

L'ART DES FUSIONS ET ACQUISITIONS

Interview Marc Cosaert, Marc Guns et Werner Huygen

2-3

UN MINIMUM DE FOUINEURS

Optimiser le processus de vente

4

LE MARCHÉ DU CRÉDIT FIXE LE PRIX

Le financement des M&A

5

IMPOSITION DE L'ACQUISITION

Fiscalité des M&A

6

LES 100 PREMIERS JOURS SONT CRUCIAUX

L'intégration de la transaction

7

Des questions concernant cette problématique ?
Vous voulez consulter ce dossier également en ligne ?

 www.lecho.be/transaction

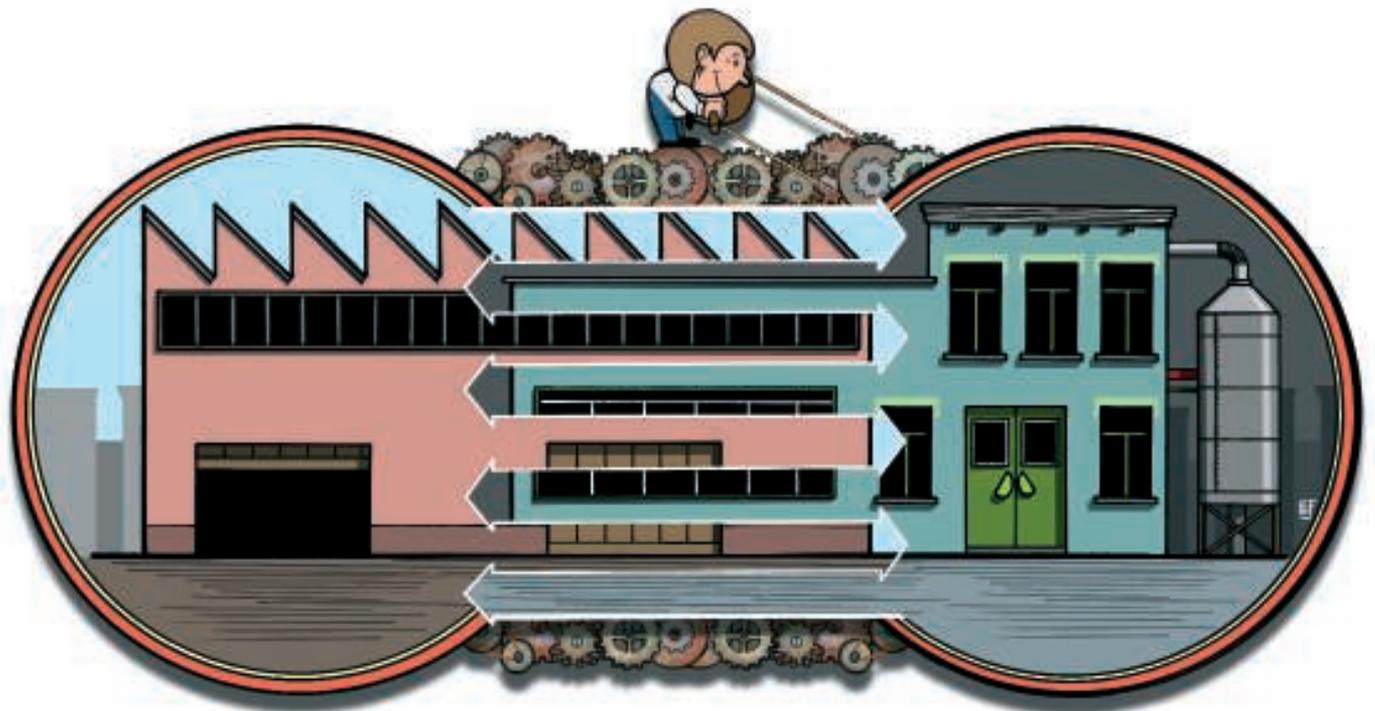


ILLUSTRATION : IEF CLASSEN

FUSIONS ET ACQUISITIONS

LE CHEMIN VERS UNE TRANSACTION RÉUSSIE

ABSORBER UNE SOCIÉTÉ OU VENDRE UNE ACTIVITÉ FAIT PARTIE DES DÉCISIONS LES PLUS IMPORTANTES QU'UN CHEF D'ENTREPRISE DOIT PRENDRE. CE TYPE DE TRANSACTION NE SE DÉCIDE PAS À LA LÉGÈRE ; MIEUX VAUT ÊTRE CORRECTEMENT INFORMÉ. POUR VOUS GUIDER DANS LA MATIÈRE COMPLEXE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS, CE DOSSIER S'EST CONCENTRÉ SUR LES DERNIÈRES TENDANCES DU MARCHÉ. AVEC LA CRISE DU CRÉDIT, CE SEGMENT A ÉTÉ QUELQUE PEU PERTURBÉ. LES INTERVENANTS DU SECTEUR DU PRIVATE-EQUITY SE REMETTENT DE LEUR GUEULE DE BOIS EN SE CONFRONTANT AU NOUVEAU RÉALISME DE BANQUES QUI OFFRENT D'AVANTAGE D'OPPORTUNITÉS AUX REPRENEURS STRATÉGIQUES. SUR LE MARCHÉ BELGE PARTICULIÈREMENT, LES OPPORTUNITÉS SONT LÉGION : TOUTE UNE GÉNÉRATION DE CHEFS D'ENTREPRISES DEVRA DÉCIDER DE L'AVENIR DE SES ACTIVITÉS AU COURS DES PROCHAINES ANNÉES. DANS CE SUPPLÉMENT, LES SPÉCIALISTES D'ERNST & YOUNG TRANSACTION ADVISORY SERVICES NE SE CONCENTRENT PAS SEULEMENT SUR LES ASPECTS FINANCIERS ET FISCAUX DES TRANSACTIONS, MAIS EXPOSENT AUSSI EN DÉTAILS LES AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS DU VENDOR DUE DILLIGENCE. UNE LECTURE TRÈS INSTRUCTIVE.



EDITORIAL

Marc GUNS - responsable Transaction Advisory Services (TAS) & Transaction Support (TS)

'LA CARACTÉRISTIQUE
DU MARCHÉ ACTUEL EST
L'AVERSION
AU RISQUE DES
BAILLEURS DE FOND,
BANQUES EN TÊTE.'

