

# Table des matières

<b>Sommaire</b>	5
<b>Avant-propos</b>	7
<i>Jean-Pierre DI BARTOLOMEO et Nicolas PIROTTE</i>	
<b>La préparation du <i>business plan</i> et le financement de l'opération d'acquisition</b>	11
<i>Jean-Michel NOÉ</i>	
Introduction	11
Titre I <sup>er</sup> . <b>Le <i>business plan</i> d'acquisition</b>	12
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Pourquoi prépare-t-on un <i>business plan</i> ?	12
Chapitre 2. Que faut-il expliquer dans un <i>business plan</i> ?	12
Chapitre 3. Quelles sont les bonnes pratiques de présentation du plan ?	14
Chapitre 4. Comment construit-on un plan financier ?	14
Section 1. Comment préparer un plan financier d'acquisition ?	15
Section 2. Quel est l'outil utilisé pour préparer la modélisation ?	16
Section 3. Quelles sont les étapes pour construire un plan prévisionnel ?	16
Section 4. Quels sont les principes à suivre dans la modélisation ?	29
Section 5. Faut-il discuter des projections avec le vendeur ?	30
Section 6. Faut-il inclure les éventuelles synergies ?	31
Section 7. Quel est l'impact de la <i>due diligence</i> sur le <i>business plan</i> d'acquisition ?	31
Titre II. <b>Le financement de l'acquisition</b>	32
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Le montage financier et ses objectifs	32
Chapitre 2. L'approche multidisciplinaire, une nécessité	33
Chapitre 3. Le recours à une holding d'acquisition ?	33
ANTHEMIS	409

Chapitre 4. Le financement par fonds propres	34
Section 1. L'apport personnel	35
Section 2. Les investisseurs	35
Section 3. Quels sont les critères d'analyse des investisseurs ?	38
Section 4. La remontée de trésorerie de la cible	39
Section 5. La cession d'actifs et l'adaptation du périmètre de transaction	39
Section 6. Recourir au paiement (partiel) en titres	40
Section 7. Paiement différé d'une partie du prix	40
Chapitre 5. Le recours à l'endettement	41
Section 1. Le crédit vendeur	41
Section 2. L'endettement bancaire	42
Section 3. Les aides publiques relatives au financement d'une acquisition	49
Bibliographie	57

## **Évaluation d'entreprises** 59

*Claude JANSSENS et Joseph MARKO*

Introduction	59
--------------	----

### **Titre I<sup>er</sup>. Projet de norme relative aux missions d'évaluation des entreprises (treizième version)** 60

Chapitre 1 <sup>er</sup> . Notions	60
Chapitre 2. Champ d'application	60
Chapitre 3. Aspects généraux de l'exécution de la mission	61
Chapitre 4. Examen des aspects comptables	62
Chapitre 5. Examen d'autres aspects susceptibles d'influencer la valeur	63
Chapitre 6. Choix et justification des méthodes d'évaluation appliquées	64
Chapitre 7. Le rapport	65
Chapitre 8. Conclusion	67

Titre II. <b>Rappel de certaines notions importantes</b>	68
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Pair comptable	68
Chapitre 2. Valeur comptable	68
Chapitre 3. <i>Cash-flow</i> (capacité d'autofinancement)	69
Section 1. <i>Cash-flow net</i>	69
Section 2. <i>Cash-flow</i> d'exploitation	69
Section 3. <i>Cash-flow</i> libre	70
Section 4. Exemple chiffré	70
Titre III. <b>Problématique du prix et de la valeur</b>	72
Titre IV. <b>Calcul de l'actif net réévalué (valeur substantielle nette)</b>	75
Titre V. <b>Masses bilantaires liées au cycle d'exploitation</b>	76
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Les actifs incorporels	76
Chapitre 2. Brevets	77
Chapitre 3. Licences	77
Chapitre 4. Les actifs corporels	77
Chapitre 5. Le matériel	78
Chapitre 6. Les biens en location-financement	78
Chapitre 7. Les immobilisations financières	78
Chapitre 8. Les stocks	79
Chapitre 9. En ce qui concerne les clients	79
Chapitre 10. Les provisions	79
Titre VI. <b>Le concept de «juste valeur»</b>	79
Titre VII. <b>Problématique de l'approche industrielle et financière</b>	81
Chapitre 1 <sup>er</sup> . L'acquisition des parts ou des actions	81
Chapitre 2. L'approche financière	82
Chapitre 3. L'approche industrielle	82
Chapitre 4. En résumé	82
Titre VIII. <b>Le goodwill</b>	83

