportera le plus souvent à la garantie, plutôt que d'annuler purement et simplement la convention ?

On va plus essayer de récupérer une partie du prix en activant les clauses de garantie plutôt que de purement et simplement annuler. Vous parliez de dol etc., je vois moins souvent cela. J'ai eu un ou deux dossiers, où on a essayé de faire annuler la cession parce ce que notre client s'est fait complètement tromper. Mais en règle générale, les gens sont quand même corrects, on reste sur une partie du prix qu'on essaye d'aller rechercher parce qu'il y a quelque chose qui n'a pas été dit, volontairement ou pas (il y a des choses qu'on oublie ou auxquelles on n'a bêtement pas pensé, ça arrive). Nous nous allons plutôt partir sur une tentative d'indemnisation que sur une annulation. Parce que souvent, les gens ont quand même envie de faire le projet, ils ont envie de reprendre la boîte, et ça ne les arrange pas d'annuler la cession.

5. Selon vous, quel est l'ampleur et l'impact du risque humain/psychologique sur le processus de transmission ?

Il est énorme! Il y a des gens pour qui c'est toute leur vie qui est en jeu. Le dernier gros dossier dont nous nous occupons concerne une réorganisation judiciaire, et le client en face de moi, 50 ans, pleure tellement c'est dur sur le plan émotionnel pour lui. Il se bat depuis des années pour sauver son entreprise et là, il a signé les conventions ce matin et il a « tout perdu » parce qu'il n'y a pas un euro qui va lui revenir. C'est la boîte que son grand-père avait monté; donc l'aspect émotionnel est très fort. Parce que c'est un échec et en plus, ils perdent l'entreprise familiale. Un autre cas que j'ai eu récemment, c'est un orthodontiste qui veut associer ses deux

collaborateurs. Là aussi augmentation de capital, ils rentrent dans la boîte pour devenir associés. Et toute la discussion est de savoir s'il veut bien perdre la main. Est-ce qu'il veut bien aller vers 1/3, 1/3, 1/3 ou est-ce que ce sera plutôt 51% et les deux autres qui se partagent le reste.

6. Pensez-vous qu'une disposition serait de nature à éviter ce risque humain ?

Ce serait de donner carte blanche aux avocats, parce que parfois il y a des dossiers qui capotent sur un détail. Parfois, on dit au client de ne pas tout faire capoter pour un détail mais s'il refuse par question de principe, on ne va le « forcer » à signer.

Il arrive parfois, et c'est un peu dommage, que sur un truc, les relations se dégradent entre le vendeur et l'acheteur. Et là c'est une catastrophe, le deal souvent ne se fait pas, car quand la confiance ne règne plus entre les deux, c'est problématique. La confiance cédant-cessionnaire est très importante, et c'est un facteur humain qui est difficile à canaliser. Il peut arriver parfois que ce soient les avocats qui font capoter la transaction. Si l'avocat que l'on a en face de soi est insupportable, la relation entre les avocats peut poser problème aussi. Tous les intervenants peuvent être très utiles, mais ils peuvent aussi faire capoter toute une opération, ce qui est un peu dommage parce qu'à la base, si on va voir un avocat c'est pour être conseillé, pas pour qu'il fasse foirer toute l'opération. Mais je reste convaincu de la plus-value apportée par les avocats. Parfois certains se disent qu'ils ne vont pas dépenser x milliers d'euros pour la convention, mais quand je vois les gens qui viennent et qui ont fait ça sur un coin de table, je me dis : « ça aurait été bien de faire une clause de garantie, ça aurait été bien de savoir ce qu'on fait du compte courant, etc. » Pour nous, c'est un réflexe d'y penser vu qu'on en fait tout le temps : une personne normale va peut-être céder une boîte dans sa vie, ou deux, nous on a l'expérience de tous les cas qu'on a vus, on va penser à des choses qu'une personne qui en est à sa première cession ne va pas imaginer, on a déjà eu tellement de choses. Cela fait 8 ans que je suis au barreau et j'ai déjà vu des choses surprenantes qui font qu'au prochain dossier je m'en rappellerai. Alors ceux qui sont là depuis 30 ans, je vous laisse imaginer leur expérience. Peut-être que 9 fois sur 10, il n'y aura pas de problème, mais voilà, le jour où ça va mal aller, ils ne seront pas préparés.

Comme pour tous les facteurs humains, c'est un élément essentiel, mais juridiquement

on ne peut pas faire grand- chose pour éviter cela.

7. Disposez-vous de documents types que vous pouvez mettre à la disposition des candidats vendeurs/repreneurs ? Lettre d'intention ? Convention de confidentialité ?

Chaque dossier est unique. On a effectivement une convention type dont on part pour se rappeler tous les points à aborder, mais à chaque fois elle est quasiment modifiée intégralement. Parce que selon l'activité, selon le mode de financement, etc. il y a tellement de facteurs qui entrent en jeu que les gens qui vont sur internet, qui prennent une convention et qui remplissent les trois blancs - j'en ai déjà vu-, c'est une véritable catastrophe et ce n'est pas du tout adapté, parfois ils oublient les comptes courants, plein de choses du même genre, et ensuite, ils sont un peu embêtés.