Acheter et vendre une entreprise, quoi de plus facile ! Et pourtant... En réalité, rien n'est plus ardu que de mener à bien une transaction de ce type. Des facteurs internes et externes empêchent souvent les intervenants de considérer certains aspects cruciaux du processus de transaction, quand elle ne tombe pas carrément à l'eau en raison d'une mauvaise approche, ou que

certaines opportunités sont tout bonnement manquées. Le cas échéant, l'opération peut avorter. Pourtant, une étude minutieuse – ou 'due diligence' – permettrait de lever les incertitudes potentielles liées à l'acquisition d'une entreprise. Un processus de vente rondement mené accroît les chances de réussite d'une transaction.

Lors d'un 'due diligence' classique, on constate régulièrement que les entreprises ne sont en réalité pas prêtes à être vendues. Le management et/ou les actionnaires se sont insuffisamment informés au préalable du profil de risque microéconomique de l'entreprise, une faille que l'on découvre inmanquablement lors de l'analyse des comptes. Les négociations sont dès lors compliquées et cet élément risque d'avoir une incidence néfaste sur le prix de vente escompté. Le vendeur peut cependant gérer ces risques efficacement, à temps et de manière proactive en procédant lui-même à un 'Vendor Due Diligence'. Il restera ainsi à la barre avant que le processus de transaction proprement dit ne soit amorcé. Pour toutes ces raisons, le VDD, établi par des conseillers indépendants à la demande du vendeur, gagne en popularité en Belgique.

La caractéristique du marché actuel est l'aversion au risque des bailleurs de fonds, banques en tête. En raison notamment du 'credit crunch', il est plus important que jamais de conclure non seulement la transaction « juste », mais aussi de le faire « de la bonne manière ». Une étude approfondie des astuces fiscales permettant de comptabiliser au maximum les frais de transaction et les charges de financement au niveau de la base imposable revêt dans ce contexte une importance cruciale. Une étude et une analyse préalables doivent contribuer à dessiner le cadre idéal de la transaction future. La commission de Ruling avait bien essayé de développer une approche permettant de déduire fiscalement les charges d'intérêt par la consolidation fiscale entre la société acquéreuse et l'entité absorbée mais elle est récemment revenue sur ses pas. En Belgique, nous sommes donc à nouveau au point de départ. Une belle occasion manquée!

Dans ce dossier, les spécialistes d'Ernst & Young vous expliquent comment aborder tous ces aspects de manière structurée et proactive, en vue de réaliser le return le plus élevé sur votre transaction.

Marc Guns

COLOFON

Une initiative d'Ernst & Young

Une réalisation de : Mediafin Publishing

• Marc Guns: responsable Transaction Advisory Services (TAS) & Transaction Support (TS)
• Marc Cosaert: responsable M&A Advisory & Transaction Integration
• Tristan Dhondt: directeur M&A Advisory
• Werner Huygen: responsable Transaction Tax
• Christophe Van Gampelaere: senior manager Transaction Integration
• Nicolas Leest: senior manager Transaction Integration
• Deniz Ates: senior manager Transaction Integration

Coordination : Veronique Soetaert
Rédaction : David Hendrickx
Traduction : Cécile Papaleo
Lay-out : Mediafin
Photographe : Sofie Van Hoof
Editeur : Dieter Haerens

Info ? publishing@mediafin.be

www.ey.com/be • Tél. 09 242 51 11 • Tél. 02 774 91 11

L'ART D'ACCOMPAGNER LES FUSIONS ET ACQUISITIONS

TENDANCES EN MATIÈRE DE TRANSACTIONS

MENER À BIEN DES FUSIONS ET ACQUISITIONS EST UN MÉTIER À PART. DU CONTRÔLE DILIGENT À L'INTÉGRATION EN PASSANT PAR LES NÉGOCIATIONS ET LA CONCLUSION DE LA TRANSACTION. NOUS NOUS SOMMES ENTRETENUS AVEC MARC GUNS, MARC COSAERT ET WERNER HUYGEN. CES TROIS SPÉCIALISTES DE LA DIVISION TRANSACTION ADVISORY SERVICES CHEZ ERNST & YOUNG LÈVENT UN COIN DU VOILE SUR DE NOMBREUX ASPECTS INSOUÇONNÉS DES FUSIONS ET ACQUISITIONS.

PAR DAVID HENDRICKX

Comment définissez-vous les fusions et acquisitions?

Guns: 'Une fusion est le regroupement de deux entreprises au moins en une seule, les propriétaires initiaux conservant une participation dans la nouvelle entité. Une acquisition est un rachat des actions d'une entreprise, qui entraîne généralement un changement de propriétaire. 95 % des transactions sont des ac-

quirements. L'asset-deal est l'acquisition d'actifs et de passifs spécifiques, d'une branche de l'entreprise.'

quirements. L'asset-deal est l'acquisition d'actifs et de passifs spécifiques, d'une branche de l'entreprise.'



PHOTO : SOFIE VAN HOOF

'NOUS RECHERCHONS

UNE STRUCTURE

D'ENDETTEMENT EFFICACE

PERMETTANT D'AFFECTER

LES MOYENS LIBREMENT

DISPONIBLES AU REMBOUR-

SEMENT DE LA DETTE ET AU

PAIEMENT DES INTÉRÊTS.'

WERNER HUYGEN

acquisition ou une fusion classique est que dans ce cas, une partie de l'entreprise est scindée avant d'être vendue. L'intégration, enfin, est le processus lors duquel le repreneur intègre les activités reprises dans ses activités existantes.'

En combien d'étapes peut-on répartir une telle transaction ?

Cosaert: 'Chaque opération est différente, mais certaines phases reviennent lors de chaque transaction. Tout d'abord, il y a la phase stratégique lors de laquelle le repreneur ou le cédant établit l'option stratégique la plus appropriée pour son entreprise : croissance par acquisition, crois-

sance interne, partenariat, alliance ou vente. Ensuite vient la phase marketing. Il s'agit alors d'identifier le bon repreneur ou de proposer une cible. Dans la troisième phase, celle du deal, les parties négocient l'achat/la vente. Si les parties sont tentées par l'opération, cette phase mène à la consignation par écrit de l'intention de procéder à une transaction, la LOI (letter of intent) ou lettre d'intention. C'est généralement au cours de cette phase que l'on mène le contrôle diligent (due diligence). Pour l'acheteur, le contrôle diligent constitue un examen approfondi de la situation financière, fiscale, sociale, juridique, environnementale et commerciale de la cible. Une nouvelle tendance consiste, pour le vendeur, à confier à un conseiller indépendant le soin de procéder au contrôle diligent préalablement à la phase de négociations. Dans ce cas, on parlera de « vendor due diligence ». Cet examen donne lieu à un rapport détaillé sur l'entreprise, dans lequel on identifie les forces et les opportunités, les faiblesses et les risques. Après le contrôle diligent, de nouvelles négociations ont lieu, cette fois au sujet des modalités de l'achat/de la vente. On négocie non seulement le prix, mais aussi le mode de paiement, l'implication ultérieure du vendeur, les déclarations et garanties à fournir par le vendeur – par exemple des garanties de nature juridique ou concernant les plaintes de nature environnementales –, etc. La dernière phase, souvent sous-estimée, a lieu après la clôture de la transaction : c'est l'intégration finale des activités acquises dans la nouvelle structure.'