<b>Titre IX. Valorisation des actions d'une société dans le cadre de l'approche industrielle</b>	88
Chapitre 1 <sup>er</sup> . L'approche par l'actualisation des <i>cash-flows</i> futurs	88
Chapitre 2. Le montant des flux à actualiser	90
Chapitre 3. L'actualisation	91
Chapitre 4. Le taux d'actualisation	91
Chapitre 5. La période d'actualisation	92
Chapitre 6. Application à notre exemple chiffré	93
Chapitre 7. Méthode de l'actualisation des <i>cash-flows</i> libres	95
Chapitre 8. Méthode dite du « super profit »	95
Chapitre 9. Méthode classique	96
Chapitre 10. Méthode anglo-saxonne	96
Chapitre 11. Comparaison des résultats	97
<b>Titre X. Réflexions sur les méthodes d'évaluation à adopter dans le cadre des t.p.e. et des professions libérales</b>	97
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Principes de base de l'évaluation	98
Chapitre 2. Check-list évaluation	100
Chapitre 3. Exemple d'un programme de travail relatif à une mission d'évaluation	102
Bibliographie	106
Annexe. Résolution chiffrée des cas pratiques examinés	109
<b>La problématique du taux d'actualisation</b>	115
<i>Thierry LEJUSTE et Éric GOUDER DE BEAUREGARD</i>	
Titre I <sup>er</sup> . <b>Généralités</b>	115
Titre II. <b>Le coût du capital</b>	117
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Le coût des fonds propres R <sub>c</sub>	118
Chapitre 2. Le taux sans risque (R <sub>f</sub> )	119
Chapitre 3. La prime de risque du marché (PR <sub>m</sub> )	119
Chapitre 4. Le coefficient bêta ( $\beta$ )	119

Chapitre 5. L'absence de coefficient bêta : l'approche par l'estimation du risque propre à l'entreprise	120
Section 1. L'estimation du risque propre à l'entreprise	121
Section 2. Approche empirique pour les entreprises non cotées et de taille moyenne ou petite	122
<b>Transmission d'entreprises – <i>Due diligence</i> d'acquisition</b>	123
<i>Thierry LEJUSTE et Éric GOUDER DE BEAUREGARD</i>	
Titre I <sup>er</sup> . <b>Introduction</b>	123
Titre II. <b>Objectifs d'une <i>due diligence</i></b>	125
Chapitre 1 <sup>er</sup> . L'insuffisance de rentabilité	126
Chapitre 2. L'insuffisance d'actif net	127
Chapitre 3. Maîtrise du risque	128
Titre III. <b>Les types de <i>due diligence</i></b>	129
Titre IV. <b>Check-list d'une <i>due diligence</i> financière et comptable</b>	132
Titre V. <b>Comment conduire une <i>due diligence</i> et informer les acquéreurs potentiels?</b>	134
Chapitre 1 <sup>er</sup> . La nécessité d'un chef de file coordinateur	134
Chapitre 2. La nécessité de lettres de mission	134
Section 1. Description et cadre général	135
Section 2. Nature, étendue et limites	135
Section 3. Confidentialité	136
Section 4. Rapport de mission	136
Section 5. Calendrier des interventions et les intervenants	136
Section 6. Limitations de responsabilité	136
Section 7. Honoraires et budget	136
Chapitre 3. La nécessité d'une descente sur le terrain	136
Chapitre 4. Les rapports de <i>due diligence</i>	137
Section 1. Place des rapports dans la mission	137
Section 2. Les particularités du rapport de fin de mission	137
Section 3. Destinataires du rapport	138
ANTHEMIS	413

Titre VI. <b>Les limites d'une mission de <i>due diligence</i></b>	138
Chapitre 1 <sup>er</sup> . La multiplicité des intervenants	139
Chapitre 2. L'accès limité à l'information	139
Chapitre 3. L'exigence de rapidité	139
Titre VII. <b>Particularités d'une <i>due diligence</i> dans le cadre d'une opération transfrontalière</b>	140
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Les référentiels comptables et de <i>reporting</i>	140
Chapitre 2. Les législations et réglementations	140
Titre VIII. <b>Une <i>due diligence</i> financière en pratique</b>	141
Bibliographie	143
Annexe 1. Check-list <i>due diligence</i> – Nom de la société (la « société »)	145
Annexe 2. Lettre de mission	157
<b>Les différents contrats et actes juridiques nécessaires à la réalisation d'une opération d'acquisition d'une société belge</b>	159
<i>Yves BRULARD et Vinciane RUELLE</i>	
Introduction	159
Titre I <sup>er</sup> . <b>La période anté-contractuelle</b>	163
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Les communications du vendeur	163
Section 1. <i>Blind profiles</i> ou profil sommaire	163
Section 2. Le « mémorandum vendeur » ou la note d'information du vendeur	165
Chapitre 2. Le processus de sélection du candidat acheteur avec qui une négociation peut s'ouvrir	168
Section 1. <i>Process letter</i> ou note indicative de procédure	168
Section 2. <i>Short-list</i> ou liste de sélection des candidats	170
Titre II. <b>La période précontractuelle</b>	171
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Les engagements unilatéraux de l'acheteur	171
Section 1. <i>Non binding offer</i> ou l'offre indicative de l'acheteur	171
Section 2. <i>Letter of intention</i> – Lettre d'intention	177