Il y a les clauses types de la fin qui sont utiles et qu'on ne modifie en pratique jamais, du style : les annexes font partie de la convention, tout est dans le contrat, le présent contrat annule les précédents de l'accord, qu'est ce qui se passe en cas de nullité, le litige, etc. ce sont des clauses types de fin de convention, ce n'est pas le cœur de notre travail.

8. Pensez-vous que la limitation de l'assistance financière (article 629 du C. des soc.) soit une bonne mesure?

Il y a des cas où cela peut être opportun. Mais quand il faut vider la société cible pour la racheter, c'est déjà mauvais signe, on va la priver de ses liquidités. Si elle avait ces liquidités-là, c'est quand même qu'elle en avait besoin. Ou alors c'est juste qu'il faut sortir ces liquidités sous une autre forme pour ne pas devoir racheter de la liquidité, parce qu'il y a de grosses sommes sur le compte, il suffit dans ce cas de sortir l'argent. Mais vider de ses moyens financiers une société pour la racheter, ce n'est pas idéal. Pour moi, il y a un risque dès le départ. Mais bon parfois c'est la seule solution pour que le deal se fasse, il y a des cas où ça ira et des cas où ça n'ira pas. Et puis il y a un risque de responsabilité, si on fait n'importe quoi, que l'on laisse la société vidée de ses actifs sachant que cela va conduire à sa perte, aussi bien chez le cédant que chez le cessionnaire, il y a quand même un souci. C'est une question de juste mesure aussi, pour moi l'enjeu central c'est : est-ce que la société cible a besoin de ce cash-là ou pas ? Et si elle en a besoin mais que vous le sortez quand même, vous savez que ça ne va pas aller. Et si elle en n'a pas besoin, on peut

toujours le sortir d'une autre manière. Quand la filiale finance la mère, ce n'est jamais idéal, c'est un cas classique de mise en cause de la responsabilité des groupes de sociétés : on a vidé la filiale pour essayer de faire vivre la mère.

Economiquement, si ça peut être utile pourquoi pas, mais je n'y suis pas très favorable. On sent très bien qu'il y a un problème quelque part et que ça met en péril la boîte.

9. Eu égard au fait que la Cour de Cassation estime que les opérations de debt push down ne doivent pas être considérées comme de l'assistance financière, pensez-vous que les dispositions relatives à cette assistance financière soient encore pertinentes ? Ne faut-il pas tout bonnement les supprimer ?

Les avocats sont quand même ingénieux, ils peuvent trouver toujours plein de moyens pour « contourner » le système. On trouvera toujours des solutions quand il faut faire sortir le cash. C'est une disposition qui a peut-être perdu son intérêt.

10. Conversation à bâton rompus

Notre plus-value réside dans la rédaction des clauses de garantie. Au final, la convention est composée pour moitié voire aux 3/4 des clauses de garantie. Parce que c'est vraiment l'enjeu de l'opération, ça permet aussi de prendre connaissance de la boîte et de découvrir où sont les potentiels problèmes. Les gens qui signent en se disant qu'ils regarderont les comptes plus tard courent à la catastrophe. Quand on fait les clauses de garanties, c'est en lien avec l'audit et on peut découvrir déjà pas mal de choses à ce moment-là.

Parfois sur certaines garanties, on sent une réticence de l'autre partie et on se demande ce qu'il y a derrière et en creusant un peu, parfois, on trouve une solution et d'autres fois, on va se retirer du dossier. Toutes ces discussions-là sont vraiment intéressantes.

Les garanties vont surtout se rapporter au passif : les déclarations fiscales ont bien été faites, il n'y aura pas de contrôle fiscal et s'il y a un contrôle fiscal et que l'on se rend compte que la déclaration fiscale qui a été rentrée ne va pas, dans ce cas vous paierez la différence. C'est essentiellement fisco-social, mais il y a aussi tout ce qui

est contrats en cours – dire que les contrats vont bien pouvoir être poursuivis, que les créances sont récupérables, qu’il n’y a pas de comptes courants, de dettes vis-à-vis de la société, qu’on ne doit rien au gérant, etc. Tous ces points- là sont quand même centraux dans la discussion.

Il y a aussi les actifs – vérifier que les actifs ne sont pas gagés, pas hypothéqués ou qu’ils le sont à hauteur d’autant. Les créances, c’est bien beau, s’il y a un million de créances mais si ce sont des créances d’il y a 6 ans qu’on ne récupère jamais, il faut quand même le savoir. Récemment, dans une cession sur laquelle on travaille, nous sommes confrontés à une franchise et donc il y a une relation intuitu personae avec le gérant, il faut l’agrément du franchiseur et là, ça coince un peu. Les contrats en cours vont-ils pouvoir se poursuivre ? ou est-ce que dans le cas du départ du gérant, les contrats vont tomber ? Dans le cas qui nous occupe, si on n’avait pas analysé le contrat de franchise, le client n’aurait peut-être pas vu ce problème, il signait et le lendemain, la franchise lui écrivait en lui indiquant ne pas être au courant du changement de gérant et que le contrat était terminé.