Huygen: 'Entre-temps, en général après la procédure de contrôle diligent, nous rendons un avis sur la structuration fiscale de la transaction. À cette occasion, nous recherchons une structure d'endettement efficace permettant d'affecter les moyens

librement disponibles au remboursement de la dette et au paiement des intérêts. Ces derniers étant également fiscalement déductibles, ils permettent de réduire autant que possible les fuites fiscales.'

Quel est l'intérêt pour un vendeur de procéder à un vendor due diligence ?

Guns: 'La possibilité de garder le contrôle du processus de vente. Lorsque l'on vend, chaque acheteur potentiel va vouloir procéder à un contrôle diligent, par un examen détaillé des comptes. Au lieu de donner cette autorisation à tous les intéressés, mieux vaut faire effectuer ce contrôle une seule fois par un spécialiste indépendant qui jouit de la confiance des acheteurs potentiels. De plus, le rapport de vendor due diligence et les responsabilités afférentes sont finalement adressés à l'acheteur, ce qui garantit l'indépendance.'

Cosaert: 'L'avantage supplémentaire est qu'en tant que vendeur, on a une vue sur les risques avant de fournir le rapport au tiers, ce qui permet d'agir de manière proactive. De plus, le résultat du contrôle peut être fourni simultanément à plusieurs parties, sans favoriser personne. Avoir un grand nombre de candidats permet de faire monter les enchères.'

Guns: 'On peut juste regretter que la formule du vendor due diligence soit encore peu utilisée en Belgique.'

Quelle est la température actuelle sur le marché des fusions et acquisitions ?

Cosaert: 'La crise du crédit qui fait rage depuis août 2007 a



PHOTO : SOFIE VAN HOOF

mois ou chaque trimestre. Pour le dire plus simplement : les organismes financiers sont moins disposés à prendre des risques.'

Huygen: 'Tous ces facteurs ont réduit le nombre de transactions, surtout dans le chef des sociétés de *private-equity*. Cela ne les empêche pas de continuer à collecter des capitaux considérables, mais elles sont devenues plus rétives à entrer dans une transaction.'

nellement par les investisseurs pour calculer son retour sur investissement va donc augmenter. Ce qui aura un impact direct sur les prix, qui devraient par conséquent baisser.'

Est-ce également vrai pour le marché belge ?

Guns: 'Dans une moindre mesure. Comme on l'a dit, les transactions sur les plus grandes entreprises, dont la valeur dépasse le demi-milliard d'euros, se sont considérablement raréfiées. Mais nos fonds locaux de *private-equity* à l'envergure moindre, du type Waterland, GIMV et Fortis Private Equity, sont aussi actifs que l'an dernier demain. Et nous n'accompagnons pas moins de transactions qu'il y a un an. Mais ce sont des transactions différentes, souvent conclues avec des partenaires stratégiques, moins avec des financiers.'

Cosaert: 'Une autre tendance que l'on observe en Belgique est le nombre croissant d'entreprises familiales qui envisagent une vente. Nous sommes face à un changement de génération crucial. Les nouvelles générations se demandent de plus en plus si elles ont encore l'ambition et les compétences nécessaires pour diriger l'entreprise familiale, ou si le moment n'est pas venu d'intégrer les activités familiales dans un groupe plus vaste.'

Huygen: 'La mondialisation croissante a également un impact sur le marché belge des fusions et acquisitions. Le caractère international des entreprises s'accroît. Les entreprises belges s'intègrent dans un groupe international ou développent elles-mêmes des filiales à l'étranger. De ce fait, il est impossible de limiter une transaction à un seul pays. Généralement, nous travaillons donc avec des équipes internationales sur une même opération. Les prestataires de services comme E&Y doivent donc être également très

compétents sur le plan international, et collaborer de manière intégrée. E&Y suit cette tendance, en optimisant l'intégration de ses propres sociétés membres nationales. C'est le marché qui impose cette évolution. Une autre tendance sur le marché international est la consolidation au niveau industriel.'

Cosaert: 'Une vague de consolidation n'a cependant pas encore déferlé sur tous les segments,

ne. Cela revient à ce que les entreprises mères et les filiales soient considérées comme une seule entité sur le plan fiscal. C'est déjà possible en Belgique pour des questions de TVA, mais pas pour les impôts directs. Lors d'une acquisition, la consolidation fiscale permet de mettre les frais de financement à la charge des revenus opérationnels de la cible. La commission de ruling étudie le dossier des fusions post-acquisition depuis le milieu de l'an dernier. Elle s'est beaucoup concertée avec les milieux fiscaux à ce propos. Des réunions préliminaires se sont même déjà tenues sur des dossiers actuels. Dans les milieux d'affaires, cette approche a pu laisser croire que c'était « dans la poche », à quelques détails près. De notre point de vue, il existe d'ailleurs un cadre légal international qui permet de se montrer plus flexible avec les fusions post-acquisition que ce qui se fait aujourd'hui. Malheureusement, la commission de ruling a décidé provisoirement le 15 mai de ne pas poursuivre le développement de cette politique. De plus, on estime désormais fort peu probable qu'une telle politique soit instaurée à moyen terme. C'est très dommage. Résultat : la Belgique a perdu la face sur le plan international et nous sommes beaucoup moins compétitifs sur le marché européen des acquisitions. Une acquisition belge deviendra en effet plus chère sur le plan fiscal, et donc sur le plan économique. Peut-être la solution viendra-t-elle de l'endroit d'où elle devrait venir : dans sa déclaration de politique générale, le gouvernement dit sa volonté d'examiner l'aspect



PHOTO : SOFIE VAN HOOF

'L'AVANTAGE SUPPLÉMENTAIRE EST QU'EN TANT QUE VENDEUR, ON A UNE VUE SUR LES RISQUES AVANT DE FOURNIR LE RAPPORT AU TIERS, CE QUI PERMET D'AGIR DE MANIÈRE PROACTIVE.'