Section 3. <i>Confidentially agreement</i> – Convention de confidentialité	182
Section 4. Engagement de non-sollicitation du personnel	189
Section 5. <i>Exclusivity agreement</i> – Engagement d'exclusivité	192
Section 6. Engagement de non-débauchage de fournisseur	192
Section 7. <i>Non competition agreement</i> – Engagement de non-concurrence	193
Section 8. <i>Binding offer</i> ou offre contraignante unilatérale	195
Chapitre 2. Les actes unilatéraux du vendeur	197
Section 1. La <i>vendor due diligence</i> à l'audit vendeur	197
Section 2. <i>Reliance letter</i> ou lettre de représentation	200
Section 3. <i>Stapled finance</i> ou offre de financement	200
Section 4. <i>Management presentation</i> ou la présentation du management	201
Chapitre 3. Les premiers engagements croisés ou bilatéraux	202
Section 1. Les accords de négociation exclusive	203
Section 2. Les <i>Heads of agreement</i> ou <i>Memorandum of understanding terms sheet</i>	204
Section 3. Les contrats d'option	207
<b>Titre III. La période contractuelle</b>	212
Chapitre 1 <sup>er</sup> . La négociation du contrat	214
Section 1. La <i>data room et data room rules</i>	214
Section 2. La <i>representation letter</i> du vendeur	224
Section 3. Les <i>disclosure letters</i>	225
Chapitre 2. La conclusion du contrat	226
Section 1. Le <i>stock purchase agreement</i> ou le contrat de cession	226
Section 2. Les représentations et garanties (REPS)	254
Section 3. Les accords sur les opérations préalables au <i>closing</i>	273
Section 4. Accord de non-concurrence	276
<b>Titre IV. La période postcontractuelle</b>	277
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Les actes préalables au <i>closing</i>	277

Section 1. L'ajustement de prix	277
Section 2. La convention de portage	278
Section 3. Procédure du droit de la concurrence	279
Chapitre 2. Le <i>closing</i> lui-même	279
Section 1. Le mémorandum de <i>closing</i>	279
Section 2. Convention de résolution pour non-réalisation des conditions	280
Chapitre 3. Les opérations après <i>closing</i>	282
Section 1. Détermination de l' <i>earn-out</i>	282
Section 2. Appel à la garantie	282
Section 3. Appel à la garantie de la garantie	283
Conclusion	285
<b>Opérations post-acquisition de titres de sociétés : aspects fiscaux et droit des sociétés</b>	289
<i>Olivier D'AOUT</i>	
Introduction	289
Titre I <sup>er</sup> . <b>Structures et types de transactions</b>	290
Titre II. <b>Les actes préparatoires</b>	291
Titre III. <b>Financement de l'opération</b>	292
Titre IV. <b>Limitations, interdictions et exceptions</b>	293
Chapitre 1 <sup>er</sup> . La problématique des garanties	293
Section 1. Régime actuel	293
Section 2. Évitements possibles?	296
Section 3. Exceptions	299
Section 4. Conséquences	300
Chapitre 2. Conflit d'intérêts	300
Chapitre 3. Respect de l'intérêt social	300
Chapitre 4. Abus de majorité	301
Chapitre 5. Abus de biens sociaux	301