MARC COSAERT

changé beaucoup de choses. Le « multiple » est un bon paramètre à cet égard : c'est le nombre de fois que l'on paie le montant des cash-flows libres pour une acquisition. Lorsqu'on débourse 6 millions pour une entreprise qui génère 1 million de cash-flows, on parle d'un multiple de six. Or, le multiple moyen a beaucoup baissé depuis le déclenchement de la crise du crédit.'

Guns: 'La pénurie de crédits a également modifié la structure de financement. Auparavant, on avait fréquemment recours à certaines formules comme les emprunts bullet, prévoyant le remboursement de la totalité du capital à l'échéance. Aujourd'hui, il faut amortir le capital chaque

Guns: 'Ce sont surtout les grandes transactions sponsorisées par les sociétés de *private-equity*, d'une valeur supérieure à 500 millions d'euros, qui sont moins fréquentes. Le nombre de *leveraged buy-outs*, qui génèrent un endettement considérable, a particulièrement baissé à la suite de la crise du crédit'

Parce que le coût du capital a augmenté ?

Cosaert: 'On peut voir les choses comme cela, oui. En raison de l'aversion croissante au risque des banques, le coût du capital total – coût pondéré des fonds propres et des dettes – s'accroît. Le coût moyen pondéré du capital, critère utilisé tradition-



PHOTO : SOFIE VAN HOOF

'ET NOUS N'ACCOMPAGNONS PAS MOINS DE TRANSACTIONS QU'IL Y A UN AN. MAIS CE SONT DES TRANSACTIONS DIFFÉRENTES, SOUVENT CONCLUES AVEC DES PARTENAIRES STRATÉGIQUES, MOINS AVEC DES FINANCIERS.'

MARC GUNS

loin de là. On a assisté à une consolidation significative dans le secteur automobile, avec certains carve-outs toujours en cours, comme chez Daimler-Chrysler et Ford. C'est également le cas dans la grande distribution. En Belgique, la consolidation va se poursuivre dans des secteurs où de nombreuses entreprises de petite envergure se font encore concurrence, comme l'imprimerie, l'industrie alimentaire, le métal et le bois.'

Qu'en est-il de la fiscalité des fusions et acquisitions en Belgique ?

Huygen: 'Il existe un régime de consolidation fiscale presque partout dans l'Union européen-

de la consolidation fiscale. Les multiples études déjà menées à ce sujet n'ont encore donné aucun résultat. Attention: nous sommes ravis qu'il existe une commission de ruling. Elle a jusqu'ici fait du bon travail, même s'il reste du pain sur la planche. Mais nous aimerions cependant voir une commission de ruling plus réactive dans les dossiers de fusions et acquisitions, comme c'est le cas aux Pays-Bas et au Luxembourg. La procédure de ruling y est plus informelle. En Belgique, beaucoup (trop) de temps beaucoup s'écoule encore le premier contact et la décision, alors que la vitesse de traitement est cruciale dans un environnement de fusions et acquisitions.'

UNE ACQUISITION AVEC UN MINIMUM DE « FOUINEURS »

LE VENDOR DUE DILIGENCE : UN ALLIÉ POUR L'ACHETEUR COMME POUR LE VENDEUR

LES FUSIONS ET ACQUISITIONS SONT FRÉQUENTES DEPUIS QUELQUES ANNÉES. LES ENTREPRISES QUI ONT DES ACTIVITÉS DIVERSES SE RECENTRENT PLUS SOUVENT SUR LEUR COEUR DE MÉTIER ET CÈDENT ALORS LES AUTRES ACTIVITÉS (SECONDAIRES). PAR AILLEURS, L'INTÉRÊT DES INVESTISSEURS DE PRIVATE EQUITY POUR LE MARCHÉ DES FUSIONS ET DES ACQUISITIONS AUGMENTE. CONSÉQUENCE : NON SEULEMENT LE NOMBRE DE TRANSACTIONS AUGMENTE, MAIS LES ACHETEURS ET LES VENDEURS SE PROFESSIONNALISENT. EN ATTESTE LA POPULARITÉ CROISSANTE DANS NOTRE PAYS DU CONCEPT DE 'VENDOR DUE DILIGENCE' (VDD) : L'ÉTUDE MINUTIEUSE DE L'ENTREPRISE INITIÉE PAR LE VENDEUR.

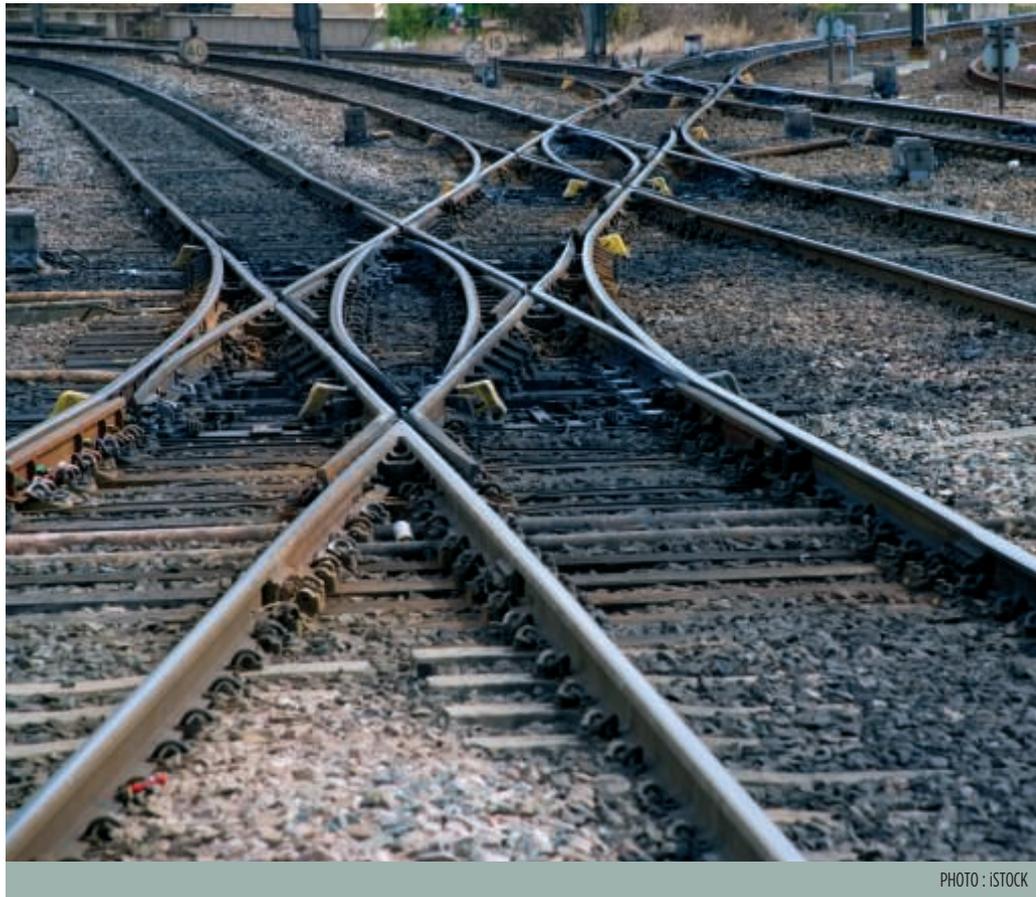


PHOTO : ISTOCK

Lors d'une VDD, le processus de vente normal est en quelque sorte approché à l'envers. C'est en effet le vendeur - éventuellement secondé par son conseiller M&A - qui prend l'initiative de confier une étude minutieuse de la situation à un expert indépendant. Objectif : rédiger un rapport reflétant une image microéconomique précise de l'entreprise mise en vente et de son profil de risque. Cette étude fournit des certitudes par rapport au passé et anticipe, dans la mesure du possible, l'évolution future de la société. La forme la plus fréquente de VDD est la 'Due Diligence' financière, si nécessaire complétée de thèmes comme la fiscalité, les pensions, l'environnement et les aspects juridiques, commerciaux ou opérationnels. Le compte-rendu établi sur base de cette enquête peut être tenu à disposition des acheteurs potentiels pendant

intéressés se restreint (liste brève ou short list).

L'indépendance du rapport est assurée parce que le rapport final est cédé à l'acheteur final. En d'autres termes, la responsabilité du conseiller VDD pour la qualité du travail fourni est transférée du vendeur à l'acheteur.

DES NUITS PLUS TRANQUILLES

Les avantages de cet instrument sont nombreux pour les deux parties. Le vendeur est informé des éventuels aspects risqués que le processus de vente et peut influencer négativement, et est ainsi en mesure d'intervenir à temps et de manière proactive. De plus, il évite que tous les candidats acheteurs « lâchent » leur équipe de chercheurs dans l'entreprise, ce qui peut être stressant pour les collaborateurs, nécessite beaucoup de temps de la part du management et risque de perturber le fonctionnement quotidien de l'entreprise.

Mais les acheteurs potentiels ont également tout intérêt à adopter le VDD. Ils sont informés rapidement et de manière structurée des principales caractéristiques de l'entreprise sans même devoir étudier les comptes de manière approfondie. Si après analyse du rapport, un candidat souhaite procéder à une étude complémentaire, elle pourra être plus ciblée et plus brève, et nécessitera moins de moyens.

Autre avantage non négligeable : le VDD accélère le processus de vente. Lorsqu'il traîne en longueur, les activités de l'entreprise peuvent être affectées. De plus, le vendeur peut mieux s'armer, avec l'aide de ses conseillers, contre les questions délicates des acheteurs potentiels. De nombreux chefs d'entreprises expérimentés ont rencontré des problèmes lors de précédentes acquisitions. L'existence d'un rapport objectif, soigné et structuré accroît la confiance et souligne le professionnalisme du vendeur. Celui-ci est par ailleurs en mesure de contrôler plus efficacement l'ensemble du processus, et donc d'anticiper plus rapidement et d'organiser la transaction de manière plus efficace. En bref : des nuits plus sereines en perspective!

'LE VENDOR DUE DILIGENCE PERMET AU CHEF D'ENTREPRISE DE PASSER DES NUITS SEREINES!'

une vente aux enchères, par exemple ('auction'), sans donner l'exclusivité à une seule partie. Le vendeur peut décider de mettre ce rapport à disposition immédiate, ou éventuellement sa version expurgée des informations confidentielles, à tous les candidats (longue liste ou long list), ou de diffuser les informations disponibles par étapes à mesure que le cercle de parties

Les dix avantages du 'vendor due diligence'

1. Améliore la vision du vendeur : il est en mesure de définir plus précisément les problèmes, forces et faiblesses de son entreprise. Il contrôle dès lors mieux le processus, tant sur le plan juridique que commercial.
2. Une plus grande concurrence entre les offrants est possible, le rapport pouvant être fourni à plusieurs parties sans exclusivité.
3. Peut donner lieu à l'identification d'une valeur cachée parfois inconnue du vendeur.
4. Renforce la position de négociation du vendeur dans la mesure où l'image complète qu'il donne de sa société comprend aussi bien les aspects négatifs que positifs. L'acheteur peut en tenir compte dans ses propositions. Pas d'excuses a posteriori!
5. Eclaire le vendeur par rapport au type de questions que les candidats acheteurs sont susceptibles de poser au cours du processus de vente. Le vendeur peut donc mieux se préparer.
6. Donne la possibilité de mettre en place assez tôt une structure de négociation idéale, tant pour l'acheteur que pour le vendeur. La fiscalité joue un rôle crucial.
7. Limite les perturbations au sein de l'entreprise car une seule équipe de 'due diligence' est à l'oeuvre.
8. Abrège la procédure de finalisation, la majeure partie des conclusions pouvant être reprise dans les premières versions des accords de vente.
9. Evite la perte de temps au cours du processus de vente car les acheteurs ne doivent pas procéder eux-mêmes à une 'Due Diligence' (après acceptation de l'offre).
10. Evite les discussions sur le montant de l'achat, les acheteurs potentiels ayant pu dès le début du processus se faire une idée précise et complète de l'entreprise. Cela limite le nombre de conditions suspensives de l'accord final.