<b>Titre V. La distribution des dividendes ou des réserves disponibles de la société cible à la société holding</b>	302
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Principes	302
Chapitre 2. Droit des sociétés – Acompte sur dividendes	303
Chapitre 3. Aspects fiscaux	304
Section 1. Généralités	304
Section 2. Conditions d'application du régime R.D.T.	305
Section 3. Suppression des limitations à la déduction des R.D.T.	307
<b>Titre VI. La réduction du capital de la société cible</b>	308
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Principes	308
Chapitre 2. Droit des sociétés	308
Chapitre 3. Aspects fiscaux	310
<b>Titre VII. Le rachat d'actions propres</b>	310
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Introduction	310
Chapitre 2. Droit des sociétés	311
Section 1. Champ d'application	311
Section 2. Acquisition de titres propres par la société elle-même	312
Section 3. La détention des titres propres	317
Section 4. Devoir d'information	318
Section 5. L'aliénation des titres propres	318
Section 6. Sanctions	319
Section 7. Le rachat d'actions propres sans droit de vote	320
Section 8. Acquisition de titres d'une société anonyme par une filiale directe	321
Section 9. Acquisition de titres par une filiale qualifiée de participation croisée	322
Section 10. Participation croisée entre sociétés indépendantes	323
Chapitre 3. Aspects fiscaux	324

Section 1. Généralités	324
Section 2. Acquisition de titres propres suivie immédiatement de leur annulation	325
Section 3. Acquisition des titres en vue de les conserver en portefeuille	325
Section 4. Disposition anti-abus	326
<b>Titre VIII. L'émission d'obligations en paiement du prix</b>	<b>327</b>
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Définition et notions	327
Chapitre 2. Droit des sociétés	327
Section 1. Généralités	327
Section 2. Sortes d'obligations	329
Section 3. Formes	330
Section 4. Droit des obligataires	331
Section 5. L'émission des obligations	332
Section 6. L'assemblée générale des obligataires	335
Section 7. Pouvoirs de l'assemblée générale des obligataires	339
<b>Titre IX. La vente d'une partie des actifs de la société cible</b>	<b>340</b>
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Principes	340
Chapitre 2. Aspects fiscaux	341
<b>Titre X. La fusion de la société cible et de la société holding</b>	<b>341</b>
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Principes	341
Chapitre 2. Droit des sociétés	342
Section 1. Généralités	342
Section 2. Procédure	343
Section 3. Fusion simplifiée	344
Section 4. Fusion transfrontalière	345
Chapitre 3. Aspect fiscaux	346
Section 1. Généralités	346
Section 2. Fusion exemptée fiscalement	348

Titre XI. <b>Scission de l'entreprise avant cession</b>	354
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Principes	354
Chapitre 2. Droit des sociétés	355
Chapitre 3. Aspects fiscaux	355
Titre XII. <b>Création d'une base imposable au sein de la société holding – Les <i>management fees</i></b>	356
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Principes	356
Chapitre 2. Droit des sociétés	356
Chapitre 3. Aspects fiscaux	358
Section 1. Généralités	358
Section 2. La déductibilité des <i>management fees</i>	358
<b>Le traitement fiscal des plus-values sur actions</b>	363
<i>Frederik FOGLI et Rafaël ALVAREZ CAMPA</i>	
Titre I <sup>er</sup> . <b>Impôt des personnes physiques</b>	363
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Principes – Gestion « normale » du patrimoine privé	363
Chapitre 2. Gestion « anormale » du patrimoine privé – Quel est le revenu imposable ?	365
Chapitre 3. Problématique des « plus-values internes »	367
Chapitre 4. Un nouveau bouleversement : la loi du 11 décembre 2008	370
Chapitre 5. Les lignes de force de la jurisprudence actuelle	372
Section 1. Décisions confirmant des opérations normales de gestion du patrimoine privé, non imposables	372
Section 2. Décisions aboutissant à la confirmation de l'imposition de la plus-value	376
Chapitre 6. Plus-values sur cessions de participations importantes dans des sociétés belges	380
Chapitre 7. Prélèvements sur les fonds obligataires et les fonds qui investissent plus de 25 % de leur capital en titres à revenus fixes	382
Chapitre 8. Les lignes de force de la position du Service des décisions anticipées	382
ANTHEMIS	419

Section 1. L'avis de 2013	383
Section 2. Quelques illustrations de décisions récentes rendues en matière de plus-values internes	385
<b>Titre II. Impôt des sociétés</b>	396
Chapitre 1 <sup>er</sup> . Exonération de la plus-value « brute » ou « nette »	396
Chapitre 2. Problématique de la valorisation des actions – <i>Affaire Artwork Systems</i> et développements jurisprudentiels ultérieurs	398
Chapitre 3. La nouvelle condition de détention de douze mois	404
Section 1. Principes	404
Section 2. Appréciation par le S.D.A.	405
Chapitre 4. La nouvelle taxe de 0,4 % sur les plus-values sur actions réalisées par des « grandes entreprises »	407