Marc Guns
responsable Transaction Advisory Services (TAS) & Transaction Support (TS)
Ernst & Young

LE MARCHÉ DU CRÉDIT PAIE LE PRIX

LE FINANCEMENT DES FUSIONS ET ACQUISITIONS EST REDEVENU PLUS RÉALISTE

LONGTEMPS, LES BANQUES ONT ÉTÉ TRÈS OPTIMISTES QUANT AUX PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET SEMBLAIENT DISPOSÉES À METTRE SUR LA TABLE DES FORMULES DE FINANCEMENT PARTICULIÈREMENT AGRESSIVES POUR LES ACQUISITIONS. CETTE ÉPOQUE EST CEPENDANT RÉVOLUE. COMMENT SE DÉROULE LE FINANCEMENT D'UNE FUSION OU D'UNE ACQUISITION DANS LE MARCHÉ ACTUEL CARACTÉRISÉ PAR DES CONDITIONS D'OCTROI DE CRÉDITS PLUS STRICTES? ET QUEL EST L'IMPACT DES CONDITIONS ACTUELLES SUR LE PRIX DES ACQUISITIONS ?

La formule de « stapled finance » est un bel exemple de surchauffe : des entreprises ont ainsi été mises en vente avec une formule de financement fixe. Les banques étaient enclines à prendre des risques importants parce que les marges élevées réalisées sur les taux leur promettaient des bénéfices plantureux. Le système était tellement perverti que les banques acquéraient ainsi ce qui peut être considéré comme du capital-risque à des taux presque bancaires. Ainsi, les emprunts « bullet » – l'emprunt n'est pas amorti chaque année, mais le remboursement est différé à l'échéance – étaient monnaie courante. Les repreneurs utilisaient largement cette formule pour optimiser leur structure de transaction et leurs pro-

fits. Et la possibilité, pour les banques, de syndiquer d'importants emprunts auprès d'autres organismes leur permettait de dissimuler les risques pris. C'était une manière, pour les organismes financiers, de « se reposer la patate chaude ». Mais la crise du crédit a fait sortir les banquiers de leurs doux rêves. Désormais, les banques se sentent à nouveau contraintes d'adopter une approche réaliste des risques. Les octrois de crédits présentant un degré de risque plus élevé sont à nouveau, comme jadis, passés au crible. **Ce changement d'attitude à trois conséquences importantes sur le fonctionnement du marché des acquisitions :**

1. La quantité de dette autorisée pour les transactions individuelles est en baisse, en



PHOTO : ISTOCK

raison de l'aversion au risque croissante et de l'attitude plus prudente concernant les perspectives économiques. Les dettes imposent en effet un engagement de remboursement fixe. Qu'il s'agisse de repreneurs financiers qui utili-

sent les cash-flows générés par la cible pour rembourser la dette générée par l'acquisition ou de repreneurs stratégiques : dans un climat économique incertain, on est plus prudent avec les octrois de crédits. C'est pourquoi la part de fonds propres impliqués dans les transactions augmente, alors que celle des dettes diminue.

2. La quantité totale de nouveaux crédits a baissé en raison de pénurie de liquidités engendrée par la crise du crédit. Les fournisseurs de crédits doivent être plus prudents avec leurs liquidités réduites. De plus, les banques seront moins enclines à prêter des montants importants parce qu'elles savent qu'elles éprouveront davantage de difficultés à les syndiquer ensuite.

3. Les conditions liées aux crédits sont plus sévères : marges supérieures, clauses relatives aux remboursements plus strictes, davantage de gages, délais de remboursement raccourcis. S'endetter revient donc plus cher.

La crise du crédit a particulièrement affecté les valorisations des acquisitions essentielles.

'DEPUIS LA CRISE DES « SUBPRIMES », LES CRÉDITS PRÉSENTANT UN DEGRÉ DE RISQUE SUPÉRIEUR SONT À NOUVEAU PASSÉS AU CRIBLE.'

Dans la réalité, nous observons deux différences entre les grandes transactions et les transactions portant sur les petites et moyennes capitalisations

■ (Les acquisitions de grande ampleur (plus que 250 millions d'euros) font généralement l'objet d'un financement très agressif. Pour pouvoir remporter une transaction dans un environnement hyperconcurrentiel, l'acheteur doit avoir une structure de financement agressive pour obtenir le rendement nécessaire sur fonds propres. Il va de soi que c'est ce segment qui a été le plus affecté par la crise du crédit. Au Royaume-Uni, cela a récemment entraîné une baisse moyenne du prix de 14 % des transactions de private-equity et un recul du volume de transactions de 15 %. Cette baisse est surtout marquée dans les transactions de gran-

de envergure. Dans ce segment, on a conclu à peine 8 transactions au cours du premier trimestre 2008, alors que 20 avaient été recensées au cours de la même période en 2007. Aux États-Unis, le panorama est similaire. Les volumes de transactions enregistrés au premier trimestre de 2008 sont les plus bas de ces quatre dernières années en matière de private-equity. Sur le marché belge, nous voyons se dessiner une évolution similaire. Les rachats d'un ordre de grandeur comparable à ceux des Ontex, Balta, Tamino et autres Partners In Lighting, avec financement agressif et valorisations élevées, sont beaucoup moins fréquents.

■ Le segment des petites et moyennes capitalisations est moins affecté par la crise du crédit, parce que les structures de financement sont moins agressives et les montants versés sont plus faciles à financer. Dans ce segment, nous voyons, tant du côté des conseillers en transaction que de celui des investisseurs, que le marché reste sain. De manière générale, nous pouvons estimer que la crise du crédit a eu des conséquences positives. Le « retour sur Terre » qu'elle a imposé rend les prix désormais plus raisonnables. Le marché des fusions et acquisitions a subi une correction saine.

lement financées par endettement. Une manière alternative d'observer ce phénomène est de considérer l'utilisation de la dette par les partenaires financiers dans les buy-outs. Cette construction atteignait souvent la moitié du rendement sur fonds propres exigé par l'utilisation d'un prêt bon marché. Dans la mesure où ils exploitent moins cet effet de levier et où le coût du crédit augmente, le rendement sur fonds propres va diminuer.



Marc Cosaert
responsable M&A Advisory
& Transaction Integration
Ernst & Young

Tristan Dhondt
director M&A Advisory
Ernst & Young

IMPOSITION DE L'ACQUISITION D'UNE BRANCHE D'ACTIVITÉ

VENTE D' ACTIONS, ASSET-DEAL OU SOLUTIONS INTERMÉDIAIRE



PHOTO : ISTOCK

IL ARRIVE FRÉQUEMMENT QU'UNE PME OU UNE MULTINATIONALE VEUILLE SE DÉFAIRE D'UNE DIVISION QUI, PAR EXEMPLE, NE FAIT PLUS PARTIE DE SON COUR DE MÉTIER. DES CONSIDÉRATIONS JURIDIQUES ET FISCALES CONSTITUENT ALORS AUTANT D'ÉLÉMENTS IMPORTANTS DANS LA STRUCTURATION DE LA TRANSACTION. LES DEUX PRINCIPALES OPTIONS DISPONIBLES SONT LA VENTE D' ACTIONS ET LA VENTE D'ÉLÉMENTS DE L'ACTIF ET DU PASSIF. MAIS IL EXISTE ÉGALEMENT UNE VOIE MÉDIANE.

Si la division à céder a été autonomisée et dotée d'une personnalité juridique distincte, le vendeur peut opter pour une cession d'actions. Si le vendeur est une société, la plus-value réalisée sur la vente de ces actions sera en principe exonérée d'impôt. C'est également le cas si le vendeur est une personne physique. Pour l'acheteur, en revanche, une transaction sur actions n'est parfois pas la meilleure option. On ne peut exclure, par exemple, que la société a dans le passé déployé une activité ou participé à une transaction qui comporte un risque dans le futur. Pensons par exemple à la menace d'un procès pour non-respect de la législation relative à l'environnement ou d'autres dispositions juridiques.

De même, l'acheteur ne peut mettre les frais de financement liés à l'achat des actions à la

charge de la société qu'il a achetée. Le « goodwill » acquis n'est pas non plus amortissable d'un point de vue comptable et fiscal. Enfin, la valeur comptable des actifs et des passifs de la société achetée n'est pas actualisée. Il sera dès lors impossible de procéder à des amortissements sur la valeur de marché des actifs en question.

L'ASSET-DEAL

La situation est plus complexe lorsque la division fait juridiquement partie d'une société qui exerce également d'autres activités. Il arrive (rarement) que l'on opte alors pour une cession d'actions suivie du rachat de certaines divisions, ce qu'on appelle un carve-out. Dans la plupart des cas, cependant, une transaction sur actions ne constitue pas une solution. Dans de telles circonstances, le vendeur préférera céder des éléments de l'actif et

du passif. C'est ce que l'on appelle un asset-deal.

Sur le marché belge, les acheteurs affichent une préférence marquée pour l'achat direct d'actifs et de passifs d'une autre société. Cet asset-deal leur permet d'intégrer dans leurs comptes goodwill et éléments de l'actif et du passif rachetés à la valeur d'acquisition, et de les amortir sur cette valeur. L'ache-

'SUR LE MARCHÉ BELGE, LES ACHETEURS AFFICHENT UNE PRÉFÉRENCE MARQUÉE POUR L'ACHAT DIRECT D'ACTIFS ET DE PASSIFS D'UNE AUTRE SOCIÉTÉ.'

teur peut également déduire directement les frais de financement – comme les intérêts et les frais de transaction – liés à l'acquisition d'actifs, mais aussi les amortissements futurs, des bénéfices générés par les actifs en question.

L'acheteur peut aussi fréquemment bénéficier d'une exonération de TVA, ce qui lui permettra de ne pas devoir pré-financer la TVA. Cette exonération lui sera accordée à condition que les actifs et passifs acquis constituent une branche d'activité techniquement capable de fonctionner de manière autonome ou une universalité de biens et d'activités.

Pour l'acheteur, l'asset-deal comporte également certains inconvénients : ainsi, en cas de cession d'un bien immobilier, il devra acquitter des droits d'enregistrement qui peuvent être élevés. Dans certains cas, l'acheteur pourra également être solidaire des dettes fiscales du vendeur. Mais ici aussi, une procédure est prévue pour parer à cette responsabilité.

Pour le vendeur, en revanche, la vente d'éléments de l'actif et du passif est une option fiscalement moins favorable. Le vendeur d'une société qui réalise une plus-value sur les actifs cédés va devoir payer 34 % d'impôts sur ces profits. Il ne pourra différer cette pression fis-

VOIE MÉDIANE

Pourtant, même si le vendeur est une société, il n'est pas exclu de vendre une branche d'activité sans se faire imposer sur les plus-values latentes qui reposent sur la branche d'activité en question. La division peut en effet être scindée préalablement à la vente, par apport ou scission partielle, dans une société nouvellement créée, avec application d'un régime de neutralité fiscale. Ensuite, les titulaires des actions nouvellement émises pourront les vendre à un tiers. La plus-value ainsi réalisée sur actions est exonérée d'impôt.

Le risque existe cependant que le fisc requalifie l'apport d'actifs et de passifs dans une nouvelle société, suivi de la vente d'actions, en une vente directe de l'actif proprement dit. Par conséquent, le vendeur serait bel et bien imposé sur la plus-value réalisée.

RULING

La commission de ruling a récemment développé une approche plus souple de ce type de transaction. Si les parties peuvent démontrer qu'un report de l'imposition dans le chef du vendeur peut se justifier au vu des circonstances, elle pourrait ainsi autoriser la neutralité fiscale de l'apport ou de la scission partielle. En échange, la commission demande que le vendeur ne dispose pas librement du prix de vente des actions, mais qu'il s'engage à réinvestir la totalité du montant, directement ou par le biais d'une filiale, dans des immobilisations corporelles, incorporelles ou financières en Belgique ou en Europe qu'il devra conserver pendant au moins trois ans. Exceptionnellement, le produit de la vente pourra également être utilisé pour réduire l'endettement (dans un délai donné à compter de la date de la vente des actions). En outre, l'acheteur doit être prêt à investir dans la division achetée et offrir suffisamment de garanties de maintien d'emplois. Mais on ne sait pas encore quelle sanction sera appliquée si la condition n'est pas respectée par le vendeur.



Werner Huygen
responsable Transaction Tax
Ernst & Young

LA PHASE CRUCIALE DES CENT PREMIERS JOURS

MENER À BIEN UNE FUSION OU UNE SCISSION



PHOTO : ISTOCK

UNE ENTREPRISE PLUS GRANDE ET PLUS SOLIDE. OU PLUS CIBLÉE ET PLUS RENTABLE : LES FUSIONS ET SCISSIONS SONT DEUX TYPES DE TRANSACTIONS QUI PERMETTENT À UNE ENTREPRISE D'ÊTRE STRATÉGIQUEMENT EFFICACE À COURT TERME. LES OPPORTUNITÉS SONT ÉNORMES MAIS LES RISQUES SONT À L'AVANTAGE. PEU DE PROJETS SONT AUSSI COMPLEXES QU'UNE INTÉGRATION OU UN CARVE-OUT, ET PEU D'OPÉRATIONS SONT AUSSI DIFFICILES À MENER À BIEN.

Étrangement, une part importante du processus d'intégration ou de carve-out se déroule pendant la période des cent premiers jours avant la conclusion de la transaction (day 1). Les aspects difficiles sont abordés de préférence lors de la phase de la transaction où les livres sont étudiés, voire plus tôt, pour limiter les risques liés à l'opération et accroître les chances de succès.

INTÉGRATIONS

Lors de l'intégration d'une société ou d'une branche d'activité acquise, il est indispensable que la direction ait une image très nette de l'objectif de la fusion avant de conclure l'opération. Elle devra faire correspondre le projet à cette vision d'avenir. Elle devra définir des objectifs clairs

et gérer de manière proactive les attentes de l'organisation et des diverses parties concernées. Dans ce contexte, il est essentiel que le nouvel organigramme soit rapidement mis au point et que les tâches et responsabilités de

'SOUVENT, LA DIRECTION

SE PLAINT DU TEMPS

NÉCESSAIRE POUR ARRIVER

À LA SIGNATURE DE

L'ACCORD DE VENTE,

ALORS QU'À LA SIGNATURE,

LE PLUS DUR RESTE ENCORE

À VENIR!'

chacun soient définies clairement. Pendant le processus, des décisions doivent être prises sur la base des faits et non des émotions. C'est ainsi que l'entreprise pourra résoudre les difficultés les plus épineuses posées par cette transaction. Si cette étape n'est pas franchie, les personnes impliquées – tant en interne qu'en externe – risquent d'imposer leur propre point de vue, qui subsistera de manière autonome au sein même de l'organisation. Prenez donc l'initiative de communiquer au préalable la « seule bonne version ».

CARVE-OUTS

On parle de carve-out lorsqu'une activité ou une ligne de production est scindée en interne, ou encore lorsque toute une branche d'activité ou business

Six clefs pour réussir une transaction

1. Ne perdez jamais de vue vos clients, prospects et contacts stratégiques pendant la transaction.
2. Garantissez la continuité de l'entreprise et impliquez vos effectifs principaux dans son exécution. Communiquez régulièrement en interne comme en externe.
3. Chaque structure d'entreprise est différente. Ne sous-estimez pas l'importance de cet aspect pendant le processus de reprise.
4. Concentrez-vous d'emblée sur la structure de fonctionnement et d'organisation de la nouvelle entité et assurez-vous que le planning est scrupuleusement respecté.
5. Faites de l'identification et de la réalisation ciblée de synergies vos priorités absolues.
6. Garantissez la continuité des systèmes financiers et opérationnels ainsi que le reporting lié à l'évolution de l'entreprise.

unit est cédée. Cette scission comporte des défis et des pièges spécifiques. Il existe deux possibilités : soit la nouvelle unité est appelée à opérer de manière autonome, comme lors d'une introduction en bourse ou d'une reprise par un partenaire financier (private equity), soit elle est intégrée dans la structure existante du repreneur, qui est alors dénommé le 'strategic investor' pour son rôle stratégique. Le cas échéant, la scission de l'entité de la société-mère ira de préférence de pair avec l'intégration de cette entité dans l'entreprise du repreneur.

LA VOIE DU SUCCÈS

Les entreprises ne disposent souvent pas des connaissances ou des moyens humains pour aborder la méthodologie et la systématique essentielles en vue de finaliser une reprise sans encombre. Pourtant, ce sont précisément cette méthodologie, cette discipline et cette approche systématique qui permettent à l'entreprise de recueillir rapidement les fruits de son investissement. Idéalement, elle doit définir les buts qu'elle souhaite atteindre par cette transaction et commencer à temps les travaux préparatoires. À ce stade, l'accent est placé sur l'identification des synergies censées générer un bénéfice sur la transaction. En cas de carve-out, il conviendra aussi d'identifier à temps et précisément les fonctionnalités de la société-mère que la business unit entend encore exploiter d'une part, et les aspects nécessitant immédiatement une solution indépendante et permanente d'autre part.

Le parcours menant à la réalisation de ces synergies est défini de manière précise pendant la phase précédant la signature de l'accord de vente, dans les projets

d'intégration ou de carve-out. Ceux-ci sont traditionnellement répartis en projets pour la période précédant le 'day 1' et en projets pour la période des cent premiers jours suivant cette date. Ces projets identifient les tâches des différents départements (sales & marketing, procurement, accounting) et les objectifs intermédiaires à atteindre pour garantir le succès de l'opération.

CHAMPAGNE

Day 1 est un fait. Le champagne est sabré. La reprise est en théorie réalisée mais les cent premiers jours revêtent une importance cruciale. Les équipes de transaction sont secondées, pendant cette période, par un organe qui chapeaute l'ensemble du processus. L' 'integration management office' (IMO) ou 'carve-out management office' (CMO) peut ainsi assister chaque équipe et intervenir à temps pour résoudre d'éventuels problèmes. L'IMO ou CMO joue dès lors un rôle crucial dans la structuration et le contrôle du processus de transaction. On ne s'étonnera donc pas que le rôle du transaction manager soit complexe et exige souvent quasi un temps plein.

Grâce à une bonne structure et à un suivi efficace, les chances de réussite peuvent être accrues. Les temps que l'intégration ou carve-out soit terminé, la nouvelle entité tiendra fermement debout.



Christophe Van Gampelaere
senior manager Transaction
Integration
Ernst & Young



Nicolas Leest
senior manager Transaction
Integration
Ernst & Young



Deniz Ates
senior manager Transaction
Integration
Ernst & Young

**Vous participez à une vraie
course contre la montre.
La question est la suivante:
Allez-vous la remporter?**

Quand vous courez après un deal, vous devez sortir le plus rapidement possible des starting blocs et rester parfaitement concentré. Qu'il s'agisse d'une fusion, d'une acquisition, d'un partenariat stratégique, d'un désinvestissement, d'une émission d'actions ou d'une restructuration, plus de 7.000 experts d'Ernst & Young répartis dans le monde entier sont à vos côtés et vous conseillent pour conclure le meilleur deal, au meilleur moment et au meilleur prix. Si vous voulez être le premier à passer la ligne d'arrivée, surfez sur www.ey.com/be

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

